

- Alívio com os números da inflação nos EUA (que interrompeu o recente movimento de subida) fez regressar ao mercado um cenário de corte dos juros pelo Fed este ano, alimentando um sentimento optimista nos investidores.
- A inflação *core* nos EUA desceu de 3.8% para 3.6% YoY. Preços nos serviços *core* desaceleraram, mas inflação mantém-se elevada (5.3% YoY). Responsáveis do Fed reafirmaram necessidade de juros altos por mais tempo.
- EUA anunciaram novas tarifas sobre importações da China. Risco de nova ronda de medidas proteccionistas.

## Alívio com inflação nos EUA é um ponto de viragem?

### Ausência de surpresas negativas na inflação dos EUA alimentou optimismo no mercado..

Apesar das diversas preocupações (e.g. guerras) e de níveis de inflação e juros relativamente elevados, alguns índices accionistas atingiram novos máximos na última semana (com a respectiva volatilidade a recuar para mínimos de 5 anos), enquanto os *spreads* de crédito se mantêm muito contidos. Nos últimos dias, este aparente optimismo foi reforçado por uma leitura benigna da inflação nos EUA. Em Abril, os preços no consumo desaceleraram de 3.5% para 3.4% YoY na economia americana, ou de 3.8% para 3.6% YoY a nível *core*. Em ambos os casos, os registos vieram em linha com o esperado, mas a inflação *headline* interrompeu a subida observada nos dois meses anteriores, e o registo *core* não superou as expectativas pela 1ª vez em 4 meses. Com os mercados muito marcados por receios de um reavivar da inflação nos EUA e pelo risco de que o Fed poderia ser forçado a subir juros, a ausência de surpresas negativas foi recebida com alívio. Os investidores alimentaram de novo as expectativas de redução dos juros de referência pelo Fed (admitindo mesmo cortes já neste Verão).

### ...mas responsáveis do Fed reafirmam a necessidade de juros altos por mais tempo.

O mercado poderá ter valorizado excessivamente estes números. É verdade que a inflação recuou nos serviços *core* e na (importante) componente do alojamento, mas ela mantém-se elevada nos dois casos, em 5.3% e 5.5% YoY, respectivamente. Os preços aceleraram mesmo em algumas outras componentes dos serviços, como os transportes (para 11.2% YoY) e os cuidados médicos (para 2.7% YoY), tendo estes registos sido compensados pela queda mais acentuada dos preços nos bens *core* (-1.3% YoY, com um registo de -6.9% nos carros usados). A ideia central é a de que inflação está a descer, mas lentamente e acima da meta no caso dos serviços. Neste contexto, o Fed não deverá precipitar-se a iniciar uma descida dos juros de referência. Aliás, vários dos seus responsáveis vieram entretanto reafirmar a necessidade de se manterem os juros aos níveis actuais por mais tempo. Dados alguns sinais de arrefecimento do consumo e do mercado de trabalho, vamos o Fed a reduzir, de facto, as taxas directoras em 2024, mas isto deverá acontecer mais para o final do ano, e não nas próximas reuniões.

### EUA impõem novas tarifas a importações da China. Seguem-se tensões UE-China?

Outros factores podem alimentar a inflação e manter os juros tendencialmente mais elevados do que no período pré-Covid. Estes incluem os processos de transição energética e digital, o aumento da despesa em Defesa e a “de-globalização” em curso, com esta última a ter expressão, na última semana, na imposição, pelos EUA, de novas tarifas às importações de bens oriundos da China, incluindo baterias, microprocessadores, células fotovoltaicas e alguns minerais, sob o pretexto de que os seus preços beneficiam de subsídios e de um contexto de sobre-capacidade produtiva. As importações abrangidas representam USD 18 mil milhões, menos de 4% das importações americanas de bens da China. O maior risco prende-se com eventuais retaliações e escalada de medidas proteccionistas, bem como com a possibilidade de uma guerra comercial mais expressiva entre a China e a UE (com um peso mais relevante nas trocas comerciais), se a UE for encorajada pela acção dos EUA a tomar novas medidas.



### A Última Semana

- Nos EUA, a inflação recuou em Abr de 3.5% para 3.4% YoY ou de 3.8% para 3.6% *core*. Mercado valorizou (excessivamente?) a interrupção da recente tendência de aceleração dos preços...
- ...aumentando as expectativas de cortes de juros pelo Fed em 2024. Juros de mercado recuaram e alguns índices accionistas registaram novos máximos.
- Nos EUA, vendas a retalho com crescimento mensal nulo em Abr. *Earnings* de retalhistas sugerem arrefecimento do consumo.
- CE prevê crescimento de 0.8% para a Zona Euro em 2024.
- Na China, vendas a retalho e imobiliário acentuam receios sobre procura interna. Produção industrial acelerou. PIB do Japão caiu 0.5% QoQ no 1Q'24.
- Administração Biden anunciou novas tarifas sobre importações dos EUA oriundas da China.



### Esta semana

- Fed divulga minutas da última reunião de política monetária.
- Na Zona Euro, PMIs e confiança dos consumidores de Maio deverão sugerir melhoria marginal da actividade. Custo do trabalho terá desacelerado no 1Q'24.
- Inflação terá recuado em Abr no Reino Unido (para 2.1% YoY) e no Japão (para 2.4% YoY).
- Nvidia divulga resultados.

## ECONOMIA GLOBAL

## Sinais de arrefecimento do consumo nos EUA e da procura interna na China.

- **EUA** Novos sinais de arrefecimento do consumo privado. Vendas a retalho registaram uma variação mensal nula em Abril, abaixo das expectativas. *Earnings reports* das retalhistas americanas sugerem um consumidor mais frugal.
- **ZONA EURO** A produção industrial cresceu 0.6% MoM em Março, e a variação homóloga passou de -6.3% para -1%. O índice ZEW de expectativas para a economia alemã subiu em Maio para o nível mais alto desde Fevereiro de 2022.
- **CHINA** Acentuou-se em Abril a queda das vendas de habitações e dos preços das novas habitações, e o investimento e as vendas a retalho desaceleraram. As autoridades anunciaram novas medidas visando estimular o mercado imobiliário.

