

Porque caem o dólar e os Treasuries, apesar da aversão ao risco?

EUA suspendem tarifas “recíprocas” por 90 dias, e isentam alguns produtos de IT.

A conjuntura económica e os mercados continuam a viver numa “montanha russa”, em função dos sucessivos anúncios e retiradas de tarifas pelos EUA, das medidas de retaliação anunciadas por alguns países e, sobretudo, do ambiente de elevada incerteza. Na última semana, entraram em vigor a tarifa geral básica de 10% imposta pelos EUA a todas as importações, bem como as tarifas “recíprocas” fixadas em função do défice comercial de cada país com os EUA. Contudo, estas últimas foram suspensas pela Administração Trump, por 90 dias, no próprio dia em que entraram em vigor. No mesmo dia, o Presidente americano e o Secretário do Tesouro Bessent afirmaram que os EUA estariam disponíveis para negociar acordos comerciais bilaterais. Depois das fortes quedas dos dias anteriores, o mercado accionista reagiu com euforia a estes desenvolvimentos.

Tarifa efectiva média dos EUA ainda em máximos de +100 anos. Incerteza ainda elevada.

Deve-se ter presente, contudo, que (i) no espaço de uma semana, os EUA elevaram sucessivamente a tarifa sobre as importações oriundas da China, para 104% e 125% (ou 145% considerando tarifas anteriores), com a China a retaliar com uma tarifa de 84%, depois elevada para 125%; (ii) mantém-se uma tarifa de 10% sobre a generalidade dos países; (iii) mantém-se as tarifas de 25% sobre as importações americanas de alumínio, aço e automóveis, bem como sobre as importações americanas do Canadá e México (no caso de bens não abrangidos pelo USMCA); (iv) o Presidente Trump anunciou que os EUA irão em breve introduzir tarifas às importações de bens farmacêuticos; e, sobretudo, (v) o sistema multilateral de comércio se mantém seriamente em risco, e (vi) mantém-se um quadro de elevada imprevisibilidade e incerteza na política económica dos EUA, com impactos potenciais adversos nos mercados financeiros e na economia. No fim-de-semana (e mais uma vez em aparente resultado da pressão dos mercados), a Administração Trump isentou das tarifas às importações um conjunto de bens, incluindo smartphones, laptops e routers, levando a fortes ganhos no mercado accionista no início desta semana, sobretudo nas tecnológicas (estima-se que cerca de 73% dos smartphones utilizados nos EUA são fabricados na China, ilustrando como difícil ou impossível seria substituir essas importações por produção interna). Mas mesmo esta medida, de aparente alívio do proteccionismo, introduz novas distorções e incentivos perversos na economia americana. Por exemplo, uma bateria importada da China mantém-se sujeita a uma tarifa de 145%, mas uma bateria chinesa “importada” dentro de um laptop produzido no Vietnã estará agora sujeita a uma tarifa de 0%. Esta situação desincentiva, obviamente, a produção nos EUA, ao penalizar a importação de componentes, mas não a importação do produto final.

Desvalorização dos Treasuries e do dólar traduz falta de confiança na economia dos EUA.

Em suma, mantém-se a percepção de imprevisibilidade e de elevada incerteza associadas à política comercial e económica dos EUA. Alguma informação recente dá conta de adiamentos de decisões de produção, encomendas e investimento (mas também de antecipação de decisões de consumo, procurando evitar-se os efeitos das tarifas). Neste contexto, a elevada volatilidade observada nos activos americanos, em particular as oscilações e desvalorizações no dólar e nos Treasuries têm sido interpretadas como um sinal de potencial perda de confiança na economia americana como destino de investimento (mais típico de uma economia emergente do que de uma economia habitualmente vista como um refúgio seguro). O recente aumento da aversão ao risco não beneficiou, como aconteceria habitualmente, a divisa americana (que recuou 3.1% na semana, em termos efectivos) ou os Treasuries, cuja *yield* nos 10 anos subiu 50 bps na semana (esta 2ª feira o dólar depreciava 0.6% e a *yield* recuava 4 bps).



