

24 de Fevereiro a 2 de Março de 2025

- A CDU/CSU venceu as eleições na Alemanha, com 28.5% dos votos. Os resultados permitem uma coligação com o SPD, mas não asseguram uma maioria de 2/3 aos partidos *mainstream*, necessária para alterar a Constituição...
- ...e para reformar o *debt brake* (limite de 0.35% do PIB ao défice estrutural) ou financiar investimentos fora do Orçamento (Defesa, infraestruturas). A reacção do mercado foi positiva (ganhos do euro e do DAX), mas contida.
- Nos EUA, Scott Bessent admitiu que a inflação está a restringir (para já) alguns objectivos da Trumpnomics.

Alemanha e EUA: Os objectivos e a realidade.

A CDU-CSU venceu as eleições na Alemanha. Espera-se coligação com o SPD.

A CDU/CSU venceu as eleições na Alemanha, com 28.5% dos votos, seguida pela AfD (direita nacionalista, que duplicou a votação, para 20.6%), SPD (16.4%), Verdes (11.6%) e Die Linke (Esquerda socialista, 8.8%). BSW (esquerda nacionalista, 4.97%) e FDP (Liberais, 4.3%) não tinham atingido o mínimo de 5% para obterem representação parlamentar. Friedrich Merz, o próximo Chanceler, anunciou o objectivo de negociar uma coligação de Governo nos próximos 2 meses. Do lado positivo, e na perspectiva dos mercados, os resultados deverão permitir uma coligação a dois (com maior probabilidade, CDU-SPD), vista como uma solução mais estável do que coligações a três (como a do Governo cessante, incoerente e com diversos conflitos). Do lado negativo, os resultados não permitirão aos partidos *mainstream* atingir uma maioria de dois terços, necessária para alterações à Constituição, que permitam reformar o *debt brake* (limite de 0.35% do PIB ao défice estrutural) ou financiar investimentos estruturais fora do Orçamento.

Expectativa de maior suporte da política orçamental ao crescimento enfrenta desafios.

Neste sentido, a reacção inicial dos mercados relevou-se apenas moderadamente positiva (pequena apreciação do euro, ligeira valorização do DAX). Por um lado, os resultados eleitorais corresponderam aproximadamente às sondagens. Não se concretizou o risco de uma votação maior que esperada da AfD e a leitura do mercado é a de que um Governo CDU-SPD poderá mais facilmente durar 4 anos e focar-se em estimular a procura através da redução de impostos e de investimentos em infraestruturas e em Defesa. Por outro lado, a concretização destes estímulos apresenta-se como um desafio difícil. Para aprovarem alterações à Constituição, CDU, SPD e Verdes precisariam da AfD e/ou da Esquerda (Die Linke), mas estes dificilmente alinharão com os partidos *mainstream*, devendo opor-se, por exemplo, a aumentos da despesa em Defesa. Alguma incerteza sobre a capacidade de o novo Governo responder eficazmente aos desafios enfrentados pela economia alemã deverá manter-se. Para já, Merz elegeu como prioridade a "união da Europa" e o fortalecimento da sua Defesa. O mercado espera também um maior foco em políticas geradoras de ganhos de produtividade e de competitividade da economia alemã, bem como num maior suporte da política orçamental ao crescimento.

Secretário do Tesouro dos EUA reconhece que a inflação é uma restrição à Trumpnomics

O Secretário do Tesouro dos EUA, Scott Bessent, reforçou o objectivo de manutenção das *yields* de longo prazo em níveis contidos. De acordo com Bessent, a redução de impostos e a desregulamentação da actividade deverão impulsionar o crescimento dos EUA. E o aumento da oferta de energia (e descida do seu preço), em conjunto com as poupanças na despesa a alcançar pelo Department of Government Efficiency de Elon Musk, deverão permitir que esse crescimento não gere pressões inflacionistas, o que se traduziria numa descida dos juros de longo prazo. Esta estratégia enfrenta, contudo, vários desafios de execução. Entre eles, um mercado de trabalho "aquecido" e a ameaça permanente de tarifas têm alimentado uma subida das expectativas de inflação, o que condiciona a margem de manobra do Governo americano nos estímulos ao crescimento e restringe o objectivo de descida dos juros de longo prazo.



A Última Semana

- Sec. Tesouro dos EUA Bessent vê cortes da despesa e impostos, desregulamentação e aumento da oferta de energia como chaves para um crescimento com inflação baixa e *yields* contidas. Trump ameaçou a introdução de tarifas de 25% sobre autos, *chips* e *pharma* (a partir de Abril).
- Nos EUA, minutas da reunião de Jan confirmam Fed sem pressa de cortar juros e sugerem pausa no QT. Confiança no consumo caiu em Fev. Inflação esperada sobe. PMIs vêem actividade a desacelerar, via serviços.
- Na Zona Euro, PMIs de Fev vêem indústria em contracção (mas a estabilizar) e desaceleração nos serviços, com queda de emprego.
- No Reino Unido, inflação subiu em Jan para 3% YoY, mais que o esperado. *Core* estável em 3.7%. No Japão, inflação subiu para 4%



Esta semana

- CDU/CSU vence eleições na Alemanha (28.5%), seguida pela AfD (20.6%) e SPD (16.5%).
- Nos EUA, consumo pessoal terá desacelerado em Jan. Deflator *core* do consumo em 2.7% YoY.
- Na Zona Euro, sentimento económico terá recuado em Fev. Indicador de expectativas de inflação do BCE terá subido. 1ª estimativas de inflação de Fev na Alemanha, França e Espanha.
- Nvidia divulga resultados de 2024.

