

- O BCE reduziu os juros de referência em 25 bps (taxa da facilidade de depósito em 3.25%). A autoridade monetária justificou a decisão com o facto de o processo de desinflação se encontrar “bem encaminhado”...
- ...e com o tom mais negativo dos indicadores de actividade conhecidos desde a última reunião, em Set, vendo os riscos para o crescimento enviesados no sentido negativo. O mercado espera descida dos juros até 2% em 2025.
- Esta semana, a Moody's poderá rever em baixa o *outlook* para o rating Aa2 atribuído a França.

## BCE reage a arrefecimento do *outlook* para a Zona Euro.

### BCE acelera cortes dos juros de referência, com descida mais rápida da inflação...

Como esperado, o BCE reduziu na semana passada os juros de referência em 25 bps, deixando a taxa da facilidade de depósito em 3.25% e a taxa de juro das operações principais de refinanciamento em 3.4%. A autoridade monetária justificou a decisão com o facto de o processo de desinflação se encontrar “bem encaminhado”. Recorde-se que os números finais de Setembro, divulgados na última semana, revelaram uma descida da inflação na Zona Euro ainda mais pronunciada que o esperado, de 2.2% para 1.7% YoY, tendo o registo *core* recuado de 2.8% para 2.7% YoY. Em parte, a evolução da inflação é explicada por efeitos de base favoráveis associados à forte subida dos preços da energia há um ano. Em todo o caso, a velocidade da descida terá surpreendido a autoridade monetária. A dissipação daquele efeito de base deverá resultar numa subida temporária da inflação nos meses finais de 2024. Mas a próxima revisão das projecções do BCE (em Dezembro) deverá sugerir que a meta dos 2% pode ser atingida mais cedo do que o anteriormente antecipado, na 1ª metade de 2025.

### ...e com sinais de um arrefecimento maior que o esperado da actividade na Zona Euro.

A segunda grande justificação apresentada pelo BCE para o corte dos juros foi uma preocupação crescente com o arrefecimento da actividade económica na Zona Euro. Especificamente, o BCE admitiu-se surpreendido com o tom mais negativo dos indicadores de actividade conhecidos desde a última reunião, em Setembro. A Presidente Lagarde defendeu que o BCE não espera uma recessão mas, tendo em conta a persistência de condições financeiras restritivas, os riscos para o crescimento são vistos como enviesados no sentido negativo. Lagarde insistiu na manutenção de uma postura *data dependent*. Contudo, parece evidente que a política monetária do BCE se encontra agora marcada por um *easing bias*. O mercado antecipa largamente cortes de 25 bps em todas as próximas reuniões (Dez'24 e Jan, Mar, Abr e Jun'25), até a taxa da facilidade de depósito atingir 2%, um nível considerado em torno do neutral. Os riscos encontram-se enviesados no sentido de uma ou duas descidas adicionais, no caso de um arrefecimento mais marcado da actividade na Zona Euro.

### Desequilíbrios orçamentais em França poderão levar Moody's a agir sobre o *rating*.

Dentro das preocupações com a Zona Euro, merecem particular atenção os desequilíbrios orçamentais em França, num contexto de instabilidade política (défice previsto para 2024 em torno de 6% do PIB, dívida pública superior a 112% do PIB e com uma dinâmica de subida). Depois de, este mês, a Fitch ter revisto para “negativo” o *outlook* para o *rating* soberano de França (AA-), esta semana as atenções centram-se na análise da Moody's sobre a economia francesa, com o *outlook* “estável” para a notação Aa2 sob pressão (o mesmo se podendo dizer do próprio *rating*). As previsíveis dificuldades de aprovação de cortes na despesa pelo Governo deverão manter o défice e a dívida pressionados em alta, alimentando tensões com a CE (no âmbito do Procedimento por Déficit Excessivo) e riscos negativos para os títulos de dívida pública franceses nos mercados, onde o *spread* nos 10Y supera já Portugal e Espanha.



### A Última Semana

- BCE cortou taxas directoras em 25 bps (taxa da facilidade de depósito em 3.25%), citando o recuo mais rápido que o esperado da inflação e o aumento dos riscos negativos para o crescimento.
- Nos EUA, as vendas a retalho cresceram mais que o esperado em Set. *Jobless claims* recuaram.
- No Reino Unido, inflação caiu de 2.2% para 1.7% YoY em Set, ou de 3.6% para 3.2% *core*, mais que o esperado, aumentando expectativas de cortes de juros.
- PIB da China cresceu 4.6% YoY no 3Q (4.7% no 2Q). Produção industrial e vendas a retalho de Set superaram expectativas. Comércio externo desilude.
- Inflação do Japão desceu de 3% para 2.5% YoY, como esperado.