A Última Semana

- Elevada volatilidade nos mercados terá contribuído para a Administração Trump suspender temporariamente as tarifas bilaterais (excepto China) e as tarifas sobre produtos de IT.
- EUA elevam as tarifas sobre a China, para 104% e 125% (145% no total). China retalia com 125%.
- Índices accionistas entre fortes quedas e ganhos. *Sell-off* nos Treasuries levou a subida semanal de 50 bps na *yield* a 10Y. Dólar recuou ~3.1% em termos efectivos. Receios crescentes de recessão nos EUA.
- Nos EUA, inflação recuou em Março mais que o esperado, de 2.8% para 2.4% YoY ou de 3.1% para 2.8% YoY a nível *core*. Confiança dos consumidores dos EUA com forte queda em Abril.
- Na China, inflação caiu em Março para -0.1% YoY no IPC. Preços no produtor caem 2.3% YoY.



Esta semana

- Guerra comercial EUA-China deverá manter-se em foco. Reunião entre Trump e a PM italiana Meloni. Tarifas sobre a UE deverão ser tema de discussão.
- Esperamos que o BCE corte taxas directoras em 25 bps (facilidade de depósito em 2.25%). Mercado espera sinais sobre função reacção
- PIB da China terá desacelerado marginalmente no 1Q'25, para 5.2% YoY. Exportações aceleraram em Mar'25 (+12.4% YoY), em antecipação às tarifas. Vendas a retalho terão recuperado
- Prossegue a *earnings season*. Resultados da Goldman Sachs, Citigroup, Bank of America, Netflix e Johnson & Johnson em foco.

ECONOMIA GLOBAL

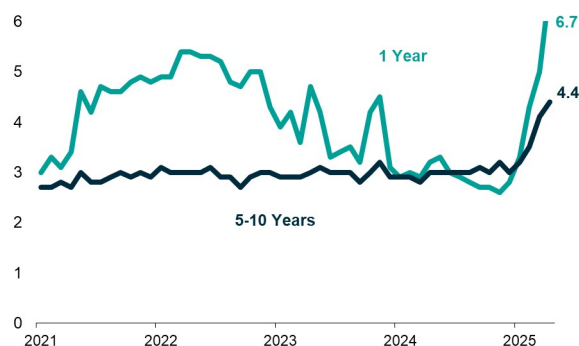
Confiança no consumo cai nos EUA. BCE deve cortar juros em 25 bps.

- **EUA** A inflação recuou em Março mais que o esperado, para 2.4% YoY, ou para 2.8% YoY na *core*. Em Abril, a confiança dos consumidores caiu de forma significativa, com uma deterioração de expectativas e subida da inflação esperada.
- **ZONA EURO** Esta 5ª feira, o BCE deverá reduzir as taxas directoras em 25 bps, levando a taxa de juro da facilidade de depósito para 2.25%. Vemos as tarifas dos EUA como um choque desinflationista para a economia da Zona Euro.
- **CHINA** Em Março, os preços no consumo recuaram 0.1% YoY, vs. expectativa de subida de 0.1% e após queda de 0.7% no mês anterior. Já os preços no produtor recuaram 2.5% no mês passado, mais que o esperado.

EUA: Inflação benigna antes das tarifas. Confiança no consumo cai.

A inflação recuou em Março mais que o esperado, de 2.8% para 2.4% YoY, ou de 3.1% para 2.8% YoY a nível *core*. Para esta evolução contribuíram a queda de 3.3% YoY nos preços da energia e a desaceleração dos preços dos serviços *core*, de 4.1% para 3.7% YoY. A inflação no alojamento recuou de 4.2% para 4% YoY e os preços dos serviços de transporte desaceleraram de 6% para 3.1% YoY. A inflação nos bens *core* mantêm-se marginalmente negativa (-0.1% YoY). Já os preços dos bens alimentares aceleraram de 2.6% para 3% YoY. No seu conjunto, estes números sugerem uma evolução benigna da inflação antes da recente introdução de tarifas. Já em Abril, a confiança dos consumidores voltou a cair de forma significativa, com uma avaliação mais negativa das condições actuais e com uma forte deterioração de expectativas. Merece destaque o facto de as expectativas de inflação terem subido a 1 ano (de 5% para 6.7%) e a 5 anos (de 4.1% para 4.4%).