ECONOMIA GLOBAL



Novos sinais de persistência da inflação nos EUA e na Europa.

- **EUA** Os indicadores mais recentes apontam para uma deterioração da confiança dos consumidores e das empresas, em grande medida associada a um aumento das expectativas de inflação (mercado de trabalho “aquecido”, receio de tarifas).
- **ZONA EURO** Os índices PMI sinalizam uma desaceleração inesperada da actividade nos serviços em Fevereiro. A actividade da indústria terá permanecido em queda. Refira-se o aumento dos custos e dos preços finais dos serviços.
- **REINO UNIDO** A inflação homóloga subiu de 2.5% para 3% em Janeiro. O BoE tinha já projectado uma subida da inflação até ao 4º trimestre de 2025, mas estes dados suportam a ideia de alguma persistência de pressões inflacionistas.

EUA: Expectativas de inflação penalizam confiança.

Com os estímulos ao crescimento da Trumponomics ainda sem concretização prática, vão-se tornando mais visíveis os receios e os efeitos da persistência de uma inflação ainda acima das metas. O registo final do indicador da Universidade de Michigan revelou uma queda da confiança dos consumidores maior do que a inicialmente estimada em Fev, com a inflação esperada a 1 ano a subir para 4.3%, com uma deterioração do *outlook* para as finanças pessoais e para a economia, e uma avaliação mais negativa das condições de aquisição de bens duradouros. Por seu lado, o PMI Compósito recuou em Fev de 52.7 para 50.4 pontos, sugerindo uma actividade próxima da estagnação. Esta evolução resultou de um abrandamento da actividade nos serviços, que anulou uma recuperação da actividade industrial (com esta a ser atribuída, em parte, a um aumento pontual de encomendas em antecipação a eventuais tarifas). De referir, ainda, o reporte de um aumento dos custos com *inputs*.

Indicador de confiança dos consumidores (Univ. Michigan)



Fonte: Bloomberg.

Zona Euro: Desaceleração inesperada dos serviços em Fevereiro.

Os índices PMI sinalizam uma desaceleração inesperada da actividade nos serviços na Zona Euro no mês de Fevereiro, com o respectivo índice a recuar de 51.3 para 50.7 pontos. A actividade da indústria terá permanecido em queda, embora menos intensa que o esperado. O índice PMI compósito manteve-se inalterado face a Janeiro (50.2), desempenho aquém do esperado e que sublinha a fragilidade da actividade económica da Zona Euro. Deve notar-se que a evolução na Alemanha superou as expectativas, o que contrasta com a forte deterioração sofrida em França, sobretudo nos serviços. No plano dos preços, registou-se um aumento dos custos e dos preços finais dos serviços, componente a que o BCE se mantém particularmente atento e onde persistem níveis elevados de inflação.

Índices PMI (pontos)



Fonte: Bloomberg.

Reino Unido: Inflação homóloga ascendeu a 3% em Janeiro.

Os preços no consumidor no Reino Unido tiveram em Janeiro uma evolução mais desfavorável que o esperado, tendo a taxa de inflação homóloga subido de 2.5% para 3%, com contributos dos transportes, combustíveis, alimentação e serviços (neste último caso com um registo de 5% YoY). A inflação *core* subiu de 3.2% para 3.7% YoY, neste caso em linha com o esperado. O Banco de Inglaterra tinha já projectado uma subida da inflação até ao 4º trimestre de 2025, antes de voltar a descer. Mas os números agora divulgados suportam a ideia de alguma persistência de pressões inflacionistas, que se poderão traduzir num quadro de juros elevados por mais tempo. Mantemos, no entanto, a expectativa de que a autoridade monetária britânica procederá a duas descidas adicionais da *Bank rate* até ao final do ano.

IPC – Taxa de inflação homóloga (%)



Fonte: Bloomberg.

ECONOMIA PORTUGUESA



Excedente das contas externas subiu para 3.3% do PIB em 2024.

- A capacidade líquida de financiamento (ou excedente do saldo conjunto das balanças corrente e de capital) subiu para 3.3% do PIB em 2024, um máximo histórico, beneficiando do aumento de 8.8% nas exportações de viagens e turismo.
- A posição de investimento internacional (*stock* das responsabilidades externas líquidas) passou de -72.5% para -58.5% do PIB, com um aumento dos activos superior ao dos passivos. A dívida externa líquida caiu de 52.6% para 44.5% do PIB.

Excedente das balanças corrente e de capital sobe para 3.3% do PIB.

Em 2024, a economia portuguesa registou um excedente das contas externas de EUR 9.3 mil milhões, ou 3.3% do PIB, uma melhoria face aos EUR 5.3 mil milhões, ou 2% do PIB, observados em 2023. A capacidade líquida de financiamento (ou excedente do saldo conjunto das balanças corrente e de capital) de 3.3% do PIB é a mais elevada em registo. Ela resulta, sobretudo, da melhoria da balança de serviços em EUR 2.7 mil milhões, para EUR 31.9 mil milhões, com as exportações a aumentarem 8.1%, vs. 6.8% nas importações. Como esperado, as exportações beneficiaram do forte dinamismo da componente de viagens e turismo, que aumentou 8.8% no ano, para EUR 27.7 mil milhões. Merecem destaque, também, as exportações de serviços de transportes (EUR 10.5 mil milhões) e os outros serviços fornecidos por empresas (EUR 10 mil milhões). Por seu lado, a balança de bens manteve, em 2024, o défice de EUR 25.3 mil milhões já observado em 2023, o que se traduziu numa redução de 9.5% para 8.9% do PIB. As exportações de bens cresceram 1.9%; as importações subiram 1.4%.

