

- O Fed manteve os juros de referência inalterados em 4.25%-4.5% e (na mediana) manteve a projecção de 2 cortes este ano. Ao mesmo tempo, reviu as projecções de crescimento em baixa, e as projecções da inflação em alta.
- O mercado interpretou a reacção do Fed como *dovish* (o Fed também reduziu o ritmo do QT). Mas a manutenção dos cortes de juros esperados, ao mesmo tempo que se espera *menos* crescimento, pode ser vista como *hawkish*.
- A elevada incerteza e os riscos “estagflacionistas” estão a dificultar a actuação do Fed e de outros bancos centrais.

Menos crescimento e mais inflação dificultam a vida ao Fed.

Fed manteve juros de referência e (na mediana) continuou a sinalizar 2 cortes este ano.

Como esperado, o Fed manteve, na semana passada, os juros de referência inalterados em 4.25%-4.5%. A autoridade monetária considera que a economia americana continua a expandir-se a um “ritmo sólido”. A taxa de desemprego foi descrita como tendo estabilizado em níveis baixos e a inflação como permanecendo “ligeiramente elevada”. O Fed destacou a ideia de que a incerteza quanto às perspectivas económicas tem vindo a aumentar. As projecções para o crescimento do PIB foram revistas em baixa (de 2.1% para 1.7% em 2025 e de 2% para 1.8% em 2026) e as projecções para a inflação foram revistas em alta (de 2.5% para 2.8% em 2025, no caso do deflator *core* das despesas de consumo pessoal, uma referência central de inflação para o Fed; o valor para 2026 manteve-se em 2.2%). A mediana das projecções para a taxa *fed funds* manteve-se inalterada, em 3.9% para 2025 e 3.4% para 2026, o que sugere, implicitamente, cerca de dois cortes de 25 bps este ano.

Mercado interpretou a reacção do Fed como *dovish*. Mas não é certo que o tenha sido.

A reacção inicial do mercado revelou-se favorável, interpretando a postura do Fed como essencialmente *dovish*. Em primeiro lugar, não se concretizou o receio de que, perante sinais de alguma persistência da inflação, o FOMC (comité de política monetária) pudesse assumir explicitamente uma postura mais *hawkish* (por exemplo, com uma subida na mediana das projecções para os juros). Em segundo lugar, o Fed decidiu abrandar o ritmo de redução da compra de activos (i.e. um *quantitative tightening* mais lento). Neste sentido, o mercado continuou a antecipar perto de três cortes de 25 pontos base este ano (descontando a 100% esses três cortes até ao 1Q'26). Esta interpretação de um Fed *dovish* poderá, contudo, não ser assim tão evidente. A *média* da taxa *fed funds* projectada para o final de 2025 aumentou, uma vez que o número de membros do FOMC que esperavam um número mais elevado de cortes diminuiu e o número dos que esperavam apenas um corte ou nenhum aumentou. Assim, na verdade o Fed terá projectado uma menor disponibilidade para reduzir os juros, mesmo assumindo-se mais pessimista em relação ao crescimento. Esta postura poderia ser interpretada como mais *hawkish*. Dito isto, vemos a reacção do Fed a reflectir, acima de tudo, os níveis muito elevados de incerteza, que dificultam um *forward guidance* claro.

Incerteza e potenciais sinais “estagflacionistas” condicionam bancos centrais.

Os indicadores mais recentes, sobretudo nos EUA mas, também, noutras economias, alimentam receios de estagflação (i.e. arrefecimento da actividade e pressões em alta sobre os preços), o que dificulta a actuação dos bancos centrais – devem focar-se em combater a inflação ou em estimular o crescimento? Na última semana, o Banco de Inglaterra e o Riksbank (Suécia) mantiveram as respectivas taxas directoras inalteradas. No primeiro caso, a elevada incerteza geopolítica, os potenciais efeitos de tarifas e as expectativas para a inflação justificaram a postura cautelosa. Por seu lado, o Riksbank sinalizou o fim do recente ciclo de cortes. As preocupações com a inflação parecem, neste momento, ser privilegiadas pelos bancos centrais, restringindo uma resposta mais assertiva ao abrandamento da actividade.



A Última Semana

- Fed manteve juros em 4.25%-4.5%. Reviu em baixa projecções de crescimento e em alta as expectativas para a inflação. A mediana das projecções para a *fed funds rate* manteve-se (mais 2 cortes em 2025), mas a média recuou. Incerteza sobre o *outlook* (tarifas, etc) condiciona o Fed.
- BoE, Riksbank e BoJ mantiveram juros em 4.5%, 2.25% e 0.5%. SNB cortou 25 bps, para 0.25%.
- Parlamento alemão aprovou (com maioria de 2/3) os ajustamentos à Constituição necessários aos planos de aumento da despesa em defesa e infraestruturas. Sentimento económico (ZEW) com forte subida em Março.
- BYD anuncia carregamento de 5 minutos para veículos eléctricos.
- Activos da Turquia sob pressão, após prisão de rival político de Erdogan. Banco Central subiu juros em 200 bps, para 46%.