### EUA: Inflação interrompe subida, mas consumo arrefece.

As vendas a retalho registaram uma variação mensal nula em Abril, abaixo da expectativa de uma subida de 0.4% MoM, e com quedas em sete das treze categorias de despesa (incluindo comércio electrónico, automóveis, mobiliário e bens relacionados com lazer e desporto). Em termos homólogos, observou-se uma desaceleração de 3.8% para 3%, também abaixo do esperado. Este é mais um indicador a sinalizar um arrefecimento do consumo na economia americana, a que se juntam, também, os *earnings reports* de algumas retalhistas importantes, descrevendo um consumidor mais cauteloso e frugal. Esta evolução reflecte, em parte, uma reacção à persistência de preços elevados, tendo em conta um período já prolongado com uma inflação elevada. Em Abril, a inflação medida pelo IPC recuou de 3.5% para 3.4% YoY (ou de 3.8% para 3.6% *core*), ainda bastante acima da meta. Já os preços no produtor registaram uma variação homóloga de 2.2%.

### Taxa de inflação homóloga, IPC (%)

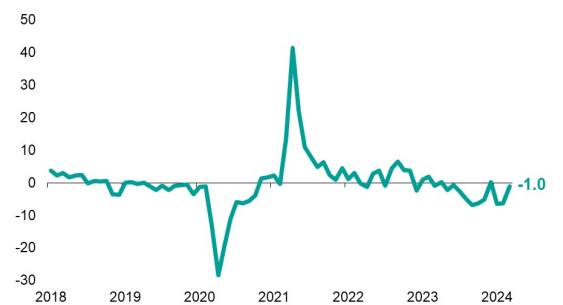


Fonte: Bloomberg.

### Zona Euro: Produção industrial em recuperação.

A produção industrial cresceu 0.6% em Março face ao mês anterior, cujo crescimento foi revisto em alta para 1%. Destacou-se, pela positiva, a produção de bens de investimento (+1% MoM). Esta evolução favorável levou a variação homóloga de -6.3% para -1%. O índice ZEW de expectativas para a economia alemã subiu em Maio de 42.9 para 47.2 pontos, valor mais alto desde Fevereiro de 2022, a par de uma melhoria da avaliação da conjuntura actual. O Eurostat confirmou o crescimento do PIB dos Vinte de 0.3% QoQ no 1º trimestre (após -0.1% nos dois trimestres anteriores), bem como a inflação homóloga de 2.4% em Abril (com descida de 2.9% para 2.7% da medida *core*). Esta semana, destaque para os índices PMI para Maio (5ª feira), que poderão revelar uma estabilização da actividade na indústria e serviços.

### Produção industrial (% YoY)



Fonte: Bloomberg.

### China: Novos sinais de debilidade da actividade.

Acentuou-se em Abril a queda das vendas de habitações e dos preços das novas habitações (neste caso de -0.3% para -0.6% MoM). Também o desempenho das vendas a retalho foi muito inferior ao esperado, tendo desacelerado de 3.1% para 2.1% YoY. O investimento desacelerou também, de 4.5% para 4.2% YoY, com uma queda mais acentuada do investimento em construção e no sector dos serviços. Este conjunto de dados vem juntar-se ao agravamento das tarifas às importações provenientes da China pelos EUA. As autoridades anunciaram, entretanto, novas medidas visando estimular o mercado imobiliário, de que se destaca a eliminação da taxa mínima para o crédito à habitação, o que permitirá uma descida das taxas na compra de casa. É também recomendada aos Governos regionais a aquisição de habitações a preços "razoáveis" para a sua conversão em habitação acessível.

### Vendas a retalho (% YoY)



Fonte: Bloomberg.

## ECONOMIA PORTUGUESA



## Contas externas prosseguem tendência recente de melhoria.

- A economia registou, no 1Q 2024, um excedente de 3.3% do PIB, vs. 0.9% do PIB no 1Q 2023, com uma melhoria do saldo comercial e um maior recebimento de subsídios. A dívida externa líquida recuou de 53.8% para 51.8% do PIB.
- A taxa de juro implícita no crédito à habitação diminuiu pelo 3º mês consecutivo em Abril, atingindo 4.606% (ou 3.91% nos contratos dos últimos 3 meses). A prestação média mensal manteve-se relativamente estabilizada, em EUR 404.

### Excedente das contas externas sobe para 3.3% do PIB. Dívida externa cai.

A economia portuguesa registou, no 1Q 2024, um excedente de EUR 2.2 mil milhões, ou 3.3% do PIB do trimestre, no saldo conjunto das balanças corrente e de capital. Este registo compara com um excedente de EUR 583 milhões (0.9% do PIB) no 1Q 2023. Para esta evolução contribuíram: (i) uma diminuição do défice da balança de bens, com as importações (-4.9%) a recuarem mais do que as exportações (-3.8%); (ii) um aumento do excedente da balança de serviços, com 65% do movimento explicado pelas “viagens e turismo”, cujo saldo melhorou em EUR 555 milhões; e (iii) uma diminuição do défice da balança de rendimento primário, com o aumento do recebimento de subsídios. A dívida externa líquida prolongou a recente tendência decrescente, recuando de 53.8% para 51.8% do PIB. A posição de investimento internacional (uma medida mais lata das responsabilidades externas líquidas da economia) passou de -72.5% para -67.7% do PIB, reflectindo uma variação positiva dos activos líquidos sobre o exterior (e.g. investimento em dívida emitida por não residentes, empréstimos de sociedades não financeiras a entidades intragrupo não residentes), para além de variações cambiais e de preços positivas.

### Taxa de juro do crédito à habitação recua pelo 3º mês consecutivo.

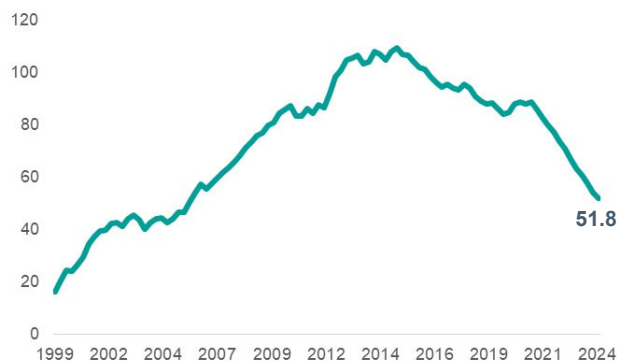
A taxa de juro implícita nos contratos de crédito à habitação diminuiu pelo 3º mês consecutivo em Abril, atingindo 4.606% (4.567% para aquisição de habitação). Nos contratos celebrados nos últimos 3 meses, a taxa recuou para 3.91% (3.889% para aquisição de habitação). A prestação mensal manteve-se relativamente estabilizada (em EUR 404), tendo descido de EUR 619 para EUR 611 nos contratos celebrados nos últimos 3 meses.