Expectativas de inflação, Indicador de confiança no consumo, Univ. Michigan (%)

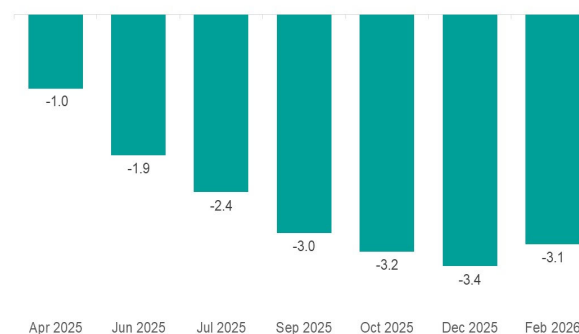


Fonte: Bloomberg.

Zona Euro: BCE deverá reduzir os juros de referência em 25 bps.

Esta 5ª feira, esperamos que o BCE reduza as taxas directoras em 25 bps, levando a taxa de juro da facilidade de depósito para 2.25%. Na última reunião, a Presidente Lagarde tinha deixado em aberto a possibilidade de uma pausa em Abril, tendo em conta a aproximação ao nível neutral (incerto) dos juros, os riscos de a política monetária se tornar inadequadamente expansionista e, logo, a necessidade de o BCE adoptar uma postura mais cautelosa. Desde então, soube-se que a inflação continuou a descer em Março (para 2.2% YoY, ou 2.5% *core*) e a conjuntura global deteriorou-se, com a incerteza em torno da introdução de tarifas pelos EUA. Vemos estas como um choque sobretudo desinflationista para a economia da Zona Euro, dada uma provável redução da procura. Embora com elevada incerteza, esperamos ainda mais 2 a 3 cortes de juros pelo BCE neste ciclo.

Número de cortes das taxas directoras do BCE descontados pelo mercado (%)¹



(1) Cortes de 25 bps. Fonte: Bloomberg.

CHINA: Tarifas e pressões deflacionistas forçarão novos estímulos.

A economia chinesa continua a enfrentar pressões deflacionistas, resultantes de uma procura interna ainda fraca e dos problemas no sector imobiliário. Em Março, os preços no consumo recuaram 0.1% YoY, vs. expectativa de subida de 0.1% e após queda de 0.7% no mês anterior. Já os preços no produtor recuaram 2.5% no mês passado. Os riscos para o crescimento serão acentuados pela intensificação da guerra comercial com os EUA. Depois de a Administração Trump elevar as tarifas sobre a China para 145%, as autoridades chinesas anunciaram uma tarifa retaliatória de 125%. Esperam-se anúncios de novos apoios ao consumo. Também em Março, as exportações subiram 12.4% YoY, mais que o esperado, fruto de uma antecipação da procura para fuga às tarifas. As importações recuaram 4.3% YoY.

Taxa de inflação, IPC e IPP (% YoY)



Fonte: Bloomberg.

ECONOMIA PORTUGUESA



Défice comercial de bens recua, com forte crescimento das exportações.

- O volume de negócios nos serviços cresceu 4.4% YoY em Fev, sobretudo via actividades imobiliárias e transportes. Em Jan-Fev, o défice comercial de bens reduziu-se de EUR 4.2 para 3.7 mil milhões. As exportações cresceram 11.9% YoY.
- O INE confirmou a descida da inflação em Março, de 2.4% para 1.9% YoY (+0.1% YoY na energia). O Governo anunciou um programa de apoio às empresas, de EUR 10 mil milhões, com vista a mitigar eventuais impactos das tarifas dos EUA.

Serviços ainda em expansão. Défice comercial de bens diminui.