A dívida externa líquida reduziu-se de 52.6% para 44.5% do PIB.

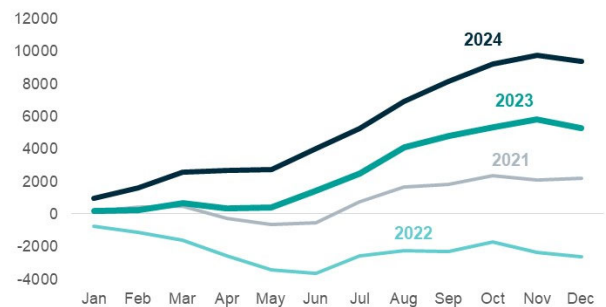
O saldo externo beneficiou, ainda, da diminuição do défice da balança de rendimento primário (melhoria do saldo nos juros). Já os excedentes das balanças de rendimento secundário (transferências) e de capital diminuíram ligeiramente face a 2023. A posição de investimento internacional (i.e. o *stock* das responsabilidades externas líquidas) passou de -72.5% para -58.5% do PIB, com um aumento dos activos superior ao dos passivos. A dívida externa líquida reduziu-se de 52.6% para 44.5% do PIB.

Principais Indicadores Económicos

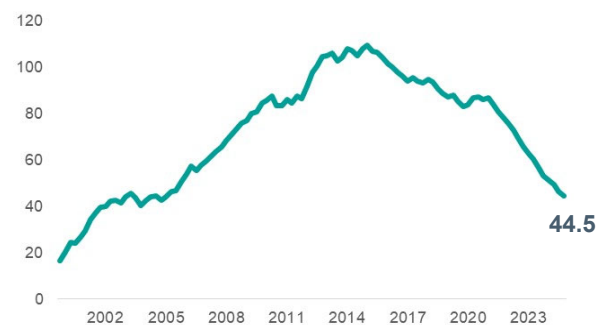
var. anual (%), exc. quando indicado	2022	2023	2024 ^P	2025 ^P
PIB	7.0	2.5	1.9	2.3
Consumo Privado	5.5	1.9	1.8	2.4
Consumo Público	1.7	0.6	1.4	1.7
Investimento	3.3	3.6	3.9	7.9
Exportações	17.2	3.5	3.6	2.5
Importações	11.3	1.7	4.6	4.8
Inflação Média Anual	7.8	4.3	2.4	1.9
Saldo Orçamental (% PIB)	-0.3	1.2	0.6	0.2
Dívida Pública (% PIB)	111.2	97.9	95.3	93.7
Desemprego (% pop. activa)	6.1	6.5	6.4	6.4
Saldo Externo (% PIB)	-1.0	1.9	3.3	3.9

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

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



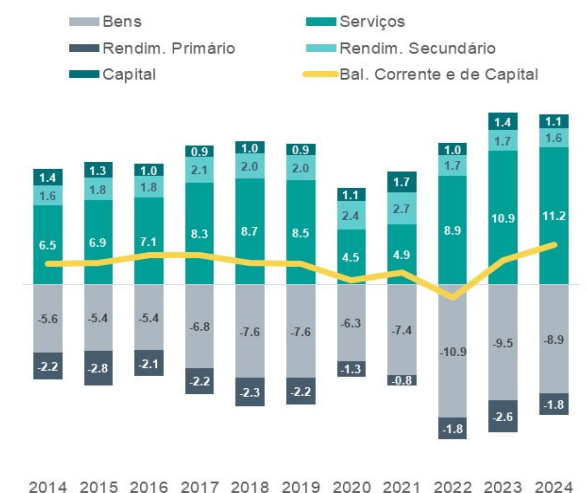
Dívida externa líquida (% PIB).



Fonte: Banco de Portugal.

Zoom

Saldo das balanças corrente e de capital (% do PIB)



Fonte: Banco de Portugal.

MERCADOS – Juros e Câmbios



Euro sobe com eleições na Alemanha. Inflação no Japão impulsiona iene.

- As *yields* das economias da Zona Euro nos prazos mais longos mantiveram-se sob pressão ligeiramente ascendente, reflectindo a expectativa de necessidade de aumento de investimento em Defesa pelos países europeus.
- O iene avançou 2% face ao dólar na semana, depois de conhecida a subida da inflação homóloga no Japão em Janeiro para 4%. O euro recuou, com a debilidade dos índices PMI, mas recupera após os resultados das eleições alemãs.

Taxas de Juro

Yields na Zona Euro prolongam subida ligeira.

As *yields* das economias da Zona Euro nos prazos mais longos mantiveram-se sob pressão ligeiramente ascendente, reflectindo a expectativa de necessidade de aumento de investimento em Defesa pelos países europeus. Após os resultados das eleições na Alemanha deste Domingo, as taxas da dívida alemã exibem grande estabilidade (com as *yields* a 2 e a 10 anos em 2.1% e 2.48%, respectivamente). No que respeita à actuação do BCE, o mercado mantém a expectativa de 3 cortes adicionais dos juros de referência até ao final do ano. Merece, no entanto, destaque a intervenção de Isabel Schnabel, da Comissão Executiva do BCE, defendendo a necessidade de a autoridade monetária começar a alterar a linguagem dos seus comunicados, considerando adequado sinalizar a necessidade de uma pausa da trajectória de cortes. Nos EUA, as *yields* prosseguiram a descida ligeira da semana anterior, com as taxas dos Treasuries a recuarem para 4.2% e 4.43% a 2 e a 10 anos. Relativamente à actuação do Fed, o mercado elevou a probabilidade de um segundo corte de 25 bps dos juros de referência até ao fim do ano de 56% para 78%.