Esta semana

- Na Zona Euro, PMIs sobem abaixo do esperado em Março. Indicadores de sentimento deverão reflectir maior optimismo sobre o *outlook* da Alemanha.
- Nos EUA, espera-se recuo da confiança dos consumidores (Mar) e subida do deflator *core* do consumo (Fev). *Congressional Budget Office* divulga projecções.
- Inflação do UK com pequeno recuo, para 2.9% YoY (3.6% *core*).

ECONOMIA GLOBAL



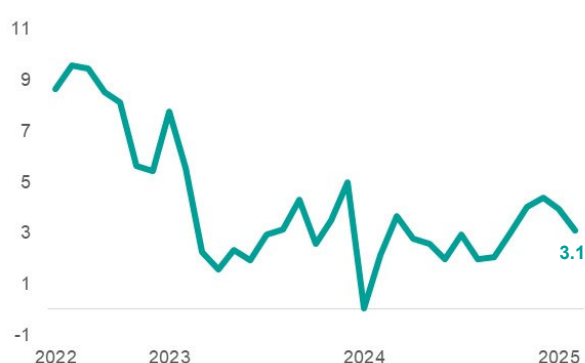
Sinais de crescimento global contido (mas maior optimismo na Alemanha).

- **EUA** As vendas a retalho cresceram 0.2% MoM em Fev (-1.2% em Jan), menos que o esperado, ou 3.1% YoY, vs. 3.9% YoY no mês anterior. O *hard data* suporta o cenário de abrandamento mas, para já, não parece sinalizar uma recessão.
- **ZONA EURO** O índice PMI Compósito subiu marginalmente em Março, continuando a sinalizar uma expansão muito ligeira da actividade. Sublinhe-se a contracção mais moderada da actividade na indústria, sobretudo na Alemanha.
- **REINO UNIDO** O Banco de Inglaterra manteve a *Bank Rate* em 4.50%, sublinhando a elevada incerteza geopolítica. As pressões ascendentes sobre os preços permanecem elevadas, apesar da descida registada ao longo dos últimos 2 anos.

EUA: Vendas a retalho arrefecem (mas não sugerem, para já, recessão).

As recentes quedas observadas em indicadores de confiança e no mercado accionista têm alimentado receios de um arrefecimento mais pronunciado da actividade. Contudo, a informação prestada pelo *hard data* (ou indicadores quantitativos) não é, para já, consistente com um cenário de recessão. As vendas a retalho cresceram menos que o esperado em Fevereiro (0.2% MoM), após queda de 1.2% MoM em Janeiro (resultado de uma revisão em baixa). Estes números sugerem, de facto, um consumo menos robusto. Mas, em termos homólogos, o crescimento foi ainda de 3.1%, vs. 3.9% YoY no mês anterior, indicando ainda uma clara expansão. Em Fevereiro, os registos menos favoráveis ocorreram nos serviços alimentares e bebidas, nos combustíveis, no vestuário e nos automóveis & componentes. Em sentido contrário, o maior crescimento foi observado na componente dos *non-store retailers* (incluindo comércio *online*).

Vendas a retalho (% YoY)



Fonte: US Census Bureau.

Zona Euro: Índices PMI sinalizam crescimento modesto em Março.

O indicador PMI Compósito da Zona Euro subiu, em Março, de 50.2 para 50.4 pontos, continuando a sinalizar uma expansão muito ligeira da actividade. O PMI Manufacturing subiu de 47.6 para 48.7 pontos, acima do esperado, indicando ainda uma contracção da actividade, mas mais moderada. Refira-se, contudo, que a componente de produção voltou a terreno de expansão pela primeira vez em 2 anos. Já o PMI Serviços sinalizou uma pequena desaceleração da actividade neste sector, contrariando as expectativas de uma ligeira aceleração. A rubrica de emprego estabilizou, enquanto as componentes de preços sugerem um alívio de pressões inflacionistas. Merece destaque a ligeira aceleração da actividade sugerida pelo PMI Compósito na Alemanha (para um máximo de 10 meses), com a subida mais expressiva da componente da indústria (de 46.5 para 48.3 pontos).

Índices PMI (pontos)

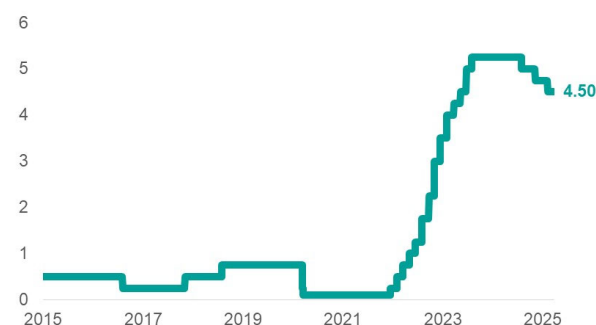


Fonte: Bloomberg.