### Principais Indicadores Económicos

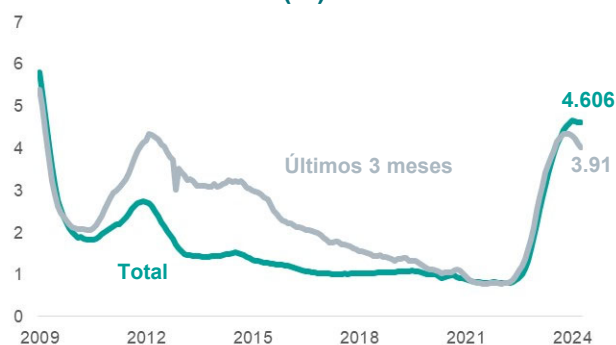
var. anual (%), exc. quando indicado	2022	2023 <sup>E</sup>	2024 <sup>P</sup>	2025 <sup>P</sup>
PIB	6.8	2.3	2.0	2.0
Consumo Privado	5.6	1.6	2.2	1.3
Consumo Público	1.4	1.2	1.3	1.3
Investimento	3.0	2.4	3.6	5.1
Exportações	17.4	4.2	3.3	3.9
Importações	11.1	2.2	4.1	4.0
Inflação Média Anual	7.8	4.3	2.3	2.0
Saldo Orçamental (% PIB)	-0.3	1.2	0.2	0.3
Dívida Pública (% PIB)	112.4	99.1	94.5	93.7
Desemprego (% pop. activa)	6.0	6.5	6.6	6.6
Saldo Externo (% PIB)	-0.2	2.7	3.3	3.5

E: Estimativa; P: Previsão. Fontes: INE, Banco de Portugal e novobanco.

### Dívida externa líquida (% PIB)



### Taxa de juro implícita no crédito à habitação (%)



Fontes: Banco de Portugal, INE.

### Zoom

#### Remuneração bruta real mensal média, Março 2024 (% YoY)



Fonte: INE.

## MERCADOS – Juros e Câmbios



## Descida da inflação nos EUA consolida expectativa de descida dos juros.

- A queda da inflação nos EUA em Abril reforçou a expectativa de que o Fed reduzirá os juros ainda este ano e conduziu a uma descida das *yields*. O movimento acabou por ser atenuado por comentários *hawkish* de vários membros do Fed.
- O dólar recuou, acompanhando a descida das *yields* da dívida norte-americana e a consolidação da perspectiva de corte dos juros de referência pelo Fed nos últimos meses do ano. A cotação EUR/USD regressou a valores superiores a 1.08.

## Taxas de Juro

## Yields da dívida norte-americana retomam descida.

Os dados de inflação nos EUA em Abril, revelando que a taxa homóloga retomou a trajectória de descida, consolidaram a expectativa de que a que o Fed iniciará ainda este ano um ciclo de redução dos juros de referência. O arrefecimento das vendas a retalho e do mercado de trabalho contribuiu também para tal expectativa, levando a uma queda das *yields* da dívida norte-americana. A descida do conjunto da semana acabou, no entanto, por ser relativamente moderada, devido a novos comentários de responsáveis do Fed (Loretta Mester, John Williams, Thomas Barkin e Raphael Bostic) sugerindo a necessidade de juros elevados por um período prolongado. As taxas da dívida norte-americana situavam-se em 4.84% e 4.45% a 2 e a 10 anos no início desta semana. Na Zona Euro, observou-se uma subida marginal de *yields*. Isabel Schnabel, da Comissão Executiva do BCE, reconheceu que uma primeira descida dos juros em Junho poderá ser apropriada, mas sinaliza uma actuação posterior cautelosa. Schnabel alerta para o risco de uma descida prematura dos juros e defende uma atitude prudente, uma vez que a inflação está ainda sujeita a riscos em alta.

## Câmbios

## Dólar recua, com descida da inflação nos EUA.

O dólar depreciou em termos efectivos na passada semana, num movimento que acompanhou a descida das *yields* da dívida norte-americana e a consolidação da perspectiva de corte dos juros de referência pelo Fed nos últimos meses do ano. Neste contexto, a cotação EUR/USD regressou a valores superiores a 1.08.

A libra avançou face ao euro e ao dólar (retornando acima de GBP/USD 1.27), em consequência da evolução salarial de Março no Reino Unido. O salário médio semanal manteve um crescimento homólogo de 5.7%, contrastando com a expectativa de uma desaceleração. Será esta 4ª feira conhecida a inflação de Abril na economia britânica, que deverá revelar uma descida expressiva da taxa homóloga. Depois de o Banco de Inglaterra ter aberto a possibilidade de uma descida da *Bank rate* já na reunião de Junho, este dado ganha particular relevância, podendo ter repercussão importante no mercado cambial.

Merecem destaque os ganhos do dólar neo-zelandês e da coroa norueguesa, em ambos os casos beneficiando de expectativa de que o início de corte dos juros pelos respectivos bancos centrais ocorra mais tarde que os dos outros principais bancos centrais.