### Esta semana

- China reduz *Loan Prime Rates* a 1 e 5 anos em 25 bps, para 3.1% e 3.6%, respectivamente.
- Na Zona Euro, PMIs de Out devem sinalizar queda da actividade industrial (mas a estabilizar) e desaceleração dos serviços. Confiança no consumo relativamente estável.
- Fed publica o *Beige Book*.
- Reunião anual do FMI. Divulgação do *World Economic Outlook*. Cimeira dos BRICS na Rússia.
- Tesla, GM, IBM, Mercedes-Benz e Coca-Cola apresentam resultados.

## ECONOMIA GLOBAL



## Consumo robusto nos EUA. Inflação cai mais que o esperado na Zona Euro.

- **EUA** Os indicadores recentes continuam a suportar o cenário de um *soft landing*. Em Set, as vendas a retalho cresceram 0.4% MoM e 1.7% YoY (vs. 0.1% MoM e 2.2% YoY em Ago). Os *jobless claims* recuaram na semana até 12 Out.
- **ZONA EURO** O processo de desinflação em curso ficou mais evidenciado pela evolução dos preços em Setembro, que foi revista em baixa. A inflação homóloga desceu de 2.2% para 1.7% (e de 2.8% para 2.7% em termos *core*).
- **CHINA** A economia chinesa acelerou no 3º trimestre, ao crescer 0.9% QoQ. A evolução da produção industrial e das vendas a retalho em Setembro superou as expectativas, sugerindo uma recuperação da actividade.

## EUA: Vendas a retalho crescem mais que o esperado.

A maioria dos indicadores recentes continua a descrever uma actividade relativamente sólida, suportando o cenário de um *soft landing*. Em Setembro, as vendas a retalho cresceram 0.4% MoM, vs. 0.1% no mês anterior e acima do esperado. Em termos homólogos, o crescimento foi de 1.7%, após 2.2% em Agosto (neste caso, fruto de uma revisão em alta), prolongando a tendência gradual de abrandamento observada desde Março passado. Em termos mensais, as maiores subidas registaram-se nas componentes do vestuário, saúde e alimentação. Electrodomésticos, mobiliário e combustíveis registaram as maiores quedas. Outro sinal positivo sobre a economia foi visível no recuo dos pedidos iniciais de subsídios de desemprego na semana até 12 Out, de 260 mil para 241 mil, muito abaixo do esperado. Esta descida desafiou a expectativa de um aumento associado aos impactos da *hurricane season* na economia americana.

## Vendas a retalho (% YoY)

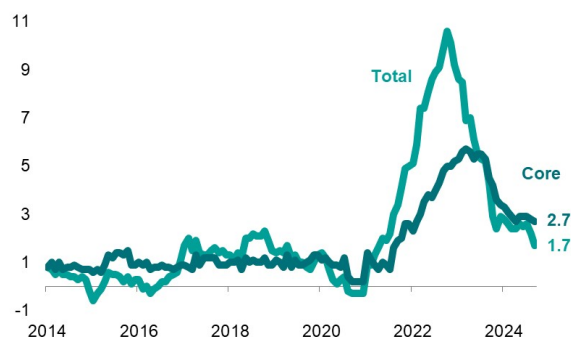


Fonte: Bloomberg.

## Zona Euro: Inflação de Setembro revista em baixa.

Tal como esperado, o BCE anunciou a 3ª descida dos juros de referência (reduzindo a taxa da facilidade de depósito para 3.25%). O processo de desinflação em curso ficou ainda mais evidenciado pela evolução dos preços em Setembro, que foi revista em baixa. A inflação homóloga desceu de 2.2% para 1.7% (e de 2.8% para 2.7% em termos *core*). É antecipada uma subida nos próximos meses, devido a efeitos estatísticos de base relacionados com a evolução dos preços da energia mas, depois, o regresso abaixo de 2% na 1ª metade de 2025. Foram também reconhecidos os sinais de debilidade da actividade e da confiança empresarial, que sugerem uma desaceleração clara desde o Verão. Esta semana merece destaque a divulgação (5ª feira) dos índices PMI para a actividade na indústria e nos serviços em Outubro.

## IPC – Taxa de inflação homóloga (%)



Fonte: Bloomberg.

## China: Actividade em aceleração no final do 3º trimestre.

A economia chinesa acelerou no 3º trimestre, ao crescer 0.9% QoQ (após 0.5% no 2Q). Em termos homólogos, o PIB cresceu 4.6%. A evolução da produção industrial e das vendas a retalho em Setembro superou as expectativas, sugerindo uma recuperação da actividade (para 5.4% e 3.2% YoY, respectivamente). O sentimento dos investidores foi também impulsionado pelo anúncio, pelo banco central, de um novo instrumento que permitirá conceder crédito às empresas não-financeiras e aos seus principais accionistas para a aquisição de acções, o que visa animar o mercado, bem como pelo anúncio de cortes de 25 bps na *1-Year Loan Prime Rate*, para 3.1%, e na *5-Year Loan Prime Rate*, para 3.6%. O PBoC referiu também a possibilidade de o rácio de reservas dos bancos ser aliviado de novo no 4Q.