O volume de negócios nos serviços cresceu 4.4% YoY em Fevereiro – uma expansão ainda forte, mas traduzindo também uma moderação (esperada) do crescimento (7.1% em Janeiro). As actividades imobiliárias e os transportes & armazenagem registam os maiores contributos para o crescimento total, no 1º caso com uma variação de 28.6% YoY e um contributo de 1.3 p.p., no 2º caso com uma variação de 4.7% YoY e um contributo de 1.2 p.p. De referir ainda as expansões de 5.2% YoY nas actividades administrativas e serviços de apoio e de 4.4% YoY no alojamento e restauração. No período Jan-Fev, as exportações e as importações de bens registaram variações nominais homólogas de 11.9% e 5.8%, respectivamente. Entre os primeiros 2 meses de 2024 e de 2025, o défice comercial de bens reduziu-se de EUR 4.2 para 3.7 mil milhões.

Governo anuncia programa de mitigação dos impactos das tarifas.

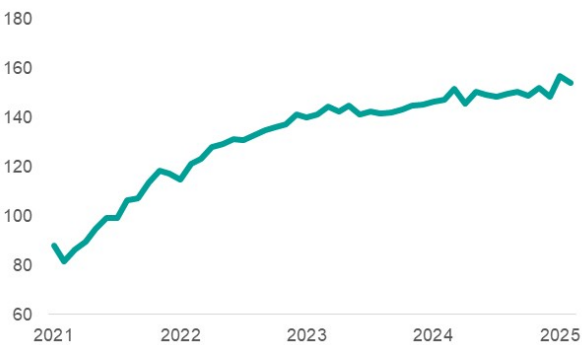
O INE confirmou a descida da inflação homóloga em Março, de 2.4% para 1.9%, sobretudo com os contributos das classes de transportes, vestuário e lazer (os preços da energia desaceleraram de 1.5% para 0.1% YoY). Restaurantes e hotéis, alimentação e “habitação, água, eletricidade, gás e outros combustíveis” são responsáveis pelos maiores contributos em alta. Em resposta à ameaça das tarifas aduaneiras dos EUA, o Governo português anunciou um programa de apoio às empresas (“Reforçar”), de EUR 10 mil milhões (3.3% do PIB de 2025), centrado na satisfação de necessidades de investimento e de fundo de maneio, disponibilização de garantias de crédito à exportação e apoio às exportações e internacionalização das empresas. Serão ainda acelerados 2640 milhões de euros de fundos do PRR e do PT 2030.

Principais Indicadores Económicos

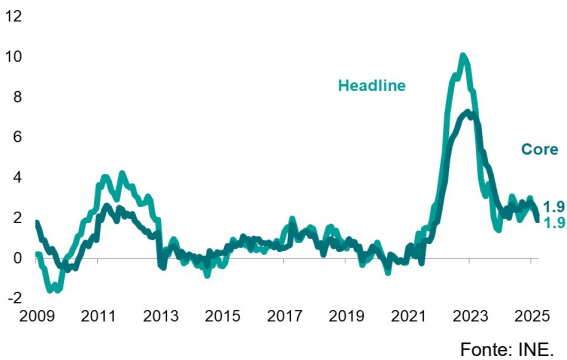
var. anual (%), exc. quando indicado	2022	2023	2024 ^P	2025 ^P
PIB	7.0	2.6	1.9	2.3
Consumo Privado	5.6	1.9	3.2	2.4
Consumo Público	1.7	0.6	1.1	1.7
Investimento	4.9	2.0	1.7	7.9
Exportações	17.2	3.8	3.4	2.5
Importações	11.3	1.8	4.8	4.8
Inflação Média Anual	7.8	4.3	2.4	1.9
Saldo Orçamental (% PIB)	-0.3	1.2	0.7	0.2
Dívida Pública (% PIB)	111.2	97.7	94.9	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.