Câmbios

Iene aprecia 2% na semana, com subida da inflação no Japão.

Destacou-se, na passada semana, o movimento de apreciação do iene, depois de conhecida a subida da inflação no Japão em Janeiro de 3.6% para 4% YoY, num contexto de aceleração da actividade. Ganha, assim, cada vez mais força o cenário de novas subidas dos juros de referência pelo Banco do Japão nos próximos meses, o que impulsionou a cotação do iene em 2% na última semana, fazendo-a regressar, face ao dólar, a níveis inferiores a USD/JPY 150.

Tendo o dólar apreciado numa primeira metade da semana, depois de Presidente Trump ter sinalizado a intenção de impor tarifas de pelo menos 25% sobre as importações de automóveis, semicondutores e medicamentos, a divisa norte-americana recuou no final da semana, com receios crescentes quanto ao impacto negativo sobre o crescimento das medidas de política da nova Administração. Assim, no conjunto da semana, o dólar manteve-se inalterado em termos efectivos. O euro recuou, com a debilidade da actividade sugerida pelos índices PMI referentes a Fevereiro, apreciando ligeiramente no início desta semana (para EUR/USD 1.0480), em reacção aos resultados das eleições na Alemanha deste Domingo (ver Capa).

21/2/2025

DÍVIDA PÚBLICA		2Y	5Y	10Y	30Y
Alemanha					
	Yield	2.105	2.241	2.470	2.721
	Var. Semanal	-1	2	4	4
	Var. YTD	2	9	10	12
EUA					
	Yield	4.198	4.273	4.431	4.679
	Var. Semanal	-6	-5	-4	-2
	Var. YTD	-4	-11	-14	-10
Portugal					
	Yield	2.091	2.333	2.913	3.616
	Var. Semanal	1	2	4	6
	Var. YTD	-16	9	6	17

SWAPS		2Y	5Y	10Y	30Y
Europa					
	Yield	2.235	2.296	2.414	2.277
	Var. Semanal	-3	-2	0	2
	Var. YTD	4	5	5	12
EUA					
	Yield	4.042	3.990	4.036	3.952
	Var. Semanal	-7	-5	-5	-3
	Var. YTD	-4	-5	-4	2

M. MONETÁRIO		1m	3m	6m	12m
Euribor					
	Spot	2.595	2.521	2.447	2.463
	Var. YTD	-25	-19	-12	0
SOFR USD					
	Spot	4.319	4.322	4.291	4.223
	Var. YTD	-1	2	4	5

CRÉDITO	SPOT	Var. Semanal	Var. YTD
iTraxx (EUR)			
Main	52.4	2.3	-9.3
Crossover	284.2	2.0	-9.3
Financeiras			
Sénior	56.1	-0.2	-12.0
Subordinadas	56.3	0.3	-11.9

CÂMBIOS	SPOT	Var. Semanal	Var. YTD
EUR / USD	1.05	-0.4	1.1
EUR / GBP	0.83	-0.7	0.1
GBP / USD	1.26	0.3	1.0
EUR / CHF	0.94	-0.5	0.0
USD / CNY	7.25	0.0	-0.7
USD / JPY	149.22	-2.0	-5.2
EUR / NOK	11.63	-0.3	-1.3
USD / BRL	5.73	0.6	-7.1
EUR / AOA	963.03	-0.5	0.8

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


Acentua-se diferencial de *performance* das acções europeias vs. EUA.

- O ouro prosseguiu, na passada semana, a trajectória de valorização, atingindo um novo máximo de USD 2954/onça. Os preços do petróleo recuaram, com os receios do impacto das medidas de Trump sobre a economia global.
- Os índices accionistas de referência dos EUA caíram na semana, em contraste com o bom desempenho dos mercados accionistas europeus, que mantêm assim uma *performance* superior à dos EUA desde o início do ano.

Commodities

Ouro prolonga valorização.

O ouro prolongou, ao longo da passada semana, a trajectória de valorização, renovando sucessivamente o respectivo máximo histórico, agora de USD 2954.8/onça. A elevada incerteza geopolítica continua a impulsionar a procura por ouro, favorecido também pela perspectiva de que os bancos centrais a nível global poderão continuar a incrementar as respectivas reservas. Por seu turno, os preços do petróleo têm vindo a flutuar, sem uma tendência bem definida. A possibilidade de o Curdistão iraquiano poder retomar as exportações de *crude* muito em breve e os receios do impacto das medidas da Administração Trump sobre o comércio e a economia global levaram a uma ligeira descida semanal dos preços.

COMMODITIES	SPOT	Var. Semanal	21/2/2025 Var. YTD
Brent	74.4	-0.4	-0.3
WTI	70.4	-0.5	-1.8
Gás Natural (EUA)	4.2	13.7	36.7
Gás Natural (Europa)	47.2	-6.9	-3.5
Ouro	2 936.1	1.9	11.9
Cobre	9 559.0	0.9	9.0
Alumínio	2 688.0	1.9	5.3
Índice CRB Metals	1 106.9	0.4	7.2
Milho	505.0	-0.7	8.4
Trigo	604.0	-1.5	7.4
Soja	1 057.3	0.4	3.4
Café	389.3	-4.5	23.6
Cacau	9 140.0	-11.5	-17.2
Índice CRB Food	528.1	-1.0	-0.2

Acções

Queda dos índices de referência dos EUA.