		17/5/2024			
DÍVIDA PÚBLICA		2Y	5Y	10Y	30Y
<b>Alemanha</b>					
	Yield	2.986	2.561	2.515	2.653
	Var. Semanal	2	1	0	0
	Var. YTD	58	61	49	39
<b>EUA</b>					
	Yield	4.825	4.445	4.420	4.559
	Var. Semanal	-4	-7	-8	-8
	Var. YTD	57	60	54	53
<b>Portugal</b>					
	Yield	2.977	2.772	3.138	3.578
	Var. Semanal	3	1	-2	-3
	Var. YTD	53	50	48	26
SWAPS		2Y	5Y	10Y	30Y
<b>Europa</b>					
	Yield	3.320	2.891	2.787	2.514
	Var. Semanal	0	0	-1	-1
	Var. YTD	52	46	30	17
<b>EUA</b>					
	Yield	4.732	4.211	4.057	3.825
	Var. Semanal	-5	-7	-7	-6
	Var. YTD	67	68	58	51
M. MONETÁRIO		1m	3m	6m	12m
<b>Euribor</b>					
	Spot	3.799	3.830	3.791	3.645
	Var. YTD	-5	-8	-7	13
<b>SOFR USD</b>					
	Spot	5.320	5.326	5.283	5.123
	Var. YTD	-3	-1	13	35
CRÉDITO		SPOT	Var. Semanal	Var. YTD	
<b>iTraxx (EUR)</b>					
	Main	51.0	-3.1	-13.0	
	Crossover	289.6	-3.2	-7.6	
	Financeiras				
	Sénior	58.1	-3.2	-14.1	
	Subordinadas	58.1	-3.2	-14.1	
CÂMBIOS		SPOT	Var. Semanal	Var. YTD	
	EUR / USD	1.09	0.9	-1.8	
	EUR / GBP	0.86	-0.5	-1.3	
	GBP / USD	1.27	1.3	-0.5	
	EUR / CHF	0.99	1.1	6.3	
	USD / CNY	7.22	0.0	1.7	
	USD / JPY	155.63	-0.1	10.5	
	EUR / NOK	11.62	-0.6	3.8	
	USD / BRL	5.10	-1.0	5.2	
	EUR / AOA	930.25	2.1	0.4	

Nota: Yields e taxas de juro em %. Variações em bps, excepto nos câmbios (em %). Spreads de crédito em bps. Fonte: Bloomberg.



## MERCADOS – Commodities e Acções



## Cortes de juros impulsionam acções e ouro.

- Cobre supera os USD 11000/tonelada, com a expectativa de acentuação do défice de oferta nos EUA. Ouro em novos máximos, com a expectativa de que o Fed iniciará ainda este ano a descida dos juros de referência.
- Expectativa de corte de juros pelo Fed continua a impulsionar mercado de acções, sobretudo nos EUA. Apresentação de resultados da Nvidia (4ª feira) deve manter o foco sobre as tecnológicas.

## Commodities

## Ouro e cobre em novos máximos.

Os metais voltaram a estar em foco, com o cobre e o ouro a atingirem novos máximos históricos. A cotação do cobre chegou a ultrapassar o patamar de USD 11000/tonelada pela 1ª vez já no início desta semana, impulsionado pela expectativa de acentuação do défice de oferta nos EUA, a par de uma procura com tendência crescente. Nota, também, para o níquel, que valorizou 11.2% na semana, evoluindo em máximos de 8 meses, depois dos protestos pró-independentistas na Nova Caledónia terem afectado a produção. O ouro seguia já esta 2ª feira em USD 2425/onça, favorecido pela expectativa de que o Fed iniciará ainda este ano a descida dos juros de referência e pelo consequente recuo do dólar.

## Acções

## Expectativa de corte de juros continua a animar acções.

A trajectória de valorização do mercado accionista prossegue nos EUA, suportada pela expectativa de que o Fed cortará os juros directores este ano e pelo tom globalmente positivo da *earnings season*. Um dos sectores que mais valorizou foi o tecnológico (+2.9% no S&P 500, +2.1% no Nasdaq), continuando a beneficiar do entusiasmo com a Inteligência Artificial. O sector deverá permanecer em foco esta semana, com a apresentação das contas do 1º trimestre pela Nvidia na 4ª feira. Em destaque esteve, também, o regresso das “*meme stocks*”, com a GameStop a fechar com um ganho semanal de 27.2% (depois de ter chegado a superar os 200%). A tendência de valorização foi extensível ao mercado europeu, mas de modo mais modesto. O Euro Stoxx 600 subiu 0.4%, com ganhos de 1.9% na banca e de 3.3% nas *telecoms*. A animar o segundo estiveram os bons resultados reportados pela British Telecom, que levaram a empresa a valorizar 27.4%.

EURO STOXX 600	SPOT	Var. Semanal	Var. YTD
Banking	205	1.9	21.4
Chemicals	1303	-0.6	0.5
Health Care	1172	0.8	10.5
Retail	434	1.1	7.8
Telecoms	205	3.3	4.3
Oil & Gas	378	-2.6	6.1
Utilities	398	1.0	1.4
Technology	863	0.6	13.4
Insurance	382	0.8	10.2
Autos	676	0.7	7.7
Industry	866	-0.9	11.8

COMMODITIES	SPOT	Var. Semanal	17/5/2024 Var. YTD
Brent	84.0	1.4	9.0
WTI	80.1	2.3	11.7
Gás Natural (EUA)	2.6	16.6	4.2
Gás Natural (Europa)	30.8	2.5	-4.9
Ouro	2 415.2	2.3	17.1
Cobre	10 668.0	6.6	24.6
Alumínio	2 612.0	3.3	9.6
Índice CRB Metals	1 130.2	2.9	9.5
Milho	452.5	-3.7	-8.4
Trigo	651.3	-1.8	0.9
Soja	1 228.0	0.7	-6.5
Café	206.6	2.7	10.9
Cacau	7 348.0	-17.4	78.8
Índice CRB Food	516.5	-2.4	11.0

ACÇÕES	SPOT	Var. Semanal	Var. YTD
Dow Jones	40004	1.2	6.1
S&P 500	5 303	1.5	11.2
Nasdaq	16 686	2.1	11.2
Russell 2000	2 096	1.7	3.4
Euro Stoxx 600	523	0.4	9.2
PSI	6 887	-0.4	7.7
IBEX 35	11 328	2.0	12.1
FTSE MIB	35 399	2.1	16.6
DAX	18 704	-0.4	11.7
CAC 40	8 168	-0.6	8.3
FTSE 100	8 420	-0.2	8.9
Nikkei 225	38 787	1.5	15.9
Bovespa	128 151	0.4	-4.5
Shanghai Composite	3 154	0.0	6.0
Hang Seng China	19 554	3.1	14.7
MSCI World (EUR)	326	0.5	11.3
MSCI Emergentes	205	1.9	21.4