Índices de Volume de Negócios nos Serviços (2021 = 100)



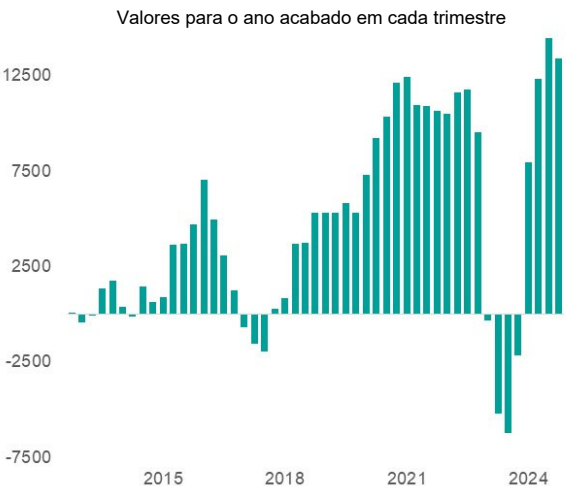
Taxa de inflação homóloga, IPC (%)



Fonte: INE.

Zoom

Depósitos de particulares, Transações, EUR billion



Fonte: Banco de Portugal.

MERCADOS – Juros e Câmbios



Recuos do dólar e dos Treasuries reflectem queda de confiança nos EUA.

- A última semana foi marcada por um movimento de *sell-off* nos Treasuries (+50 bps na *yield* a 10Y), que poderá reflectir uma aparente (e preocupante) perda de confiança no estatuto de activo de refúgio da dívida pública americana.
- O dólar perdeu 3.1% em termos efectivos na última semana (prolongando a tendência esta 2ª feira) e 9.7% desde Janeiro, reflectindo os receios crescentes de recessão nos EUA e uma aparente perda de confiança na economia dos EUA.

Taxas de Juro

Sell-off nos Treasuries. Bund como activo de refúgio.

A última semana foi marcada por um movimento de *sell-off* nos Treasuries, reflectindo provavelmente um afastamento dos investidores face aos activos dos EUA e uma aparente (e preocupante) perda de confiança no estatuto de activo de refúgio da dívida pública americana. A *yield* do Treasury a 10 anos subiu 50 bps na semana, para perto de 4.5% (4.44% esta 2ª feira), correspondendo a máximos desde Fevereiro. Embora este deva ser considerado um nível “normal” e não excessivamente elevado, o mercado focou-se na intensidade e rapidez da desvalorização dos títulos e da subida da *yield*, sobretudo num contexto de maior aversão ao risco. A *yield* do Treasury a 2 anos subiu 30 bps, levando a um *steepening* da *yield curve* (10Y-2Y). O mercado continua a antecipar totalmente 3 cortes (de 25 bps) nos juros de referência pelo Fed. Contudo, diversos responsáveis da instituição têm insistido na ausência de pressa em novos cortes, tendo em conta os riscos inflacionistas e a relativa resiliência do *hard data*. A *yield* do Bund a 10Y manteve-se relativamente estável na semana, parecendo assumir o papel de activo de refúgio.

Câmbios

Dólar cai 9.7% desde meados de Janeiro.

A última semana ficou marcada por uma depreciação expressiva e pouco usual do dólar, que perdeu 3.1% em termos efectivos (i.e. na média ponderada do câmbio com os principais parceiros comerciais dos EUA). Desde o último máximo em meados de Janeiro, a divisa americana perdeu já 9.7%. Esta evolução reflectirá os receios crescentes de recessão na economia americana. Mas ela está a ser interpretada também como um possível sinal de que os investidores estarão a perder confiança na economia dos EUA enquanto destino de investimento, dada a elevada imprevisibilidade da política económica e comercial da Administração Trump. Merece particular destaque a depreciação do dólar face ao franco suíço (para mínimos de 14 anos, dado o papel de activo de refúgio deste último), bem como face ao euro e ao iene. Apesar de as perspectivas de crescimento se manterem fracas, a economia da Zona Euro beneficia da percepção de uma maior estabilidade relativa, bem como da expectativa de um maior suporte da política orçamental ao crescimento. A tendência de desvalorização do renminbi observada desde o início de Abril (vista como uma possível resposta das autoridades chinesas às tarifas dos EUA) foi invertida no final da semana, com a intensificação da guerra comercial com os EUA.