REINO UNIDO: Banco de Inglaterra mantém juros inalterados.

O Banco de Inglaterra manteve inalterada a *Bank Rate* em 4.50%, tal como antecipado. À semelhança do Fed e do BCE, a autoridade monetária britânica sublinhou a elevada incerteza geopolítica e quanto à evolução do comércio internacional, o que implica a continuação de uma actuação da política monetária muito dependente da informação que for sendo conhecida. O Banco de Inglaterra volta a enfatizar os riscos negativos à actividade no Reino Unido enquanto reconhece que as pressões ascendentes sobre os preços permanecem elevadas, apesar da descida substancial registada ao longo dos últimos 2 anos. A política monetária permanece claramente restritiva, pelo que mantemos a expectativa de uma retoma dos cortes dos juros de referência nos próximos meses, se a inflação *core* regressar a uma trajectória de descida.

Bank rate (%)



Fonte: Bloomberg.

ECONOMIA PORTUGUESA



Preços da habitação mantêm forte crescimento.

- Os preços da habitação subiram 3% no 4Q'24 (vs. 3.7% no 3Q), levando a uma aceleração homóloga de 9.8% para 11.6% YoY. A variação média anual situou-se, em 2024, em 9.1%, acima dos 8.2% registados em 2023.
- O saldo da balança corrente e de capital (que reflecte a capacidade ou necessidade de financiamento da economia perante o exterior) atingiu, em Jan'25, um excedente de EUR 535 milhões, abaixo do excedente registado em Jan'24.

Preços da habitação aceleraram em 2024 (variação média anual de 9.1%).

O mercado da habitação em Portugal continuou a revelar sinais de robustez no final de 2024. De acordo com o índice do INE, os preços do imobiliário residencial subiram 3% no 4Q'24 (vs. 3.7% no 3Q), levando a uma aceleração homóloga de 9.8% para 11.6% YoY (12.4% nas habitações existentes, 9.6% nas novas). Com este registo, a variação média anual situou-se, em 2024, em 9.1%, acima dos 8.2% registados em 2023 e na nossa expectativa inicial de uma desaceleração para os *low single digits*. O número de transacções acelerou no 4Q, com um crescimento homólogo de 32.5%, para 45.2 milhares no trimestre e para 156.3 milhares no conjunto do ano (variação média anual de 14.5%). De notar que as transacções associadas a compradores com domicílio fiscal no exterior caíram 1.3% YoY no 4Q, após -3.1% YoY no 3Q (a queda é determinada pelos compradores fora da UE). Mas este recuo tem vindo a ser compensado, de forma crescente, pelo aumento das transacções por compradores com domicílio fiscal em Portugal (estas crescem 35.3% YoY).

Excedente das contas externas recuou em Janeiro.

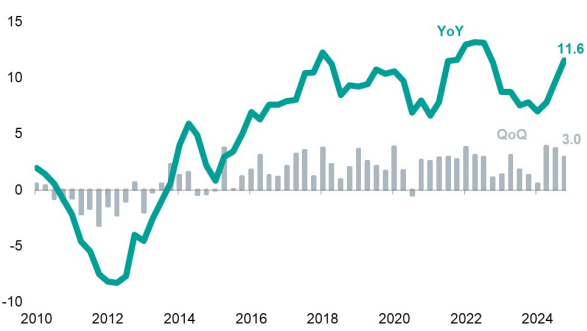
O saldo da balança corrente e de capital (que reflecte a capacidade ou necessidade de financiamento da economia perante o exterior) atingiu, em Jan'25, um excedente de EUR 535 milhões (capacidade de financiamento), 43% abaixo do excedente registado em Jan'24. Esta evolução foi determinada por um aumento do défice da balança comercial de bens (dado o aumento das importações superior ao das exportações) e pelo aumento do défice da balança de rendimento primário. No seu conjunto, estes mais que compensaram a subida do excedente da balança de serviços (fruto das exportações de turismo).