## Produção industrial e vendas a retalho (% YoY)



Fonte: Bloomberg.

## ECONOMIA PORTUGUESA

## Excedente das contas externas com forte melhoria em Jan-Ago 2024.

- Em Jan-Ago'24, o saldo conjunto das Balanças Corrente e de Capital atingiu um excedente de EUR 6.9 bn (vs. EUR 4 bn no mesmo período em 2023), com a diminuição do défice da balança de bens e o aumento do excedente nos serviços.
- A taxa de juro implícita no crédito à habitação recuou, em Set'24, de 4.417% para 4.362%, prolongando a tendência decrescente observada desde Fev'24. Ainda assim, a prestação média mensal aumentou em EUR 18 YoY, para EUR 404.

### Melhoria do excedente das contas externas.

No período Jan-Ago'24, o saldo conjunto das Balanças Corrente e de Capital atingiu um excedente de EUR 6.9 mil milhões. Este valor corresponde a um aumento face aos EUR 4 mil milhões registados no mesmo período em 2023 e traduz um reforço da capacidade líquida de financiamento da economia portuguesa. Esta evolução reflecte diversos factores, incluindo: (i) uma diminuição do défice da Balança de Bens, beneficiando, sobretudo, do aumento das exportações; (ii) o aumento do excedente da Balança de Serviços, com a melhoria de EUR 1284 milhões no saldo de viagens e turismo; (iii) a diminuição do défice da balança de rendimento primário; (iv) o aumento do excedente da balança de rendimento secundário; e (v) a diminuição do excedente da balança de capital (neste caso sobretudo com a diminuição dos recebimentos líquidos associados a activos não produzidos, não financeiros – em particular licenças de emissão de carbono e passes de atletas).

### Taxa de juro implícita no crédito à habitação prolonga descida.

De acordo com informação do INE, a taxa de juro implícita no crédito à habitação recuou, em Set'24, de 4.417% para 4.362%, prolongando a tendência decrescente observada desde Fev'24. Nos contratos celebrados nos últimos 3 meses, a descida foi de 3.665% para 3.569%. Esta evolução não impediu um aumento homólogo da prestação média mensal em EUR 18, para EUR 404 (o que poderá reflectir o aumento do capital médio em dívida, dada a evolução dos preços da habitação, e/ou a maior adesão a regimes mistos, que se iniciam num período de taxa fixa). Nos contratos celebrados nos 3 meses mais recentes, a prestação média mensal subiu EUR 5, para EUR 622 euros.

### Principais Indicadores Económicos

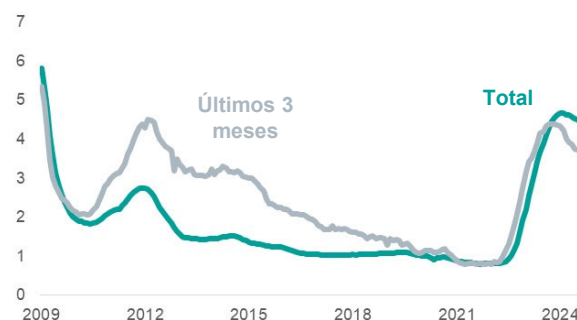
var. anual (%), exc. quando indicado	2022	2023 <sup>E</sup>	2024 <sup>P</sup>	2025 <sup>P</sup>
PIB	7.0	2.5	2.0	2.0
Consumo Privado	5.5	1.9	2.2	1.3
Consumo Público	1.7	0.6	1.3	1.3
Investimento	3.3	3.6	3.6	5.1
Exportações	17.2	3.5	3.3	3.9
Importações	11.3	1.7	4.1	4.0
Inflação Média Anual	7.8	4.3	2.3	2.0
Saldo Orçamental (% PIB)	-0.3	1.2	0.3	0.2
Dívida Pública (% PIB)	111.2	97.9	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.

### Saldo conjunto das balanças corrente e de capital (EUR milhões)



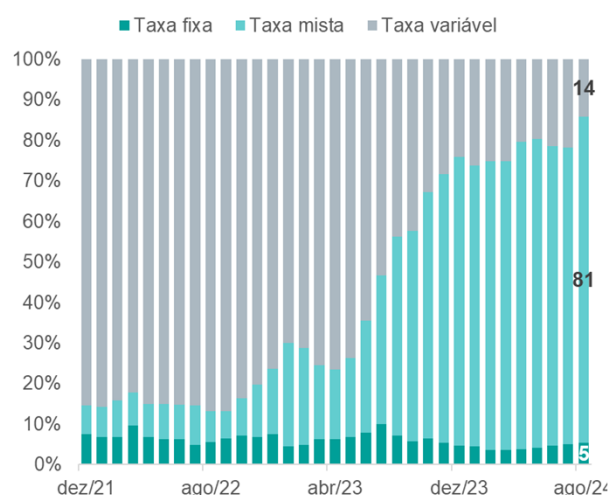
### Taxa de juro implícita nos contratos de crédito à habitação (%)



Fonte: INE.