A última semana evidenciou a melhor *performance* que os mercados accionistas europeus têm apresentado desde o início do ano face aos mercados norte-americanos. A evolução desfavorável de vários indicadores do mercado imobiliário nos EUA veio juntar-se à queda das vendas a retalho em Janeiro conhecida na semana anterior, agravando os receios de desaceleração da actividade. Acresce que a importante retalhista Walmart apresentou um *outlook* para as vendas aquém das expectativas, sublinhando a grande incerteza actual, o que penalizou de forma clara o sentimento dos investidores. Os principais mercados accionistas europeus e asiáticos valorizaram na semana, merecendo destaque o anúncio de fortes resultados da chinesa Alibaba na 6ª feira. As acções da empresa valorizaram 14.6% na sessão, tendo favorecido todo o sector tecnológico chinês, que tem vindo a beneficiar do entusiasmo em torno do modelo de inteligência artificial da DeepSeek.

ACÇÕES	SPOT	Var. Semanal	Var. YTD
Dow Jones	43428	-2.5	2.1
S&P 500	6 013	-1.7	2.2
Nasdaq	19 524	-2.5	1.1
Russell 2000	2 195	-3.7	-1.6
Euro Stoxx 600	554	0.3	9.1
PSI	6 711	0.9	5.2
IBEX 35	12 952	0.0	11.7
FTSE MIB	38 421	1.2	12.4
DAX	22 288	-1.0	11.9
CAC 40	8 155	-0.3	10.5
FTSE 100	8 659	-0.8	6.0
Nikkei 225	38 777	-1.0	-2.8
Bovespa	127 128	-0.9	5.7
Shanghai Composite	3 379	1.0	0.8
Hang Seng China	23 478	3.8	17.0
MSCI World (EUR)	375	-0.9	2.7
MSCI Emergentes	252	2.6	18.6

VOLATILIDADE	SPOT	Var. Semanal	Var. YTD
VIX	18.2	23.3	5.0
VSTOXX	16.5	3.8	-3.1

EURO STOXX 600	SPOT	Var. Semanal	Var. YTD
Banking	252	2.6	18.6
Chemicals	1285	-0.9	8.1
Health Care	1182	2.3	8.3
Retail	452	-3.0	2.9
Telecoms	250	1.3	9.5
Oil & Gas	361	-1.3	7.9
Utilities	385	0.7	0.7
Technology	894	-0.9	10.3
Insurance	439	-0.2	7.1
Autos	601	-1.2	9.0
Industry	975	0.3	10.7

S&P 500	SPOT	Var. Semanal	Var. YTD
Info Technologies	4596	-1.8	-0.3
Health Care	1705	1.1	6.2
Financials	843	-2.0	4.8
Communications	358	-3.7	4.8
Consumer Discretionary	1769	-4.3	-3.4
Industry	1140	-2.1	2.2
Consumer Staples	907	0.9	6.2
Energy	689	1.1	5.2
Utilities	407	1.4	5.6
Real Estate	265	0.4	3.7
Materials	554	-2.0	4.6

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



Sinais de desaceleração do consumo nos EUA?

- Nos EUA, despesas de consumo pessoal e deflator *core* do consumo terão desacelerado em Jan. A confiança dos consumidores (Conference Board) terá recuado em Fev. Encomenda de bens duradouros com recuperação em Jan.
- Na Zona Euro, serão conhecidas as primeiras estimativas para a inflação de Fev na Alemanha, França e Espanha. A Comissão Europeia divulga as Previsões de Inverno e o indicador de sentimento económico.

Agenda da Semana – Principais eventos e indicadores

Região	Data	Período	Estimado	Actual	Anterior	
EUA	Fev. 25	Confiança dos consumidores (Conference Board)	Fev.	102.7	104.1	
	Fev. 26	Vendas de novas habitações – mensal (%)	Jan.	-3.3	3.6	
	Fev. 27	PIB – trimestral anualizada (%)	4T 2ª	2.3	3.1	
	Fev. 27	Encomendas de bens duradouros – mensal (%)	Jan.	2.0	-2.2	
	Fev. 27	Novos pedidos de subsídio desemprego (milhares)	Fev. 22	221	219	
	Fev. 28	Rendimento das famílias – mensal (%)	Jan.	0.4	0.4	
	Fev. 28	Despesa das famílias – mensal (%)	Jan.	0.2	0.7	
	Fev. 28	Deflator das despesas consumo pessoal – mensal / homóloga (%)	Jan.	0.3 / 2.5	0.3 / 2.6	
	Fev. 28	Deflator <i>core</i> despesas consumo pessoal – mensal / homóloga (%)	Jan.	0.3 / 2.6	0.2 / 2.8	
Zona Euro	Fev. 27	Índice de sentimento económico (pontos)	Fev.	96.0	95.2	
Alemanha	Fev. 24	Índice IFO de clima empresarial (pontos)	Fev.	85.8	85.2	85.2 (r+)
	Fev. 25	PIB – trimestral / homóloga (%)	4T F	-0.2 / -0.2	0.1 / -0.3	
	Fev. 28	Vendas a retalho – mensal / homóloga (%)	Jan.	0.0 / 1.7	-1.1 / 1.8	
	Fev. 28	IPC – mensal / homóloga (%)	Jan. E	0.4 / 2.3	-0.2 / 2.3	
França	Fev. 28	IPC – mensal / homóloga (%)	Jan. E	0.5 / 1.2	0.2 / 1.7	
Espanha	Fev. 27	IPC – mensal / homóloga (%)	Jan. E	0.4 / 3.0	0.2 / 2.9	
Portugal	Fev. 28	IPC – mensal / homóloga (%)	Jan. E	-	-0.5 / 2.5	
China	Mar. 01	Índice PMI Manufacturing (pontos)	Fev.	50.0	49.1	
	Mar. 01	Índice Non-Manufacturing (pontos)	Fev.	50.3	50.2	