Principais Indicadores Económicos

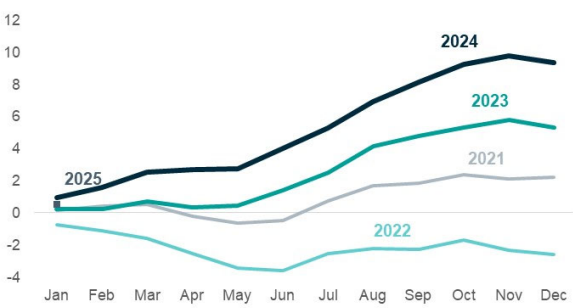
var. anual (%), exc. quando indicado	2022	2023	2024 ^P	2025 ^P
PIB	7.0	2.6	1.9	2.3
Consumo Privado	5.6	1.9	3.2	2.4
Consumo Público	1.7	0.6	1.1	1.7
Investimento	4.9	2.0	1.7	7.9
Exportações	17.2	3.8	3.4	2.5
Importações	11.3	1.8	4.8	4.8
Inflação Média Anual	7.8	4.3	2.4	1.9
Saldo Orçamental (% PIB)	-0.3	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.

Índice de preços da habitação, INE (% QoQ e YoY)



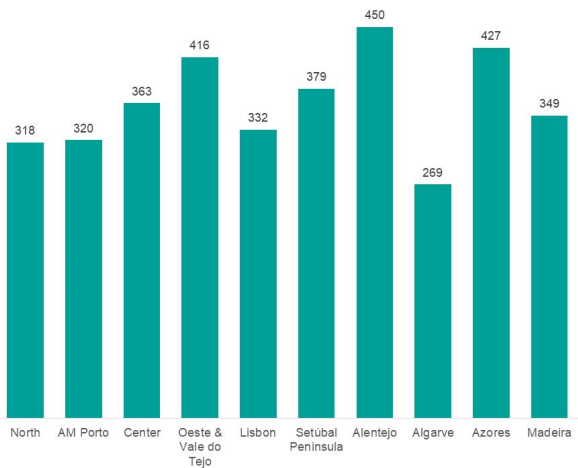
Saldo da balança corrente e de capital (EUR mil milhões)



Fontes: INE, Banco de Portugal.

Zoom

Nº transacções de habitações, 4Q 2024 (1Q 2013 = 100)



Fonte: INE.

MERCADOS – Juros e Câmbios

 Yields iniciam semana em alta ligeira.

- Depois de terem recuado na passada semana, as taxas da dívida americana e europeia sobem no início desta semana, com a expectativa de que as tarifas recíprocas a anunciar pela Administração Trump se revelem menos abrangentes.
- A lira turca caiu cerca de 7% face ao dólar na semana, penalizada pela queda de confiança dos investidores, na sequência da detenção de um dos principais rostos da oposição ao Presidente Erdogan.

Taxas de Juro

Yields descem na semana nos EUA e Zona Euro.

A passada semana ficou marcada por uma descida das *yields* da dívida norte-americana e alemã, a que corresponde uma valorização dos respectivos títulos. Nos EUA, o Fed manteve inalterado o *target* para a taxa *fed funds*, enfatizando a elevada incerteza em torno do impacto sobre a actividade e os preços da actuação da Administração Trump. A mediana das projecções dos membros do FOMC continua a apontar para duas descidas dos juros de referência até ao final do ano, que mantemos também como cenário central. Na Alemanha, foram aprovadas pelo Parlamento as alterações à Constituição que possibilitam o importante aumento da despesa em defesa e infraestruturas. A taxa do Bund a 10 anos desceu sensivelmente, e os *spreads* da periferia face à Alemanha aumentaram ligeiramente. No início desta semana, assiste-se a uma subida das *yields*, mais expressiva nos EUA, acompanhando uma melhoria do sentimento dos investidores e um recuo da aversão ao risco, com a expectativa, veiculada por algumas fontes, de que as tarifas recíprocas a anunciar pela Administração Trump a 2 de Abril serão menos abrangentes e mais direccionadas que o temido.

Câmbios

Lira turca sofre perda acentuada.

Mereceu destaque, na passada semana, a depreciação da lira turca, penalizada pela instabilidade e queda de confiança dos investidores na sequência da detenção do Presidente da Câmara de Istambul, um dos principais rostos da oposição ao Presidente Erdogan, sendo acusado de corrupção. Este facto deverá impedir a sua candidatura às próximas eleições presidenciais. O Banco Central da Turquia elevou a taxa *overnight* em 200 bps, para 46%, tendo-se comprometido a agir adicionalmente se necessário. Voltando a perder ligeiramente no início desta semana, para novos mínimos históricos, a lira turca cai cerca de 7% face ao dólar e 6.5% face ao euro desde o passado dia 14.

A coroa norueguesa destacou-se também na passada semana, avançando 1.5% face ao euro e 1% face ao dólar, com o aumento da inflação na Noruega em Fevereiro a levar o mercado a deixar de antecipar uma descida dos juros esta próxima 5ª feira. Por seu lado, o franco suíço avançou 0.8% face ao euro, com a expectativa de que o corte dos juros que o SNB anunciou na passada semana (em 25 bps, para 0.25%), terá sido o último do actual ciclo. O dólar apreciou marginalmente na semana, em termos efectivos.