### Zoom

#### Novos empréstimos à habitação, por regime (% do total)



Fonte: Banco de Portugal.

## MERCADOS – Juros e Câmbios



## Dólar aprecia, com consumo forte nos EUA e cenário de vitória de Trump.

- As *yields* da dívida na Zona Euro recuaram, na semana em que o BCE anunciou a 3ª descida dos juros do actual ciclo. Nos EUA, as *yields* dos Treasuries avançam no início desta semana, depois da aceleração das vendas a retalho nos EUA.
- O dólar prossegue o movimento de apreciação, beneficiando da robustez da actividade e emprego nos EUA e do aumento da probabilidade de vitória de Donald Trump nas eleições presidenciais de 5 de Novembro.

## Taxas de Juro

## Taxas da Zona Euro em queda.

O principal evento da passada semana foi o anúncio, pelo BCE, da 3ª descida das taxas de juro de referência do actual ciclo, situando-se agora a taxa da facilidade de depósito em 3.25%. A decisão era amplamente esperada pelo mercado, mas o facto de o BCE ter reconhecido a fraqueza dos dados de actividade desde o Verão e de antecipar o regresso da inflação homóloga a níveis inferiores a 2% já na primeira metade de 2025 consolidou a expectativa de continuação de cortes graduais dos juros de referência ao longo dos próximos meses. Neste contexto, as *yields* da dívida pública alemã desceram na semana, e de forma mais acentuada nos prazos mais curtos. Refira-se também o novo estreitamento dos *spreads* da dívida das economias da periferia da Zona Euro face à Alemanha (no caso de Portugal, para 45 bps a 10 anos). Nos EUA, as taxas desceram de forma mais contida, exibindo uma subida expressiva já no início desta semana, na sequência do comportamento mais robusto que o esperado das vendas a retalho e da queda dos novos pedidos de subsídio de desemprego. As *yields* dos Treasuries a 2 e a 10 anos avançam, assim, para 3.99% e 4.12%, respectivamente.

## Câmbios

## Dólar prossegue apreciação gradual.

O dólar prosseguiu, na passada semana, o movimento de apreciação das semanas anteriores, ascendendo, em termos efectivos, ao nível mais forte desde 2 de Agosto. O avanço do dólar acompanha a expectativa de que a actuação do Fed no corte dos juros de referência será menos agressiva, com os dados relativos às vendas a retalho de Setembro e o recuo dos pedidos de subsídio de desemprego na última semana a consolidarem o cenário de um *soft landing* da economia norte-americana.

O avanço do dólar tem acompanhado também a subida das intenções de voto em Donald Trump nas sondagens para as eleições presidenciais dos EUA de 5 de Novembro. O reforço da probabilidade de vitória de Trump, com a sua defesa da introdução de novas tarifas sobre as importações, tende a favorecer a divisa americana no curto prazo. Pelo contrário, o peso mexicano perdeu 3% face ao dólar na semana, penalizado pela maior probabilidade de vitória de Trump. A cotação EUR/USD recua para cerca de 1.085 (nível mais baixo desde o início de Agosto), influenciada também pela expectativa de uma trajectória de descida gradual dos juros de referência pelo BCE ao longo dos próximos meses.

		18/10/2024			
DÍVIDA PÚBLICA		2Y	5Y	10Y	30Y
<b>Alemanha</b>					
	Yield	2.108	2.018	2.183	2.500
	Var. Semanal	-13	-10	-8	-6
	Var. YTD	-30	7	16	24
<b>EUA</b>					
	Yield	3.948	3.878	4.083	4.392
	Var. Semanal	-1	-2	-2	-2
	Var. YTD	-30	3	20	36
<b>Portugal</b>					
	Yield	2.141	2.158	2.621	3.354
	Var. Semanal	-10	-14	-16	-13
	Var. YTD	-31	-11	-4	4

		2Y	5Y	10Y	30Y
<b>SWAPS</b>					
<b>Europa</b>					
	Yield	2.295	2.235	2.362	2.261
	Var. Semanal	-14	-13	-11	-7
	Var. YTD	-50	-20	-13	-8
<b>EUA</b>					
	Yield	3.752	3.561	3.618	3.579
	Var. Semanal	-1	-1	-1	-1
	Var. YTD	-31	3	14	26