11/4/2025					
DÍVIDA PÚBLICA		2Y	5Y	10Y	30Y
Alemanha					
	Yield	1.789	2.132	2.570	2.891
	Var. Semanal	-4	0	-1	-9
	Var. YTD	-29	-2	20	29
EUA					
	Yield	3.960	4.160	4.490	4.870
	Var. Semanal	31	45	50	46
	Var. YTD	-28	-22	-8	9
Portugal					
	Yield	1.913	2.451	3.188	3.873
	Var. Semanal	-2	1	2	-5
	Var. YTD	-33	21	34	43
SWAPS		2Y	5Y	10Y	30Y
Europa					
	Yield	2.034	2.311	2.565	2.436
	Var. Semanal	0	7	4	-6
	Var. YTD	-16	6	20	28
EUA					
	Yield	3.713	3.753	3.932	3.980
	Var. Semanal	27	39	42	41
	Var. YTD	-37	-29	-14	5
M. MONETÁRIO		1m	3m	6m	12m
Euribor					
	Spot	2.304	2.279	2.244	2.167
	Var. YTD	-54	-44	-32	-29
SOFR USD					
	Spot	4.329	4.242	4.070	3.822
	Var. YTD	0	-6	-18	-35
CRÉDITO		SPOT	Var. Semanal		Var. YTD
iTraxx (EUR)					
Main	76.9		-0.5		33.4
Crossover	390.7		0.8		24.7
Financeiras					
Sénior	83.9		-0.2		31.5
Subordinadas	83.6		-0.6		31.1
CÂMBIOS		SPOT	Var. Semanal		Var. YTD
EUR / USD	1.14		3.6		9.7
EUR / GBP	0.87		2.1		4.9
GBP / USD	1.31		1.6		4.6
EUR / CHF	0.93		-1.9		-1.5
USD / CNY	7.29		0.1		-0.1
USD / JPY	143.54		-2.3		-8.7
EUR / NOK	12.11		2.7		2.8
USD / BRL	5.87		0.4		-5.0
EUR / AOA	1045.06		2.5		9.4

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



Incerteza e queda do dólar continuam a suportar valorização do ouro.

- A forte incerteza e volatilidade nos mercados, os receios de recessão, potenciais pressões inflacionistas e a depreciação do dólar, contribuíram para uma valorização semanal de 6.6% no ouro, renovando máximos históricos.
- A semana revelou-se de forte volatilidade no mercado accionista, com os principais índices a oscilarem entre ganhos e perdas expressivas, em função dos avanços e recuos sobre tarifas. Earnings season sobretudo focada nas expectativas.

Commodities

Ouro renova máximos históricos.

O ambiente de forte incerteza e volatilidade nos mercados, os receios de um quadro de recessão e de potenciais pressões inflacionistas e, *last but not least*, a depreciação do dólar, contribuíram para uma valorização semanal próxima de 7% no ouro, renovando máximos históricos. No caso do petróleo, o impacto da queda da divisa americana foi atenuado pelo facto de, nos EUA, a Energy Information Administration ter cortado as previsões de procura, quer para a economia americana, quer para a economia global (em função da expectativa de um menor crescimento). Adicionalmente, a OPEP+ surpreendeu o mercado com o anúncio de uma expansão da produção maior que a esperada.

COMMODITIES	SPOT	Var. Semanal	11/4/2025
			Var. YTD
Brent	64.8	-1.3	-13.2
WTI	61.5	-0.8	-14.2
Gás Natural (EUA)	3.5	-8.1	11.7
Gás Natural (Europa)	33.5	-8.1	-31.6
Ouro	3 237.6	6.6	23.4
Cobre	9 154.5	4.3	4.4
Alumínio	2 396.5	0.8	-6.1
Índice CRB Metals	1 066.1	-3.9	3.3
Milho	497.0	6.4	6.0
Trigo	570.3	5.1	0.1
Soja	1 053.0	6.0	1.8
Café	353.6	-2.7	14.6
Cacau	8 440.0	-0.9	-19.0
Índice CRB Food	517.7	0.7	-2.2

Acções

Falta de visibilidade gera forte volatilidade nas acções.