		21/3/2025			
DÍVIDA PÚBLICA		2Y	5Y	10Y	30Y
Alemanha	Yield	2.132	2.404	2.765	3.103
	Var. Semanal	-5	-10	-11	-10
	Var. YTD	5	25	40	51
EUA					
	Yield	3.948	4.003	4.246	4.589
	Var. Semanal	-7	-9	-7	-3
	Var. YTD	-29	-38	-32	-19
Portugal	Yield	2.193	2.629	3.286	3.979
	Var. Semanal	-2	-7	-9	-9
	Var. YTD	-5	39	44	54
SWAPS		2Y	5Y	10Y	30Y
Europa					
	Yield	2.262	2.442	2.666	2.615
	Var. Semanal	-5	-8	-8	-8
	Var. YTD	7	20	30	46
EUA					
	Yield	3.774	3.710	3.815	3.822
	Var. Semanal	-8	-9	-9	-6
	Var. YTD	-31	-33	-26	-11
M. MONETÁRIO		1m	3m	6m	12m
Euribor					
	Spot	2.374	2.386	2.404	2.371
	Var. YTD	-47	-33	-16	-9
SOFR USD					
	Spot	4.320	4.298	4.205	4.023
	Var. YTD	-1	-1	-5	-15
CRÉDITO		SPOT	Var. Semanal		Var. YTD
iTraxx (EUR)					
Main	60.3		5.6		4.5
Crossover	315.8		2.1		0.8
Financeiras					
Sénior	65.1		6.6		2.0
Subordinadas	65.4		7.5		2.3
CÂMBIOS		SPOT	Var. Semanal		Var. YTD
EUR / USD		1.08	-0.5		4.6
EUR / GBP		0.84	-0.5		1.3
GBP / USD		1.29	0.0		3.2
EUR / CHF		0.96	-0.8		1.7
USD / CNY		7.25	0.2		-0.7
USD / JPY		149.23	0.5		-5.2
EUR / NOK		11.39	-1.6		-3.3
USD / BRL		5.73	-0.2		-7.2
EUR / AOA		996.88	-0.5		4.4

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



Preços do petróleo e ouro prosseguem subida.

- O ouro prolongou o movimento de valorização, ascendendo a um novo máximo de USD 3057/onça, num contexto de incerteza geopolítica e de receios quanto aos impactos da política comercial e económica da Administração Trump.
- Os índices accionistas de referência dos EUA registaram ganhos ligeiros, após as perdas 4 semanas anteriores, beneficiando sobretudo de uma interpretação *dovish* da mensagem do Fed na reunião de 4ª feira.

Commodities

Ouro renova máximo histórico.

O movimento de valorização do ouro prosseguiu na passada semana, situando-se acima do patamar de USD 3000/onça desde terça-feira, e atingindo um novo máximo de USD 3057/onça na 5ª feira. Na base desta evolução continuam a elevada incerteza geopolítica e os receios dos investidores quanto ao impacto da política comercial e económica da Administração Trump, para além do aumento de reservas pelos bancos centrais. Apesar da expectativa de que as tarifas sobre as importações dos EUA terão um impacto negativo sobre a procura e a economia global, os preços do petróleo avançaram cerca de 2%, com a imposição de novas sanções a empresas ligadas ao petróleo iraniano.

Acções

Acções americanas interrompem trajectória de desvalorização.

Os índices accionistas de referência dos EUA registaram ganhos ligeiros, após as perdas 4 semanas anteriores, beneficiando de uma interpretação *dovish* da mensagem do Fed na reunião de 4ª feira. As grandes empresas tecnológicas lideraram a recuperação da sessão de 6ª feira, embora mantenham perdas acentuadas desde o início do ano. O sentimento dos investidores continua pressionado pelos receios quanto ao impacto negativo da política de tarifas da Administração Trump sobre a economia global e sobre os resultados empresariais. Acresce que a incerteza enfatizada por vários responsáveis dos principais bancos centrais veio reforçar as preocupações dos investidores, sublinhando a maior dificuldade de antecipar a política monetária de Fed, BCE, Banco do Japão e Banco de Inglaterra. O início desta semana está a ser caracterizado por ganhos generalizados, beneficiando de rumores de que os anúncios sobre tarifas pelos EUA no dia 2 de Abril poderão ser mais direccionados e menos generalizados do que o temido.