Indicadores e eventos económicos mais recentes

Região	Data	Período	Estimado	Actual	Anterior	
EUA	Fev. 18	Índice Empire Manufacturing (pontos)	Fev.	0.0	5.7	-12.6
	Fev. 18	Índice NAHB de confiança no mercado da habitação (pontos)	Fev.	46	42	47
	Fev. 19	Início de novas construções – mensal (%)	Jan.	-7.3	-9.8	16.1 (r+)
	Fev. 19	Licenças de construção – mensal (%)	Jan.	-1.5	0.1	-0.7
	Fev. 19	Fed publica minutas da última reunião de política monetária	Jan. 29			
	Fev. 20	Novos pedidos de subsídio desemprego (milhares)	Fev. 15	215	219	214 (r+)
	Fev. 21	Índice PMI Manufacturing (pontos)	Fev. E	51.4	51.6	51.2
	Fev. 21	Índice PMI Serviços (pontos)	Fev. E	53.0	49.7	52.9
	Zona Euro	Fev. 20	Confiança dos consumidores (pontos)	Fev. E	-14.0	-13.6
Fev. 21		Índice PMI Manufacturing (pontos)	Fev. E	47.0	47.3	46.6
Fev. 21		Índice PMI Serviços (pontos)	Fev. E	51.5	50.7	51.3
Fev. 21		Índice PMI Compósito (pontos)	Fev. E	50.4	50.2	50.2
Alemanha	Fev. 18	Índice ZEW de expectativas (pontos)	Fev.	20.0	26.0	10.3
Portugal	Fev. 18	IPP – mensal / homóloga (%)	Jan.	-	-1.5 / -0.3	0.2 / 1.6
Reino Unido	Fev. 19	IPC – mensal / homóloga (%)	Jan.	-0.3 / 2.8	-0.1 / 3.0	0.3 / 2.5
	Fev. 19	IPC <i>core</i> – homóloga (%)	Jan.	3.7	3.7	3.2
	Fev. 21	Vendas a retalho – mensal / homóloga (%)	Jan.	0.5 / 0.7	1.7 / 1.0	-0.6 / 2.8
Japão	Fev. 20	IPC – homóloga (%)	Jan.	4.0	4.0	3.6

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

MACRO VIEWS (1/2)



ACTIVIDADE

GLOBAL Anúncio de novas tarifas pelos EUA alimenta receios de guerras comerciais, de fragmentação da economia global e de impactos adversos no crescimento e na inflação. Deterioração do *outlook* na Zona Euro. Actividade industrial em contracção e serviços em desaceleração. Expectativa de abrandamento da actividade global em 2025.

EUA PIB desacelerou para 2.3% QoQ anualizado no 4Q'24 (3.1% no 3Q), mas consumo privado e investimento residencial aceleraram, com crescimentos robustos. Economia americana cresceu 2.8% em 2024.

ZONA EURO PIB cresceu 0.1% QoQ no 4Q'24, vs. 0.4% no 3Q. Economia cresceu 0.7% em 2024. Indicadores recentes mantêm quadro de baixo crescimento (indústria em contracção, serviços em abrandamento). Desemprego contido.

PORTUGAL PIB cresceu 1.5% QoQ e 2.7% YoY no 4Q'24 (0.3% QoQ e 2% YoY no 3Q), acima do esperado. Economia cresceu 1.9% em 2024. Actividade suportada sobretudo pelo consumo privado. Investimento desacelerou. Contributo negativo da procura externa líquida. Para o conjunto de 2025, espera-se um crescimento em torno de 2%-2.3%..

CHINA PIB cresceu 1.6% QoQ e 5.4% YoY no 4Q'24 (vs. 1.3% QoQ e 4.6% YoY no 3Q). Preocupações com o crescimento levaram autoridades a anunciar novos estímulos de política. Imobiliário, endividamento e deflação são riscos.



INFLAÇÃO

EUA Inflação com sinais de persistência no início do ano, ainda acima das metas. Preços nos serviços mantêm subidas relativamente elevadas. Riscos de pressões inflacionistas numa 2ª presidência de Trump.

ZONA EURO Inflação subiu em Jan'25, de 2.4% para 2.5% YoY. *Core* estável em 2.7% YoY, com inflação nos serviços em 3.9% e nos bens industriais ex-energia em 0.5%. Espera-se descida em 2025.

PORTUGAL Inflação recuou de 3% para 2.5% YoY em Jan'25. *Core* desceu de 2.8% para 2.7% YoY. Preços da energia e da alimentação não processada desaceleraram para 2.4% YoY e 1.8% YoY. Inflação média anual estável em 2.4%.