VOLATILIDADE	SPOT	Var. Semanal	Var. YTD
VIX	12.0	-4.5	-3.7
VSTOXX	12.1	-10.8	-10.6

S&P 500	SPOT	Var. Semanal	Var. YTD
Info Technologies	3897	2.9	14.7
Health Care	1703	1.8	7.1
Financials	705	1.4	12.5
Communications	297	1.7	20.8
Consumer Discretionary	1455	-0.1	2.6
Industry	1059	-0.4	9.8
Consumer Staples	834	0.7	9.5
Energy	722	0.7	12.8
Utilities	366	1.2	13.6
Real Estate	243	2.5	-3.5
Materials	580	0.3	7.4

Nota: Commodities – Brent e WTI USD/barril; Gás Natural (EUA) em USD/MMBtu; Gás Natural (Europa) em EUR/MWh; Ouro em USD/onça; Cobre e Alumínio em USD/MT; Milho, Trigo e Soja em USD/alqueire; Café em USD/lb; Cacau em USD/MT. Variações em %. Fonte: Bloomberg.

## AGENDA DA SEMANA

 **Fed divulga minutas. Inflação no Reino Unido terá recuado para perto de 2%.**

- Fed divulga minutas da última reunião de política monetária. Nos EUA, encomendas de bens duradouros e vendas de habitações deverão suportar sinais de algum arrefecimento da actividade económica.
- Na Zona Euro, PMIs e confiança dos consumidores de Maio deverão sugerir melhoria marginal da actividade. Custo do trabalho terá desacelerado no 1Q'24. Inflação terá recuado em Abr no R. Unido (para 2.1% YoY) e no Japão (para 2.4%).

## Agenda da Semana – Principais eventos e indicadores

Região	Data		Período	Estimado	Actual	Anterior
EUA	Mai. 22	Fed divulga minutas da última reunião de política monetária	Mai. 01			
	Mai. 23	Novos pedidos semanais de subsídio desemprego (milhares)	Mai. 18	220		222
	Mai. 23	Vendas de novas habitações – mensal (%)	Abr.	-2.6		8.8
	Mai. 24	Encomendas de bens duradouros – mensal (%)	Abr.	-0.8		0.9
Zona Euro	Mai. 23	Índice PMI Manufacturing (pontos)	Mai.	46.1		45.7
	Mai. 23	Índice PMI Serviços (pontos)	Mai.	53.6		53.3
	Mai. 23	Índice PMI Compósito (pontos)	Mai.	52.0		51.7
	Mai. 23	Confiança dos consumidores (pontos)	Mai.	-14.0		-14.7
Alemanha	Mai. 21	IPP – mensal / homóloga (%)	Abr.	0.3 / -3.2		0.2 / -2.9
França	Mai. 24	Confiança na indústria (pontos)	Mai.	100		100
Portugal	Mai. 20	IPP – mensal / homóloga (%)	Abr.	-	0.0 / -0.8	-0.2 / -1.5
Reino Unido	Mai. 22	IPC – mensal / homóloga (%)	Abr.	0.2 / 2.1		0.6 / 3.2
	Mai. 22	IPC core – homóloga (%)	Abr.	3.6		4.2
	Mai. 23	Índice PMI Manufacturing (pontos)	Mai.	49.5		49.1
	Mai. 23	Índice PMI Serviços (pontos)	Mai.	54.9		55.0
	Mai. 24	Vendas a retalho – mensal / homóloga (%)	Abr.	-1.0 / -0.5		0.0 / 0.8
Japão	Mai. 24	IPC – homóloga (%)	Abr.	2.4		2.7

## Indicadores e eventos económicos mais recentes

Região	Data		Período	Estimado	Actual	Anterior
EUA	Mai. 14	IPP – mensal / homóloga (%)	Abr.	0.3 / 2.2	0.5 / 2.2	0.2 / 2.1
	Mai. 14	IPP core – mensal / homóloga (%)	Abr.	0.2 / 2.3	0.5 / 2.4	0.2 / 2.4
	Mai. 15	IPC – mensal / homóloga (%)	Abr.	0.4 / 3.4	0.3 / 3.4	0.4 / 3.5
	Mai. 15	IPC core – mensal / homóloga (%)	Abr.	0.3 / 3.6	0.3 / 3.6	0.4 / 3.8
	Mai. 15	Vendas a retalho – mensal (%)	Abr.	0.4	0.0	0.6 (r-)
	Mai. 16	Novos pedidos semanais de subsídio desemprego (milhares)	Mai. 11	220	222	232 (r+)
	Mai. 16	Início de novas construções – mensal (%)	Abr.	7.6	5.7	-16.8 (r-)
	Mai. 16	Licenças de construção – mensal (%)	Abr.	0.9	-3.0	-5.0 (r-)
	Mai. 16	Índice Philadelphia Fed (pontos)	Mai.	7.8	4.5	15.5
	Mai. 16	Produção industrial – mensal (%)	Abr.	0.1	0.0	0.1 (r-)
Zona Euro	Mai. 15	PIB – trimestral / homóloga (%)	1T 2ª	0.3 / 0.4	0.3 / 0.4	-0.1 / 0.1
	Mai. 15	Produção industrial – mensal / homóloga (%)	Mar.	0.4 / -1.3	0.6 / -1.0	1.0 / -6.3 (r+)
	Mai. 17	IPC – mensal / homóloga (%)	Abr. F	0.6 / 2.4	0.6 / 2.4	0.8 / 2.4
	Mai. 17	IPC core – homóloga (%)	Abr. F	2.7	2.7	2.9
Alemanha	Mai. 14	Índice ZEW de expectativas (pontos)	Mai.	45.0	47.1	42.9
Portugal	Mai. 13	Custo do trabalho – homóloga (%)	1T	-	6.2	6.3 (r+)
Reino Unido	Mai. 14	Taxa de desemprego (% da população activa)	Mar.	4.3	4.3	4.2
Japão	Mai. 16	PIB – trimestral (%)	1T	-0.3	-0.5	0.0 (r-)
China	Mai. 17	Produção industrial – homóloga (%)	Abr.	5.5	6.7	4.5
	Mai. 17	Vendas a retalho – homóloga (%)	Abr.	3.7	2.3	3.1

Fontes: Bloomberg, INE, Banco de Portugal. \* Previsão Novo Banco Research.