EURO STOXX 600	SPOT	Var. Semanal	Var. YTD
Banking	266	1.0	25.0
Chemicals	1271	-2.3	6.9
Health Care	1136	0.7	4.1
Retail	419	2.3	-4.6
Telecoms	258	1.0	12.8
Oil & Gas	369	3.9	10.4
Utilities	407	2.2	6.5
Technology	828	0.7	2.1
Insurance	472	1.3	15.1
Autos	559	-2.3	1.4
Industry	984	-0.5	11.8

COMMODITIES	SPOT	Var. Semanal	21/3/2025 Var. YTD
Brent	72.2	2.2	-3.3
WTI	68.3	1.6	-4.8
Gás Natural (EUA)	4.0	-3.0	29.6
Gás Natural (Europa)	42.6	0.7	-12.9
Ouro	3 022.2	1.3	15.2
Cobre	9 855.5	0.8	12.4
Alumínio	2 622.5	-2.2	2.8
Índice CRB Metals	1 153.0	0.0	11.7
Milho	464.3	1.3	-0.3
Trigo	558.3	0.2	-0.8
Soja	1 009.8	-0.6	-1.2
Café	391.4	3.8	24.3
Cacau	7 765.0	-1.3	-29.7
Índice CRB Food	504.4	1.0	-4.7

ACÇÕES	SPOT	Var. Semanal	Var. YTD
Dow Jones	41985	1.2	-1.3
S&P 500	5 668	0.5	-3.6
Nasdaq	17 784	0.2	-7.9
Russell 2000	2 057	0.6	-7.8
Euro Stoxx 600	550	0.6	8.3
PSI	6 798	0.4	6.6
IBEX 35	13 350	2.7	15.1
FTSE MIB	39 036	1.0	14.2
DAX	22 892	-0.4	15.0
CAC 40	8 043	0.2	9.0
FTSE 100	8 647	0.2	5.8
Nikkei 225	37 677	1.7	-5.6
Bovespa	132 345	2.6	10.0
Shanghai Composite	3 365	-1.6	0.4
Hang Seng China	23 690	-1.1	18.1
MSCI World (EUR)	349	1.3	-4.7
MSCI Emergentes	266	1.0	25.0

VOLATILIDADE	SPOT	Var. Semanal	Var. YTD
VIX	19.3	-11.4	11.1
VSTOXX	19.7	-2.6	15.8

S&P 500	SPOT	Var. Semanal	Var. YTD
Info Technologies	4171	-0.1	#VALUE!
Health Care	1704	1.1	#VALUE!
Financials	821	1.9	#VALUE!
Communications	330	-0.1	#VALUE!
Consumer Discretionary	1577	0.0	#VALUE!
Industry	1117	0.8	#VALUE!
Consumer Staples	864	-0.3	#VALUE!
Energy	703	3.2	#VALUE!
Utilities	397	-0.2	#VALUE!
Real Estate	259	-0.1	#VALUE!
Materials	538	-0.3	#VALUE!

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



Sentimento recupera na Zona Euro, e recua nos EUA.

- Na Zona Euro, indicadores PMIs e de sentimento deverão reflectir maior optimismo sobre o *outlook*. Nos EUA, recuo da confiança dos consumidores e subida do deflator *core* do consumo poderão suportar receios estagflationistas.
- Nos EUA, Congressional Budget Office divulga projecções orçamentais. Inflação do Reino Unido com recuo apenas marginal em Fev'25, para 2.9% YoY (ou 3.6% YoY a nível *core*).

Agenda da Semana – Principais eventos e indicadores

Região	Data		Período	Estimado	Actual	Anterior
EUA	Mar. 24	Índice PMI Manufacturing (pontos)	Mar.	51.7	49.8	52.7
	Mar. 24	Índice PMI Serviços (pontos)	Mar.	51.0	54.3	51.0
	Mar. 25	Vendas de novas habitações – mensal (%)	Fev.	3.5		-10.5
	Mar. 25	Confiança dos consumidores (Conference Board)	Mar.	94.0		98.3
	Mar. 26	Encomendas de bens duradouros – mensal (%)	Fev.	-1.0		3.2
	Mar. 27	Novos pedidos de subsídio desemprego (milhares)	Mar. 22	225		223
	Mar. 28	Rendimento das famílias – mensal (%)	Fev.	0.4		0.9
	Mar. 28	Despesa das famílias – mensal (%)	Fev.	0.6		-0.2
	Mar. 28	Deflator das despesas consumo pessoal – mensal / homóloga (%)	Fev.	0.3 / 2.5		0.3 / 2.5
	Mar. 28	Deflator <i>core</i> despesas consumo pessoal – mensal / homóloga (%)	Fev.	0.3 / 2.7		0.3 / 2.6
Zona Euro	Mar. 24	Índice PMI Manufacturing (pontos)	Mar.	48.2	48.7	47.6
	Mar. 24	Índice PMI Serviços (pontos)	Mar.	51.1	50.4	50.6
	Mar. 28	Indicador de Sentimento Económico (pontos)	Mar.	96.9		96.3
Alemanha	Mar. 25	Índice IFO de clima empresarial (pontos)	Mar.	86.7		85.2
França	Mar. 28	IPC – mensal / homóloga (%)	Mar. E	0.4 / 1.0		0.0 / 0.8
Espanha	Mar. 28	IPC – mensal / homóloga (%)	Mar. E	- / 2.6		0.4 / 3.0
	Mar. 28	IPC <i>core</i> – homóloga (%)	Mar. E	2.2		2.2
Portugal	Mar. 28	Vendas a retalho – mensal / homóloga (%)	Fev.	-		-2.3 / 5.8
Reino Unido	Mar. 26	IPC – mensal / homóloga (%)	Fev.	0.5 / 2.9		-0.1 / 3.0
	Mar. 26	IPC <i>core</i> – homóloga (%)	Fev.	3.6		3.7