M. MONETÁRIO		1m	3m	6m	12m
<b>Euribor</b>					
	Spot	3.147	3.201	3.028	2.709
	Var. YTD	-70	-71	-83	-80
<b>SOFR USD</b>					
	Spot	4.759	4.632	4.444	4.132
	Var. YTD	-60	-70	-71	-64

CRÉDITO	SPOT	Var. Semanal	Var. YTD
<b>iTraxx (EUR)</b>			
Main	55.3	-2.6	-5.6
Crossover	299.2	-2.8	-4.6
Financeiras			
Sénior	61.9	-4.1	-8.4
Subordinadas	61.9	-4.1	-8.4

CÂMBIOS	SPOT	Var. Semanal	Var. YTD
EUR / USD	1.09	-0.7	-1.8
EUR / GBP	0.83	-0.5	-3.9
GBP / USD	1.30	-0.2	2.2
EUR / CHF	0.94	0.3	1.2
USD / CNY	7.10	0.5	0.0
USD / JPY	149.42	0.3	6.1
EUR / NOK	11.87	1.5	6.0
USD / BRL	5.69	1.5	17.3
EUR / AOA	997.70	-0.8	7.7

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



## Ouro e acções americanas prosseguem em máximos.

- A notícia de Israel não tenciona atacar as infraestruturas petrolíferas iranianas fomentou o alívio dos receios de disrupção da oferta de *crude*, pressionando em baixa as cotações. Procura por activos de refúgio leva ouro a máximos.
- A generalidade dos índices de acções voltou a valorizar, favorecida pelo tom relativamente positivo da *earnings season*, por sinais de resiliência da economia americana e por indicadores de actividade mais fortes que o esperado na China.

## Commodities

## Tensão no Médio Oriente leva ouro a novos máximos.

A notícia de que Israel não tenciona atacar as infraestruturas petrolíferas iranianas fomentou o alívio dos receios de disrupção da oferta de *crude*, pressionando em baixa as cotações na última semana. Do lado da procura, os indicadores também favoreceram um alívio dos preços, com destaque para a queda de 10.7% YoY das importações de petróleo da China em Setembro. Neste contexto, e apesar de alguma recuperação no final da semana (que prossegue esta 2ª feira), o Brent recuou 7.6% e o WTI desvalorizou 8.4%. Nos metais, o ouro volta a atingir um novo máximo histórico de USD 2735/onça esta 2ª feira, suportado pela procura por activos de refúgio, perante a tensão elevada no Médio Oriente.

## Acções

## Earnings season continua a suportar acções.

A generalidade dos índices de acções voltou a valorizar, favorecida pelo tom relativamente positivo da *earnings season*, por sinais de resiliência da economia americana e por indicadores de actividade mais fortes que o esperado na China. Nas tecnológicas, a ASML emitiu um *profit warning* inesperado, mas a TSMC apresentou resultados mais fortes que o estimado pelos analistas. A Merck confirmou o seu *guidance* para os resultados e o Nordea Bank anunciou um novo programa de *share buyback*. No consumo, as notícias foram menos positivas, com a Nestlé a rever em baixa o *outlook* e a LVMH a revelar a primeira queda de vendas desde a pandemia, penalizadas sobretudo pelo mercado chinês. A Nokia reportou um aumento de 9% no resultado operacional, mas cortou as previsões de resultados para o ano. Esta semana serão conhecidas as contas da GE, General Motors (terça), Boeing, Coca-Cola, IBM, Tesla (4ª), Colgate-Palmolive e Mercedes-Benz (6ª).

18/10/2024

COMMODITIES	SPOT	Var. Semanal	Var. YTD
Brent	73.1	-7.6	-5.2
WTI	69.2	-8.4	-3.4
Gás Natural (EUA)	2.3	-14.2	-26.9
Gás Natural (Europa)	39.2	-1.7	21.2
Ouro	2 721.5	2.4	31.9
Cobre	9 625.5	-1.7	12.5
Alumínio	2 612.0	-0.8	9.6
Índice CRB Metals	1 072.2	-1.8	3.9
Milho	404.8	-2.6	-19.6
Trigo	572.8	-4.4	-14.4
Soja	970.0	-3.5	-22.1
Café	257.3	2.1	36.6
Cacau	7 450.0	-3.7	89.4
Índice CRB Food	500.8	-1.4	7.6

ACÇÕES	SPOT	Var. Semanal	Var. YTD
Dow Jones	43276	1.0	14.8
S&P 500	5 865	0.9	23.0
Nasdaq	18 490	0.8	23.2
Russell 2000	2 276	1.9	12.3
Euro Stoxx 600	525	0.6	9.6
PSI	6 674	-1.2	4.3
IBEX 35	11 925	1.8	18.0
FTSE MIB	35 204	2.6	16.0
DAX	19 657	1.5	17.3
CAC 40	7 613	0.5	0.9
FTSE 100	8 358	1.3	8.1
Nikkei 225	38 982	-1.6	16.5
Bovespa	130 499	0.4	-2.7
Shanghai Composite	3 262	1.4	9.6
Hang Seng China	20 804	-2.1	22.0
MSCI World (EUR)	353	1.4	20.5
MSCI Emergentes	208	1.9	22.9