A última semana revelou-se de enorme volatilidade no mercado accionista, com os principais índices a oscilarem entre ganhos e perdas expressivas. Depois de entrarem pontualmente em *bear market* (queda superior a 20% desde o último máximo), o S&P 500 e o Nasdaq registaram os maiores ganhos diários desde 2008 e 2001, respectivamente, em reacção ao anúncio, pela Administração Trump, da suspensão por 90 dias das tarifas bilaterais (excepto China). A intensificação da guerra comercial EUA-China voltou a pressionar as acções em baixa, mas a semana acabou por fechar com os maiores ganhos semanais nos EUA desde 2023. A volatilidade no mercado deverá manter-se elevada. Na *earnings season*, os resultados da JP Morgan e Morgan Stanley excederam as expectativas, beneficiando de ganhos de *trading* (associados à volatilidade). Esta semana, destacam-se os resultados da Goldman Sachs, Citigroup, Bank of America, Netflix e J&J. O maior foco deverá estar nas expectativas, num quadro de elevada incerteza.

ACÇÕES	SPOT	Var. Semanal	Var. YTD
Dow Jones	40213	5.0	-5.5
S&P 500	5 363	5.7	-8.8
Nasdaq	16 724	7.3	-13.4
Russell 2000	1 860	1.8	-16.6
Euro Stoxx 600	487	-1.9	-4.1
PSI	6 520	-1.7	2.2
IBEX 35	12 286	-1.1	6.0
FTSE MIB	34 028	-1.8	-0.5
DAX	20 374	-1.3	2.3
CAC 40	7 105	-2.3	-3.7
FTSE 100	7 964	-1.1	-2.6
Nikkei 225	33 586	-0.6	-15.8
Bovespa	127 682	0.3	6.2
Shanghai Composite	3 238	-3.1	-3.4
Hang Seng China	20 915	-8.5	4.3
MSCI World (EUR)	313	1.1	-14.5
MSCI Emergentes	228	0.4	6.9

VOLATILIDADE	SPOT	Var. Semanal	Var. YTD
VIX	37.6	-17.1	116.5
VSTOXX	39.6	15.6	132.7

EURO STOXX 600	SPOT	Var. Semanal	Var. YTD
Banking	228	0.4	6.9
Chemicals	1154	-2.2	-2.9
Health Care	971	-4.5	-11.0
Retail	409	1.3	-6.9
Telecoms	239	-3.8	4.5
Oil & Gas	300	-7.2	-10.2
Utilities	406	-2.9	6.2
Technology	719	-1.8	-11.4
Insurance	440	-1.6	7.3
Autos	475	-4.1	-13.9
Industry	845	-0.4	-4.1

S&P 500	SPOT	Var. Semanal	Var. YTD
Info Technologies	3905	9.7	-15.3
Health Care	1597	1.2	-0.5
Financials	776	5.6	-3.5
Communications	311	6.4	-9.1
Consumer Discretionary	1520	4.6	-17.0
Industry	1064	6.5	-4.6
Consumer Staples	885	3.1	3.7
Energy	606	-0.4	-7.5
Utilities	388	2.4	0.8
Real Estate	244	-0.2	-4.6
Materials	510	3.6	-3.8