Indicadores e eventos económicos mais recentes

Região	Data		Período	Estimado	Actual	Anterior
EUA	Mar. 17	Índice Empire Manufacturing (pontos)	Mar.	-1.9	-20.0	5.7
	Mar. 17	Vendas a retalho – mensal (%)	Fev.	0.6	0.2	-1.2 (r-)
	Mar. 18	Início de novas construções – mensal (%)	Fev.	1.4	11.2	-11.5 (r-)
	Mar. 18	Licenças de construção – mensal (%)	Fev.	-1.4	-1.2	-0.6
	Mar. 18	Produção industrial – mensal (%)	Fev.	0.2	0.7	0.3 (r-)
	Mar. 19	Fed anuncia <i>target</i> para a taxa <i>fed funds</i> (%)*	Mar. 19	4.25-4.50	4.25-4.50	4.25-4.50
	Mar. 20	Novos pedidos semanais de subsídio desemprego (milhares)	Mar. 15	224	223	220
	Mar. 20	Índice Philadelphia Fed (pontos)	Mar.	9.0	12.5	18.1
Zona Euro	Mar. 19	IPC – mensal / homóloga (%)	Fev. F	0.5 / 2.4	0.4 / 2.3	-0.3 / 2.5
	Mar. 19	IPC <i>core</i> – homóloga (%)	Fev. F	2.6	2.6	2.7
	Mar. 21	Confiança dos consumidores (pontos)	Mar. E	-13.0	-14.5	-13.6
Alemanha	Mar. 18	Índice ZEW de expectativas (pontos)	Mar.	48.3	51.6	26.0
Portugal	Mar. 19	IPP – mensal / homóloga (%)	Fev.	-	0.3 / -0.4	-1.4 / -0.3
Reino Unido	Mar. 20	Banco de Inglaterra anuncia <i>Bank rate</i> (%)*	Mar. 20	4.50	4.50	4.50
Japão	Mar. 19	Banco do Japão anuncia <i>target rate</i> (%)*	Mar. 19	0.50	0.50	0.50
	Mar. 20	IPC – homóloga (%)	Fev.	3.5	3.7	4.0
Brasil	Mar. 19	Banco Central anuncia taxa de juro Selic (%)*	Mar. 19	14.25	14.25	13.25

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* nos EUA contrasta com expectativa de *policy mix* mais favorável em outras geografias (Europa, China). Expectativa de abrandamento da actividade global em 2025.

EUA PIB abrandou para 2.3% QoQ anualizado no 4Q'24 (consumo privado e investimento residencial aceleraram). Aumento do pessimismo sobre o mercado de trabalho, inflação e consumo. Economia deve desacelerar de 2.8% para ~2% em 2025.

ZONA EURO PIB cresceu 0.2% QoQ no 4Q'24, vs. 0.4% no 3Q. Economia cresceu 0.9% em 2024. Indicadores recentes mantêm quadro de baixo crescimento, mas expectativa de política orçamental mais expansionista suporta sentimento.

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). Autoridades anunciaram novos estímulos ao consumo e um objectivo de crescimento anual em torno de 5%. Imobiliário, endividamento e deflação são riscos.



INFLAÇÃO

EUA Inflação com sinais de persistência no início do ano, ainda acima das metas. Preços nos serviços desaceleraram, mas mantêm subidas relativamente elevadas. Aumento das expectativas de inflação no consumo e nos mercados (tarifas, etc).

ZONA EURO Inflação recuou em Fev'25, de 2.5% para 2.4% YoY. *Core* desceu de 2.7% para 2.6% YoY, com inflação nos serviços a descer para 3.7% e nos bens industriais ex-energia a subir de 0.5% para 0.6% YoY.

PORTUGAL Inflação recuou de 2.5% para 2.4% YoY em Fev'25. *Core* desceu de 2.7% para 2.4% YoY. Preços da energia abrandaram de 2.4% para 1.5%YoY. E subiram 2.4% YoY na alimentação não processada. Inflação média em 2.5%.