VOLATILIDADE	SPOT	Var. Semanal	Var. YTD
VIX	18.0	-11.9	44.8
VSTOXX	17.3	-6.6	27.1

EURO STOXX 600	SPOT	Var. Semanal	Var. YTD
Banking	208	1.9	22.9
Chemicals	1315	-0.4	1.5
Health Care	1215	0.8	14.5
Retail	478	1.1	18.5
Telecoms	237	3.6	20.5
Oil & Gas	340	-2.4	-4.5
Utilities	415	2.8	5.7
Technology	792	-4.2	4.1
Insurance	415	1.7	19.6
Autos	566	1.1	-9.8
Industry	898	1.7	16.0

S&P 500	SPOT	Var. Semanal	Var. YTD
Info Technologies	4527	0.8	33.3
Health Care	1785	-0.6	12.2
Financials	792	2.4	26.5
Communications	316	0.3	28.3
Consumer Discretionary	1596	1.2	12.5
Industry	1177	0.6	22.0
Consumer Staples	881	0.6	15.6
Energy	695	-2.6	8.6
Utilities	416	3.4	29.3
Real Estate	281	3.0	11.5
Materials	617	1.9	14.3

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


**Moody's poderá rever em baixa outlook para o rating de França.**

- Nos EUA, Fed publica *Beige Book* e será conhecida evolução das vendas de novas habitações (5ª) e de encomendas de bens duradouros (6ª). Em Washington, terá lugar a reunião anual do FMI, com a divulgação do *World Economic Outlook*.
- Na Zona Euro, PMIs poderão sinalizar nova queda da actividade industrial e desaceleração dos serviços em Outubro. *Earnings season* acelera (Tesla, GM, IBM e GE). Moody's poderá rever em baixa o outlook para rating de França.

## Agenda da Semana – Principais eventos e indicadores

Região	Data		Período	Estimado	Actual	Anterior
EUA	Out. 23	Fed divulga <i>Beige Book</i>				
	Out. 24	Novos pedidos de subsídio desemprego (milhares)	Out. 19	240		241
	Out. 24	Vendas de novas habitações – mensal (%)	Set.	-0.4		-4.7
	Out. 25	Encomendas de bens duradouros – mensal (%)	Set.	-1.0		0.0
Zona Euro	Out. 23	Confiança dos consumidores (pontos)	Out.	-12.1		-12.9
	Out. 24	Índice PMI Manufacturing (pontos)	Out. E	45.3		45.0
	Out. 24	Índice PMI Serviços (pontos)	Out. E	51.2		51.4
	Out. 24	Índice PMI Compósito (pontos)	Out. E	49.6		49.6
Alemanha	Out. 21	IPP – mensal / homóloga (%)	Set.	-0.2 / -1.2	-0.5 / -1.4	0.2 / -0.8
	Out. 25	Índice IFO de clima empresarial (pontos)	Out.	85.9		85.4
França	Out. 25	Agência Moody's pronuncia-se sobre <i>rating</i> da dívida soberana				
Reino Unido	Out. 24	Índice PMI Manufacturing (pontos)	Out. E	51.7		51.5
	Out. 24	Índice PMI Serviços (pontos)	Out. E	52.4		52.4
	Out. 25	Índice GfK de confiança dos consumidores (pontos)	Out.	-21		-20
China	Out. 21	Banco Central anuncia <i>Loan Prime Rate</i> a 1 ano (%)*	Out. 21	3.15	3.10	3.35
	Out. 21	Banco Central anuncia <i>Loan Prime Rate</i> a 5 anos (%)*	Out. 21	3.65	3.60	3.85
Global	Out. 22	FMI publica novo <i>World Economic Outlook</i>				