## MACRO VIEWS (1/2)



## ACTIVIDADE

**GLOBAL** EUA resilientes. Alguns sinais de recuperação na China e Zona Euro. Actividade industrial com sinais de estabilização. Serviços em expansão. Expectativa de abrandamento da actividade global em 2024 (cenário de *soft landing*).

**EUA** PIB subiu 1.6% QoQ anualizado no 1Q'24 (3.4% no 4Q'23), abaixo do esperado, mas com a procura interna a exibir crescimento robusto. Expectativa de abrandamento ligeiro em 2024 (*soft landing*), ou mesmo de *no landing*.

**ZONA EURO** Ligeira recuperação da actividade, sobretudo visível nos serviços. PIB cresceu 0.3% QoQ no 1Q'24, após queda de 0.1% no 4Q'23. Desemprego mantém-se baixo, em 6.5%. Economia deve acelerar de 0.5% para 0.9% em 2024.

**PORTUGAL** PIB cresceu 0.7% QoQ e 1.4% YoY no 1Q'24 (0.7% QoQ e 2.1% YoY no 4Q'23). Variação trimestral suportada pela melhoria da procura externa líquida e por aceleração do consumo privado. Economia cresceu 2.3% em 2023, vs. 6.8% em 2022. Em 2024, espera-se um crescimento próximo de 1.5%-2%.

**CHINA** PIB cresceu 1.6% QoQ e 5.3% YoY no 1Q'24 (vs. 1% QoQ e 5.2% YoY no 4Q). Desaceleração ligeira esperada ao longo do ano de 2024 (meta oficial de 5%). Imobiliário, endividamento e deflação são riscos.



## INFLAÇÃO

**EUA** Inflação recuou em Abr'24, interrompendo subida dos dois meses anteriores. Preços nos serviços *core* desaceleraram, mas mantêm crescimento acima de 5% YoY e impedem descida mais rápida da inflação. Bens *core* com inflação negativa.

**ZONA EURO** Inflação manteve-se em 2.4% YoY em Abr'24, recuando de 2.9% para 2.7% YoY a nível *core*. Ligeira queda nos serviços (para 3.7% YoY). Bens excluindo energia abaixo da meta (0.9% YoY). Espera-se continuação de descida.

**PORTUGAL** Inflação recuou de 2.3% para 2.2% YoY em Abr'24. Efeitos de base adversos na energia (+7.9% YoY). Preços dos bens alimentares com variação nula YoY. Inflação média anual recuou de 2.9% para 2.6%. *Core* em 2% YoY.



## BANCOS CENTRAIS

**EUA** Depois de subidas acumuladas de 350 bps em 2022, o Fed moderou ritmo de subida dos juros de referência em 2023, com 4 movimentos de 25 bps (Fev-Jul). Moderação da actividade e dos preços justificaram depois uma pausa. Fed projectou descidas de 75 bps em 2024, mas afirma agora que descidas demorarão mais a chegar. Mercado espera 1 a 2 cortes.

**ZONA EURO** BCE subiu juros pela última vez em Set'23 (em 25 bps, +450 bps desde Jul 2022), com o actual nível a ser visto como "suficientemente restritivo" para baixar a inflação para a meta. Postura da autoridade monetária é descrita como *data dependent*, mas possível descida sinalizada para Jun'24 (mercado espera 2-3 cortes em 2024, num total de 50-75 bps).

**REINO UNIDO** Banco de Inglaterra manteve *Bank rate* em 5.25%, em Mai'24, com 7 votos a favor vs. 2 a favor de descida, sugerindo postura mais *dovish*. Juros vistos a descer nos próximos trimestres. Mercado vê um primeiro corte de juros referência em Junho ou, mais provavelmente, em Agosto.



## JUROS DE MERCADO

**EUA** Forte recuo da *yield* do Treasury a 10 anos em Nov-Dez'23, com arrefecimento da actividade e antecipação de expectativa de cortes de taxas directoras. Tendência de subida em 2024, já perto de 4.5%, com robustez da actividade e do mercado de trabalho. Juros suportados, dada a mensagem de paciência do Fed no corte de juros e as dúvidas do mercado sobre esses cortes. Tendência de reversão da inclinação negativa da *yield curve* (*steepening*).

**ZONA EURO** *Yield* do Bund a 10 anos com forte descida em Nov-Dez'23, acompanhando os Treasuries. Oscilações no início de 2024, mas com subida acima de 2.5%, acompanhando os Treasuries. *Spreads* da periferia contidos.

## MACRO VIEWS (2/2)



## CÂMBIOS

**EUA** Dólar com ganhos *year-to-date*, beneficiando da tendência de subida das *yields* dos Treasuries, dado o desempenho relativamente robusto da economia americana, em contraste com outras economias.

**ZONA EURO** Depois de ganho em 2023, depreciação *year-to-date* face ao dólar em 2024, com ganhos efectivos da divisa americana, desempenho ainda fraco da economia europeia e divergência das expectativas de política do BCE vs. Fed.

**REINO UNIDO** Libra num *trading range* recente face ao USD, entre um quadro de estagnação da actividade económica no Reino Unido e a perspectiva de manutenção de juros em níveis restritivos pelo BoE durante um período prolongado.

**CHINA** Recuperação recente do renminbi face ao USD, após tendência recente de ligeira depreciação. Persistência de problemas no sector imobiliário doméstico e maior robustez da actividade económica nos EUA (favorecendo juros altos) mantêm pressão em baixa sobre divisa chinesa.



## RISCOS

**GLOBAL** Alastramento das tensões do Médio Oriente. Tensões EUA-China. Riscos de acidentes financeiros com juros mais elevados. Escalada de tensões entre EUA/UE/NATO e Rússia. Subida mais duradoura da inflação. Recessão.

**EUA** Desaceleração do consumo e recessão. Aumento de *defaults*. Subida da inflação mais persistente, forçando uma postura mais restritiva do Fed. Correção do mercado. Queda dos *earnings* das empresas. Subida dos *spreads* de crédito HY. Correção do imobiliário. Impasses no Congresso levam a *Government shutdown*. Mercado penaliza desequilíbrio das contas públicas. Aumento do desemprego. Tensões com Rússia, China e Irão. Instabilidade política e social com eleições de Nov.