BANCOS CENTRAIS

EUA Fed iniciou um novo ciclo de descida de juros em 2024, com cortes acumulados de 100 bps, para 4.25%-4.5%. Pausa a partir de Jan 2025, sinalizando não haver pressa em novas descidas (pressões inflacionistas, actividade robusta). Mas com queda da confiança, receios sobre o *outlook* e arrefecimento do mercado de trabalho, mercado espera 2 a 3 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 e Mar'25. Taxa da facilidade de depósito em 2.5%. Política monetária vista como "significativamente menos restritiva". Mercado espera 1 a 2 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 ~4.2% até Mar'25, com uma deterioração do *outlook* para a economia americana (aumento da incerteza sobre política económica, arrefecimento do mercado de trabalho, etc.).

ZONA EURO Subida da *yield* do Bund a 10 anos de ~60 bps desde mínimos de Dez'24, acompanhando os Treasuries. Subida adicional em 2025, com expectativas de aumento da despesa pública em Defesa e infraestruturas. Após tocar ~2.82% em Março, *yield* do Bund a 10Y estabilizou em ~2.75%-2.8%. *Spreads* da periferia contidos, mas com pequena subida.

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 Trumpnomics e com alguns sinais de arrefecimento do consumo e do mercado de trabalho.

ZONA EURO Apreciação YTD face ao dólar, com menor optimismo sobre a economia dos EUA, com expectativas de uma política orçamental mais expansionista (subida das yields) e com melhor desempenho das acções europeias.

REINO UNIDO Movimento recente de apreciação face ao USD, com dólar enfraquecido por newsflow negativo nos EUA e com expectativa de juros elevados por mais tempo no Reino Unido.

CHINA Tendência de ligeira apreciação face ao USD em 2025 mitigada pelo anúncio de um reforço das tarifas impostas pelos EUA às importações oriundas da China e pela persistência de pressões deflacionistas na economia chinesa.



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 Desaceleração/queda do consumo e recessão, dada a persistência da inflação e o arrefecimento do mercado de trabalho, num contexto de aumento da incerteza sobre a economia. Fed forçado a uma postura mais restritiva. Aumento de *defaults*. Correção do mercado accionista. Queda dos *earnings* das empresas. Subida dos *spreads* de crédito HY. Correção do imobiliário. Mercado penaliza desequilíbrio das contas públicas. 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 e contributo benigno dos preços da energia. Guerra comercial evitada eleva confiança. 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 a descida dos custos da energia e um aumento da procura. Efeito benéfico de investimentos na transição energética/digital. Actividade resiliente nos serviços.



CENÁRIO PESSIMISTA

Alastramento de guerras comerciais, com impactos mais adversos no crescimento e inflação. Recessão. Bancos centrais forçados 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 leva ao aumento do desemprego. Queda mais pronunciada da procura.

Escalada de tensões UE-Rússia e UE-EUA. Alastramento das tensões no Médio Oriente. Forte subida dos preços da energia. Tensões EUA-China 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 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)	(%)	Jun. 2025	Set. 2025	Dez. 2025
EUA	<i>Fed funds rate</i>	18.12.2024	-25	4.25-4.50	4.00-4.25	4.00-4.25	3.75-4.00
Zona Euro	Taxa da facilidade de depósito	06.03.2025	-25	2.50	2.00	2.00	1.75
Reino Unido	<i>Bank rate</i>	06.02.2025	-25	4.50	4.25	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>	19.03.2025	+100	14.25	15.00	15.00	15.00

Taxas de Câmbio			3 meses		12 meses	
Câmbio	21/3/2025	YTD (%)	Previsão	Forward	Previsão	Forward
EUR / USD	1.082	4.6	1.03	1.09	1.02	1.10
EUR / GBP	0.838	1.3	0.82	0.84	0.83	0.86
EUR / JPY	161.51	-0.8	159.65	160.68	147.90	158.80
EUR / CHF	0.956	1.7	0.94	0.95	0.98	0.94
EUR / PLN	4.193	-2.0	4.30	4.23	4.30	4.33
EUR / AUD	1.725	3.1	1.61	1.73	1.55	1.75
USD / JPY	149.23	-5.2	155.00	147.71	145.00	143.93
GBP / USD	1.292	3.2	1.26	1.29	1.23	1.29
USD / BRL	5.729	-7.2	6.00	5.84	6.10	6.26
EUR / BRL	6.185	-3.2	6.18	6.36	6.22	6.91

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 ^E , USD Mil Milhões)	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	3.5	0.4	1.0	1.4	9.3	6.3	2.6	2.3	6.2	6.1	6.1	5.9
Zona Euro		15 478.4	3.5	0.4	0.9	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	2.6	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	3.4	2.1	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	Dívida Pública (%)				Saldo Orçamental (%)				Balança Corrente (%)			
		(2023 ^E , USD, PPP)	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.



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

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