BANCOS CENTRAIS

EUA Fed iniciou um novo ciclo de descida de juros em 2024, com cortes de 50 bps em Set, 25 bps em Nov e 25 bps em Dez, para 4.25%-4.5%. Pausa a partir de Jan 2025, sinalizando não haver pressa em novos cortes. Fed espera mais evidência de desinflação e arrefecimento do mercado de trabalho. Mercado espera 1-2 cortes em 2025.

ZONA EURO BCE desceu a taxa da facilidade de depósito (DFR) em 25 bps em Set, Out e Dez'24 e em Jan'25. Taxa da facilidade de depósito em 2.75%. Confiança na descida da inflação. Política vista como ainda restritiva. Mercado espera 3 cortes adicionais até final de 2025. Riscos enviesados no sentido de política mais expansionista.

REINO UNIDO Banco de Inglaterra cortou a *Bank rate* em 25 bps em Fev'25, para 4.5%, sugerindo uma postura cautelosa no ciclo de alívio dos juros. BoE vê inflação a subir até ao 3Q'25 (para ~3.7%), antes de convergir para os 2%. Mercado antecipa possibilidade de novo corte de 25 bps na *Bank Rate* em Maio.



JUROS DE MERCADO

EUA *Yield* do Treasury a 10 anos subiu ~100 bps desde mínimos de Set'24 até mid-Jan'25, para ~4.8%, com sinais de robustez do mercado de trabalho e consumo nos EUA. Descida para ~4.42% até Fev'25, com moderação da inflação, novos riscos para o crescimento e momentos de aversão ao risco nos mercados.

ZONA EURO Subida da *yield* do Bund a 10 anos de ~60 bps desde mínimos de Dez'24 até mid-Jan'25, para ~2.6%, acompanhando os Treasuries, mas de forma mais moderada. Descida para ~2.5% até Fevereiro, acompanhando os Treasuries, e reflectindo o quadro de baixo crescimento na Zona Euro/Alemanha. *Spreads* da periferia contidos.

MACRO VIEWS (2/2)



CÂMBIOS

EUA Depreciação *year-to-date* em termos efectivos, após início do ano a subir, com a moderação de expectativas sobre a Trumponomics (e.g. tarifas serão sobretudo arma negocial) e com alguns sinais de arrefecimento do consumo.

ZONA EURO Apreciação *year-to-date* face ao dólar, com menor optimismo sobre a economia dos EUA e, apesar de um BCE *dovish*, com expectativas de recuperação da actividade e melhor desempenho relativo do mercado accionista.

REINO UNIDO Após máximo anual em Set'24 (~GBP/USD 1.34), libra com tendência de depreciação face ao USD, com BoE relativamente menos *hawkish* que o Fed e receios sobre a situação económica e orçamental do Reino Unido.

CHINA Tendência de ligeira apreciação face ao USD em 2025 interrompida pelo anúncio de um reforço das tarifas impostas pelos EUA às importações oriundas da China. Divisa sob pressão com persistência de fragilidades na economia.



RISCOS

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

EUA Sobreaquecimento da economia com novos estímulos. Juros mais elevados, com inflação mais persistente, forçando uma postura mais restritiva do Fed. Desaceleração do consumo e recessão. Aumento de *defaults*. Correção do mercado. Queda dos *earnings* das empresas. Subida dos *spreads* de crédito HY. Correção do imobiliário. Mercado penaliza desequilíbrio das contas públicas. Aumento do desemprego. Tensões com China e Irão. Instabilidade política e social.

ZONA EURO Impactos de guerra comercial com os EUA e China. Inflação mais alta e persistente, política monetária restritiva, problemas na habitação. Impactos adversos da guerra na Ucrânia e no Médio Oriente. Disrupção na oferta de gás natural. Incerteza política, com subida de forças euro-cépticas (França, Alemanha). Crise orçamental e financeira em França.

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



CENÁRIO OPTIMISTA

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

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

Inflação mais persistente que o esperado força bancos centrais a manter ou subir taxas directoras. 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. 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 (guerras comerciais) e/ou EUA-Irão. 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)	(%)	Mar. 2025	Jun. 2025	Dez. 2025
EUA	<i>Fed funds rate</i>	18.12.2024	-25	4.25-4.50	4.25-4.50	4.00-4.25	3.75-4.00
Zona Euro	Taxa da facilidade de depósito	30.01.2025	-25	2.75	2.50	2.00	1.75
Reino Unido	<i>Bank rate</i>	06.02.2025	-25	4.50	4.50	4.25	4.00
Japão	<i>Policy-rate balance rate</i>	24.01.2025	+25	0.50	0.50	0.50	0.75
Brasil	Taxa <i>Selic</i>	29.01.2025	+100	13.25	14.25	15.00	15.00

Câmbio	21/2/2025		3 meses				12 meses	
	YTD (%)	Previsão	Forward	Previsão	Forward	Previsão	Forward	
EUR / USD	1.046	1.1	1.03	1.05	1.02	1.07		
EUR / GBP	0.827	0.1	0.82	0.83	0.83	0.84		
EUR / JPY	156.13	-4.2	159.65	155.29	147.90	153.42		
EUR / CHF	0.939	0.0	0.94	0.93	0.98	0.92		
EUR / PLN	4.159	-2.8	4.30	4.19	4.30	4.30		
EUR / AUD	1.642	-1.9	1.61	1.65	1.55	1.67		
USD / JPY	149.22	-5.2	155.00	147.71	145.00	143.62		
GBP / USD	1.265	1.0	1.26	1.26	1.23	1.26		
USD / BRL	5.732	-7.1	6.00	5.83	6.10	6.21		
EUR / BRL	5.967	-6.6	6.18	6.13	6.22	6.63		