## Indicadores e eventos económicos mais recentes

Região	Data		Período	Estimado	Actual	Anterior
EUA	Out. 17	Vendas a retalho – mensal (%)	Set.	0.3	0.4	0.1
	Out. 17	Novos pedidos semanais de subsídio desemprego (milhares)	Out. 12	259	241	260 (r+)
	Out. 17	Produção industrial – mensal (%)	Set.	-0.2	-0.3	0.3 (r-)
	Out. 18	Início de novas construções – mensal (%)	Set.	-0.4	-0.5	7.8 (r-)
	Out. 18	Licenças de construção – mensal (%)	Set.	-0.7	-2.9	4.6
Zona Euro	Out. 15	Produção industrial – mensal / homóloga (%)	Ago.	1.8 / -1.0	1.8 / 0.1	-0.5 / -2.1
	Out. 17	IPC – mensal / homóloga (%)	Set. F	-0.1 / 1.8	-0.1 / 1.7	0.1 / 2.2
	Out. 17	IPC core – homóloga (%)	Set. F	2.7	2.7	2.8
	Out. 17	BCE anuncia taxa da facilidade de depósito (%)*	Out. 17	3.25	3.25	3.50
Alemanha	Out. 15	Índice ZEW de expectativas para a economia (pontos)	Out.	10.0	13.1	3.6
Portugal	Out. 17	IPP – mensal / homóloga (%)	Set.	-	-1.0 / 0.9	0.0 / 2.0
Reino Unido	Out. 16	IPC – mensal / homóloga (%)	Set.	0.1 / 1.9	0.0 / 1.7	0.3 / 2.2
	Out. 16	IPC core – homóloga (%)	Set.	3.4	3.2	3.6
	Out. 18	Vendas a retalho – mensal / homóloga (%)	Set.	-0.4 / 3.2	0.3 / 3.9	1.0 / 2.3
China	Out. 14	Exportações – homóloga (%)	Set.	6.0	2.4	8.7
	Out. 14	Importações – homóloga (%)	Set.	0.8	0.3	0.5
	Out. 18	PIB – trimestral / homóloga (%)	3T	1.1 / 4.6	0.9 / 4.6	0.5 / 4.7
	Out. 18	Produção industrial – homóloga (%)	Set.	4.6	5.4	4.5
	Out. 18	Vendas a retalho – homóloga (%)	Set.	2.5	3.2	2.1
Japão	Out. 18	IPC – homóloga (%)	Set.	2.5	2.5	3.0

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

## MACRO VIEWS (1/2)



## ACTIVIDADE

**GLOBAL** Robustez do mercado de trabalho nos EUA desafia expectativas de arrefecimento. Novos estímulos reanimam *outlook* da China. Crescimento fraco na Zona Euro. Actividade industrial em contracção e serviços em desaceleração. Expectativa de abrandamento da actividade global em 2024 (cenário central de *soft landing*, mas riscos de recessão).

**EUA** PIB subiu 3% QoQ anualizado no 2Q'24 (1.4% no 1Q), com crescimento relativamente robusto da procura interna incluindo no caso do consumo privado. Expectativa de abrandamento em 2025 (*soft landing*).

**ZONA EURO** PIB cresceu 0.2% QoQ no 2Q'24, vs. 0.3% no 1Q. Indicadores recentes acentuam quadro de arrefecimento da actividade (indústria em contracção, serviços em abrandamento). Desemprego mantém-se baixo.

**PORTUGAL** PIB cresceu 0.2% QoQ e 1.6% YoY no 2Q'24 (0.6% QoQ e 1.4% YoY no 1Q). Variação trimestral suportada pela melhoria do investimento, enquanto o consumo privado desacelerou. Economia cresceu 2.5% em 2023, vs. 7% em 2022. Em 2024, espera-se um crescimento em torno de 1.7%-2%.

**CHINA** PIB cresceu 0.9% QoQ e 4.6% YoY no 3Q'24 (vs. 0.5% QoQ e 4.7% YoY no 2Q). Preocupações com o crescimento levaram autoridades a anunciar novos estímulos de política. Imobiliário, endividamento e deflação são riscos.



## INFLAÇÃO

**EUA** Inflação tem recuado desde Abril'24. Preços nos serviços *core* com sinais de alguma persistência e crescimento próximo de 5% YoY, impedindo uma descida mais rápida da inflação.

**ZONA EURO** Inflação recuou em Set'24, de 2.2% para 1.7% YoY. *Core* desceu 2.8% para 2.7% YoY, com inflação nos serviços em 3.9% e nos bens industriais ex-energia em 0.4%. Espera-se continuação gradual (mas não linear) de descida.

**PORTUGAL** Inflação subiu de 1.9% para 2.1% YoY em Set'24, subindo para 2.8% YoY a nível *core*. Preços da energia em queda e da alimentação não transformada em desaceleração. Inflação média recuou de 2.3% para 2.2%.



## BANCOS CENTRAIS

**EUA** Fed iniciou um novo ciclo de descida de juros em Set'24, com um corte de 50 bps, para 4.75%-5%, ainda que defendendo a robustez da economia americana. Mercado atenuou expectativas de cortes até ao final do ano, com dados robustos do mercado de trabalho. Vemos cortes graduais a prosseguirem em 2024 e 2025.

**ZONA EURO** BCE desceu a taxa da facilidade de depósito (DFR) em 25 bps em Set e Out'24, aliviando a restritividade monetária. Mantém-se postura cautelosa e *data dependent*. Mercado espera mais 1 corte de 25 bps em 2024 e 3 cortes adicionais em 2025. No âmbito do novo quadro operacional, corredor entre a taxa refi e a DFR foi reduzido para 15 bps.