**ZONA EURO** Inflação mais alta e persistente, política monetária restritiva, instabilidade financeira, reavaliação de activos (e.g. habitação), com condições financeiras restritivas. Impactos da guerra na Ucrânia e no Médio Oriente na oferta e preços da energia. Disrupção na oferta de gás natural. Má execução dos PRRs.

**CHINA** Disseminação de problemas no imobiliário. Mau desempenho da procura interna. Guerra comercial, tecnológica e política com os EUA. Endividamento excessivo. NPLs. Inflação.



## CENÁRIO OPTIMISTA

Descida mais rápida que o esperado da inflação, com aceleração da produtividade, descida dos custos unitários do trabalho e contributo benigno dos preços da energia. Atenuação das tensões em torno da Ucrânia, aliviando os preços da energia.

Bancos centrais cortam taxas directoras mais depressa que o esperado. Desemprego mantém-se baixo, sustentando o consumo privado. Recuperação da actividade industrial, com investimentos na transição energética/digital. Actividade resiliente nos serviços.



## CENÁRIO PESSIMISTA

Efeitos da política monetária restritiva tornam-se mais visíveis na economia. Aumento do serviço da dívida das empresas, penalizando o investimento e o emprego. Queda do consumo privado. Arrefecimento da actividade nos serviços contribui também para o aumento do desemprego. Inflação mais persistente que o esperado força bancos centrais a manter ou subir taxas directoras. Queda mais pronunciada da procura. Aumento do desemprego. Recessão.

Escalada do conflito Rússia-Ucrânia e alastramento das tensões no Médio Oriente. Forte subida dos preços da energia. Tensões EUA-China (Taiwan). Focos de instabilidade social e política aumentam a incerteza e penalizam a confiança nos mercados financeiros.

O presente documento tem como único objetivo disponibilizar informação obtida a partir de diversas fontes, incluindo meios de informação especializados, fontes oficiais e outras consideradas credíveis e fidedignas. As opiniões e previsões emitidas não vinculam o novobanco, não podendo o novobanco, por isso, ser responsabilizado, em qualquer circunstância, por erros, omissões ou inexatidões da informação constante neste documento ou que resultem do uso dado a essa informação, designadamente, de decisões de investimento ou contratação que tenham sido tomadas tendo por base os elementos contidos neste documento. Cabe ao investidor tomar as suas decisões, à luz do seu perfil e objetivos de investimento, e tendo em conta a legislação e regulamentação aplicável.



## PAINEL DE BORDO

Taxas de Referência dos Bancos Centrais		Última alteração		Valor actual		Expectativa	
País/Região	Taxa	Data	Valor (bps)	(%)	Jun. 2024	Set. 2024	Dez. 2024
EUA	<i>Fed funds rate</i>	26.07.2023	+25	5.25-5.50	5.25-5.50	5.25-5.50	5.00-5.25
Zona Euro	Taxa da facilidade de depósito	14.09.2023	+25	4.00	3.75	3.50	3.25
Reino Unido	<i>Bank rate</i>	03.08.2023	+25	5.25	5.00	5.00	4.75
Japão	<i>Policy-rate balance rate</i>	19.03.2024	+10	0.00-0.10	0.00-0.10	0.00-0.10	0.00-0.10
Brasil	Taxa <i>Selic</i>	08.05.2024	-25	10.50	10.00	9.50	9.25

Câmbio	17/5/2024		3 meses		12 meses	
	17/5/2024	YTD (%)	Previsão	Forward	Previsão	Forward
EUR / USD	1.087	-1.8	1.09	1.09	1.10	1.11
EUR / GBP	0.856	-1.3	0.88	0.86	0.90	0.87
EUR / JPY	169.140	8.5	158.05	167.51	149.60	163.43
EUR / CHF	0.987	6.3	0.98	0.98	1.01	0.96
EUR / PLN	4.262	-1.9	4.60	4.28	4.65	4.37
EUR / AUD	1.626	0.4	1.60	1.63	1.53	1.64
USD / JPY	155.630	10.5	145.00	153.49	136.00	147.79
GBP / USD	1.270	-0.5	1.24	1.27	1.22	1.27
USD / BRL	5.105	5.2	5.00	5.15	5.00	5.29
EUR / BRL	5.551	3.4	5.45	5.62	5.50	5.85

## PIB nominal, crescimento real do PIB, inflação e desemprego

País/Região	PIB nominal (2023 <sup>E</sup> , USD Mil Milhões)	Crescimento anual do PIB real (%)				Inflação, IPC (taxa média anual, %)				Taxa desemprego (% população activa)			
		2022	2023 <sup>P</sup>	2024 <sup>P</sup>	2025 <sup>P</sup>	2022	2023 <sup>P</sup>	2024 <sup>P</sup>	2025 <sup>P</sup>	2022	2023 <sup>P</sup>	2024 <sup>P</sup>	2025 <sup>P</sup>
<b>Mundo</b>	<b>104 476.4</b>	<b>3.5</b>	<b>3.1</b>	<b>3.1</b>	<b>3.2</b>	<b>8.7</b>	<b>6.9</b>	<b>5.8</b>	<b>4.9</b>				
EUA	26 949.6	19	2.5	2.0	1.7	6.5	3.9	2.8	2.2	3.6	3.6	4.1	4.2
China	17 700.9	3.0	5.2	4.7	4.2	19	0.4	10	15	5.5	5.3	5.2	5.2
Japão	4 230.9	0.9	1.9	1.0	1.2	2.5	3.2	2.6	2.0	2.6	2.6	2.5	2.4
<b>União Europeia</b>	<b>18 351.1</b>	<b>3.6</b>	<b>0.5</b>	<b>1.5</b>	<b>2.1</b>	<b>9.3</b>	<b>6.5</b>	<b>3.7</b>	<b>2.4</b>	<b>7.0</b>	<b>7.0</b>	<b>7.0</b>	<b>6.8</b>
<b>Zona Euro</b>	<b>15 478.4</b>	<b>3.4</b>	<b>0.5</b>	<b>0.9</b>	<b>1.5</b>	<b>8.4</b>	<b>5.4</b>	<b>2.9</b>	<b>2.3</b>	<b>6.7</b>	<b>6.5</b>	<b>6.7</b>	<b>6.6</b>
Alemanha	4 429.8	19	-0.3	0.6	1.2	8.7	6.2	2.7	2.1	3.1	3.0	3.0	2.9
França	3 049.0	2.5	0.9	0.8	1.2	5.9	5.7	2.7	2.2	7.3	7.2	7.4	7.5
Itália	2 186.1	3.9	0.7	0.7	1.2	8.7	6.1	2.6	2.3	8.1	7.6	7.8	7.6
Espanha	1 582.1	5.8	2.5	1.4	2.0	8.3	3.5	3.7	2.3	12.9	12.0	12.0	11.8
Portugal	276.4	6.8	2.3	2.0	2.0	7.8	4.3	2.3	1.9	6.1	6.5	7.2	7.3
Reino Unido	3 332.1	4.3	0.5	0.7	1.2	9.1	7.3	2.9	2.5	3.7	4.3	4.7	4.9
Brasil	2 126.8	3.0	3.0	1.8	2.0	9.3	4.6	3.2	3.0	9.3	8.3	8.2	8.1
Índia	3 732.2	7.2	6.3	6.1	6.5	6.7	6.1	5.3	4.3	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Angola	93.8	3.0	1.3	3.3	3.4	21.4	13.1	22.3	18.1	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Moçambique	219	4.2	7.0	5.0	5.0	9.8	7.4	6.5	6.3	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.