PIB nominal, crescimento real do PIB, inflação e desemprego

País/Região	PIB nominal (2023 ^E , USD Mil Milhões)	Crescimento anual do PIB real (%)				Inflação, IPC (taxa média anual, %)				Taxa desemprego (%população activa)			
		2022	2023	2024 ^P	2025 ^P	2022	2023	2024 ^P	2025 ^P	2022	2023	2024 ^P	2025 ^P
Mundo	104 476.4	3.5	3.3	3.2	3.3	8.6	6.7	5.7	4.3				
EUA	26 949.6	1.9	2.9	2.8	2.1	6.5	3.9	2.8	2.2	3.6	3.6	4.1	4.4
China	17 700.9	3.0	5.2	5.0	4.6	1.9	0.2	0.3	1.0	5.6	5.2	5.1	5.1
Japão	4 230.9	1.2	1.5	0.1	1.1	2.5	3.3	2.2	2.0	2.6	2.6	2.5	2.5
União Europeia	18 351.1	3.7	0.6	0.9	1.4	9.3	6.3	2.6	2.3	6.2	6.1	6.1	5.9
Zona Euro	15 478.4	3.3	0.4	0.7	0.8	8.4	5.4	2.4	1.9	6.8	6.6	6.5	6.3
Alemanha	4 429.8	1.4	-0.3	-0.2	0.3	8.7	6.0	2.4	2.0	3.1	3.0	3.4	3.2
França	3 049.0	2.6	1.1	1.1	0.9	5.9	5.7	2.3	1.6	7.3	7.4	7.4	7.2
Itália	2 186.1	4.7	0.7	0.5	0.8	8.7	5.9	1.3	2.1	8.1	7.7	7.0	7.2
Espanha	1 582.1	6.2	2.7	3.2	2.4	8.3	3.4	2.8	1.9	13.0	12.2	11.6	11.2
Portugal	276.4	7.0	2.5	1.9	2.3	7.8	4.3	2.4	1.9	6.1	6.5	6.5	6.4
Reino Unido	3 332.1	4.8	0.3	1.1	1.5	9.1	7.3	2.6	2.1	3.9	4.0	4.3	4.1
Brasil	2 126.8	3.0	3.2	3.7	2.2	9.3	4.6	4.3	3.6	9.3	8.0	7.2	7.2
Índia	3 732.2	7.0	8.2	6.5	6.5	6.7	5.4	4.4	4.1	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Angola	93.8	4.2	1.0	2.4	2.8	21.4	13.6	28.4	21.3	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Moçambique	21.9	4.4	5.4	4.3	4.3	10.4	7.0	3.5	4.3	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.

País/Região	PIB per capita (2023 ^E , USD, PPP)	Dívida Pública (%)				Saldo Orçamental (%)				Balança Corrente (%)			
		2022	2023	2024 ^P	2025 ^P	2022	2023	2024 ^P	2025 ^P	2022	2023	2024 ^P	2025 ^P
EUA	80 412.4	118.6	118.7	121.0	124.1	-3.9	-7.1	-7.6	-7.3	-3.9	-3.3	-3.3	-3.1
China	23 308.8	77.4	84.4	90.1	93.8	-7.5	-6.9	-7.4	-7.6	2.5	1.4	1.4	1.6
Japão	52 119.6	256.3	249.7	251.2	248.7	-4.4	-4.2	-6.1	-3.0	2.1	3.6	3.8	3.6
União Europeia	56 974.8	83.9	82.1	82.7	83.2	-3.2	-3.5	-3.1	-3.1	1.0	2.8	3.3	3.2
Zona Euro	59 316.4	89.9	87.8	88.1	88.4	-3.5	-3.6	-3.1	-3.1	-0.3	1.6	2.6	2.4
Alemanha	66 037.8	64.8	62.7	62.7	62.1	-2.1	-2.6	-2.0	-1.7	4.2	6.2	6.6	6.4
França	58 765.1	111.1	109.9	112.3	115.3	-4.7	-5.5	-6.0	-5.9	-1.2	-1.0	0.1	-0.1
Itália	54 259.0	138.1	134.6	136.9	138.7	-8.1	-7.2	-4.0	-3.8	-1.7	0.0	1.1	1.4
Espanha	50 471.7	109.4	105.0	102.3	100.7	-4.6	-3.5	-3.0	-2.8	0.4	2.7	3.4	3.2
Portugal	45 227.0	111.2	97.9	95.3	93.7	-0.3	1.2	0.3	0.2	-1.1	1.4	2.0	2.3
Reino Unido	56 835.7	99.6	100.0	101.8	103.8	-4.7	-6.0	-4.3	-3.7	-2.1	-2.0	-2.8	-2.8
Brasil	20 078.9	83.9	84.7	87.6	92.0	-4.0	-7.6	-6.9	-7.3	-2.1	-1.0	-1.7	-1.8
Índia	9 183.4	81.7	83.0	83.1	82.6	-9.2	-8.3	-7.8	-7.6	-2.0	-0.7	-1.1	-1.3
Angola	7 077.3	56.1	73.7	59.3	52.1	0.6	-1.9	1.6	1.3	8.3	3.8	3.3	1.5
Moçambique	1 584.5	100.3	93.9	96.0	96.5	-5.1	-4.1	-4.2	-2.0	-36.4	-10.6	-29.9	-30.0

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