**REINO UNIDO** Banco de Inglaterra cortou a *Bank rate* em 25 bps em Ago'24, para 5%, sugerindo uma postura cautelosa no ciclo de alívio dos juros. Mas com informação recente a revelar descida mais rápida da inflação, mercado antecipa a 100% um corte de 25 bps na Bank Rate em Novembro e atribui forte probabilidade a um 2º corte em Dezembro.



## 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. Subida em 2024 até Maio, superando 4.7%, com robustez da actividade e do mercado de trabalho e mensagem de paciência do Fed no corte de juros. Descida das *yields* a partir de Maio, para ~3.65%, com sinais de arrefecimento da economia. Recuperação para 4.1% em Out'24, com robustez do mercado de trabalho.

**ZONA EURO** *Yield* do Bund a 10 anos com oscilações em 2024. Subida acima de 2.6% até Junho. Descida a partir daí, para ~2.1%, 1º acompanhando os Treasuries e, depois, reflectindo o quadro de baixo crescimento. Ligeira subida em Out'24, para 2.2%. Pressão sobre o *spread* soberano de França, com incerteza política e orçamental. Contágio à periferia contido.

## MACRO VIEWS (2/2)



## CÂMBIOS

**EUA** Ganho do dólar na 1ª metade do ano (beneficiando da subida das *yields* dos Treasuries e do estatuto de activo de refúgio). Depreciação desde Jun'24 revertida em Out'24, reflectindo redução das expectativas de cortes de juros pelo Fed.

**ZONA EURO** Depreciação na 1ª metade de 2024, com desempenho fraco da economia europeia e receios sobre França. Ganhos pontuais a partir de Jun'24, mas euro voltou a cair com fraco desempenho da economia.

**REINO UNIDO** Libra em apreciação desde Maio, com cotação GBP/USD a regressar acima de 1.30. Apreciação YTD face ao euro, com Banco de Inglaterra cauteloso nos cortes de juros. Reacção positiva a uma maioria absoluta Labour na Câmara dos Comuns.

**CHINA** Apreciação recente face ao USD revertida com sinais de robustez da economia dos EUA. Persistência de problemas no sector imobiliário e cortes de taxas directoras 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. Incerteza política, com subida de forças euro-cépticas (França, Alemanha).

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



## 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 inexactidões 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)	(%)	Nov. 2024	Dez. 2024	Mar. 2025
EUA	<i>Fed funds rate</i>	18.09.2024	-50	4.75-5.00	4.50-4.75	4.25-4.50	4.00-4.25
Zona Euro	Taxa da facilidade de depósito	17.10.2024	-25	3.25	3.25	3.00	2.50
Reino Unido	<i>Bank rate</i>	01.08.2023	-25	5.00	4.75	4.75	4.50
Japão	<i>Policy-rate balance rate</i>	31.07.2024	+15	0.25	0.25	0.25	0.25
Brasil	Taxa <i>Selic</i>	18.09.2024	+25	10.75	11.00	11.25	11.50

Taxas de Câmbio		3 meses				12 meses	
Câmbio	18/10/2024	YTD (%)	Previsão	Forward	Previsão	Forward	
EUR / USD	1.087	-1.8	1.10	1.09	1.12	1.11	
EUR / GBP	0.833	-3.9	0.85	0.84	0.85	0.85	
EUR / JPY	162.37	4.2	159.50	161.04	151.20	158.65	
EUR / CHF	0.940	1.2	0.96	0.93	0.98	0.92	
EUR / PLN	4.304	-0.9	4.30	4.34	4.35	4.44	
EUR / AUD	1.620	0.1	1.62	1.62	1.60	1.65	
USD / JPY	149.42	6.1	145.00	147.59	135.00	143.48	
GBP / USD	1.304	2.2	1.29	1.30	1.32	1.30	
USD / BRL	5.693	17.3	5.50	5.76	5.40	6.05	
EUR / BRL	6.175	15.0	6.05	6.29	6.05	6.69	

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

País/Região	PIB nominal	Crescimento anual do PIB real (%)				Inflação, IPC (taxa média anual, %)				Taxa desemprego (% população activa)			
	(2023 <sup>E</sup> , USD Mil Milhões)	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	1.9	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	1.9	0.4	1.0	1.5	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	1.9	-0.3	-0.2	1.0	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	7.0	2.5	2.0	2.0	7.8	4.3	2.3	2.0	6.1	6.5	6.6	6.6
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	21.9	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	Divida Pública (%)				Saldo Orçamental (%)				Balança Corrente (%)			
	(2023 <sup>E</sup> , USD, PPP)	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	-6.1	-5.0	-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	111.2	97.9	94.5	93.7	-0.3	1.2	0.3	0.2	-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