País/Região	PIB per capita (2023 <sup>E</sup> , USD, PPP)	Dívida Pública (%)				Saldo Orçamental (%)				Balança Corrente (%)			
		2022	2023 <sup>P</sup>	2024 <sup>P</sup>	2025 <sup>P</sup>	2022	2023 <sup>P</sup>	2024 <sup>P</sup>	2025 <sup>P</sup>	2022	2023 <sup>P</sup>	2024 <sup>P</sup>	2025 <sup>P</sup>
EUA	80 412.4	119.8	120.9	123.8	127.1	-4.0	-7.8	-7.0	-7.0	-3.8	-3.1	-3.0	-3.1
China	23 308.8	77.1	82.4	87.2		-6.5	-6.6	-6.7	-6.7	2.2	1.6	1.1	1.3
Japão	52 119.6	245.6	244.8	244.8	243.8	-5.8	-5.2	-4.4	-3.3	1.8	3.4	3.8	4.0
<b>União Europeia</b>	<b>56 974.8</b>	<b>85.2</b>	<b>84.0</b>	<b>83.0</b>	<b>82.0</b>	<b>-3.3</b>	<b>-3.4</b>	<b>-2.7</b>	<b>-2.4</b>	<b>1.1</b>	<b>2.4</b>	<b>2.5</b>	<b>2.6</b>
<b>Zona Euro</b>	<b>59 316.4</b>	<b>92.7</b>	<b>92.2</b>	<b>93.1</b>	<b>93.5</b>	<b>-3.6</b>	<b>-3.3</b>	<b>-2.9</b>	<b>-2.6</b>	<b>1.4</b>	<b>3.1</b>	<b>3.0</b>	<b>3.1</b>
Alemanha	66 037.8	66.2	66.1	66.9	67.0	-2.5	-2.2	-1.6	-0.9	4.4	6.7	6.9	6.9
França	58 765.1	111.8	112.1	114.8	117.1	-4.8	-4.9	-4.9	-4.6	-2.0	-0.7	-0.9	-1.0
Itália	54 259.0	141.6	141.4	141.4	140.5	-8.0	-5.4	-4.2	-3.6	-1.5	-0.2	0.3	0.8
Espanha	50 471.7	111.6	107.7	110.1	110.0	-4.7	-3.6	-3.2	-3.1	0.6	2.5	1.4	1.2
Portugal	45 227.0	112.4	99.1	94.5	93.7	-0.3	1.2	0.2	0.3	-1.1	1.6	1.3	1.2
Reino Unido	56 835.7	100.4	101.1	103.3	104.9	-4.6	-5.5	-4.5	-3.7	-3.1	-3.5	-2.7	-1.9
Brasil	20 078.9	85.3	88.1	90.3	92.4	-4.6	-7.2	-6.4	-5.8	-2.8	-1.7	-1.6	-1.5
Índia	9 183.4	81.0	81.9	82.3	82.2	-8.9	-8.4	-7.5	-7.0	-2.0	-2.2	-2.4	-2.2
Angola	7 077.3	66.7	84.9	77.1	67.9	0.7	-1.9	1.0	1.4	9.6	3.1	3.7	2.7
Moçambique	1 584.5	95.5	89.7	92.4	90.2	-5.0	-2.8	-2.2	-1.0	-32.9	-16.0	-39.3	-43.3

E – Estimativa; P – Previsão. Fontes: novobanco Research Económico, FMI, OCDE, Comissão Europeia, INE.

# novobanco

## **DTF – DEPARTAMENTO DE TESOURARIA E FINANCEIRO**

**Nuno Duarte**  
*DTF Managing Director*                      nuno.duarte@novobanco.pt

## **RESEARCH ECONÓMICO**

**Carlos Almeida Andrade**  
*Chief Economist*                      carlos.andrade@novobanco.pt

**Tiago Lavrador**                      tiago.lavrador@novobanco.pt

**Catarina Silva**                      catarina.silva@novobanco.pt

## **Distribuição – Clientes**

<b>Jorge Jesus</b>	jorge.jesus@novobanco.pt	+351 21 310 94 91
<b>Filipa Rodrigues</b>	filipa.rodrigues@novobanco.pt	+351 21 310 94 96
<b>Jorge Bastos</b>	jorge.bastos@novobanco.pt	+351 21 310 95 74
<b>Marco Pereira</b>	marco.pereira@novobanco.pt	+351 21 310 95 38
<b>Ricardo Oliveira</b>	ricardo.oliveira@novobanco.pt	+351 21 310 95 37
<b>Rita Martinho</b>	rita.vieira.martinho@novobanco.pt	+351 21 310 95 60