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

Agenda da Semana – Principais eventos e indicadores

Região	Data		Período	Estimado	Actual	Anterior
EUA	Abr. 14	Índice Empire Manufacturing (pontos)	Abr.	-12.0		-20
	Abr. 16	Vendas a retalho – mensal (%)	Mar.	1.4		0.2
	Abr. 16	Produção industrial – mensal (%)	Fev.	-0.2		0.7
	Abr. 16	Índice NAHB de sentimento na construção (pontos)	Abr.	38		39
	Apr. 17	Início de novas construções – mensal (%)	Mar.	-5.5		11.2
	Apr. 17	Licenças de construção – mensal (%)	Mar.	-0.6		-1.0
	Apr. 17	Novos pedidos semanais de subsídio desemprego (milhares)	Apr. 12	225		223
	Apr. 17	Índice Philadelphia Fed (pontos)	Apr.	3.0		12.5
Zona Euro	Apr. 15	Produção industrial – mensal / homóloga (%)	Fev.	0.2 / -0.8		0.0 / 0.8
	Apr. 16	IPC – mensal / homóloga (%)	Mar. F	0.6 / 2.2		0.4 / 2.3
	Apr. 16	IPC core – homóloga (%)	Mar. F	2.4		2.6
	Abr. 17	BCE anuncia taxa da facilidade de depósito (%)*	Abr. 17	2.25		2.5
Alemanha	Apr. 15	Índice ZEW de expectativas (pontos)	Apr.	10.0		51.6
	Apr. 17	IPP – mensal / homóloga (%)	Mar.	-		-0.2 / 0.7
Portugal	Abr. 17	IPP – mensal / homóloga (%)	Mar.	-		0.3 / -0.4
Reino Unido	Apr. 16	IPC – mensal / homóloga (%)	Mar.	0.4 / 2.7		0.4 / 2.8
	Apr. 16	IPC core – homóloga (%)	Mar.	3.4		3.5
China	Apr. 14	Exportações – homóloga (%)	Mar.	4.6	12.4	-3.0
	Apr. 14	Importações – homóloga (%)	Mar.	-2.1	-4.3	1.5
	Apr. 16	PIB – trimestral / homóloga (%)	1T	1.4 / 5.2		1.6 / 5.4
	Apr. 16	Produção industrial – homóloga (%)	Mar.	5.8		5.9
	Apr. 16	Vendas a retalho – homóloga (%)	Mar.	4.2		4.0
	Apr. 16	Preços da habitação – homóloga (%)	Mar.	-4.4		-4.8
	Apr. 16	Investimento em activos fixos – homóloga YTD (%)	Mar.	4.1		4.1
Japão	Apr. 18	IPC – homóloga (%)	Mar.	3.7		3.7

Indicadores e eventos económicos mais recentes

Região	Data		Período	Estimado	Actual	Anterior
EUA	Abr. 09	Fed publica minutas da última reunião de política monetária	Mar. 19			
	Abr. 10	IPC – mensal / homóloga (%)	Mar.	0.1 / 2.6	-0.1 / 2.4	0.2 / 2.8
	Abr. 10	IPC core – mensal / homóloga (%)	Mar.	0.3 / 3.0	0.1 / 2.8	0.2 / 3.1
	Abr. 10	Novos pedidos de subsídio desemprego (milhares)	Abr. 05	223	223	219
	Abr. 11	IPP – mensal / homóloga (%)	Mar.	0.2 / 3.3	-0.4 / 2.7	0.0 / 3.2
	Abr. 11	IPP core – mensal / homóloga (%)	Mar.	0.3 / 3.6	-0.1 / 3.3	-0.1 / 3.4
	Abr. 11	Índice de confiança dos consumidores da Univ. Michigan (pontos)	Abr. E	54.0	50.8	57.0
Zona Euro	Abr. 07	Vendas a retalho – mensal / homóloga (%)	Fev.	0.5 / 1.9	0.3 / 2.3	0.0 / 1.8 (r+)
Alemanha	Abr. 07	Produção industrial – mensal / homóloga (%)	Fev.	-1.0 / -3.6	-1.3 / -4.0	2.0 / -1.6
	Abr. 07	Exportações – mensal (%)	Fev.	1.5	1.8	0.0 (r+)
Portugal	Abr. 10	IPC – mensal / homóloga (%)	Mar. F	1.4 / 1.9	1.4 / 1.9	-0.1 / 2.4
Reino Unido	Abr. 11	PIB – mensal (%)	Fev.	0.1	0.5	-0.1
	Abr. 11	Produção industrial – mensal / homóloga (%)	Fev.	0.1 / -2.3	1.5 / 0.1	-0.5 / -0.5
China	Abr. 10	IPP – homóloga (%)	Mar.	-2.3	-2.5	-2.2
	Abr. 10	IPC – homóloga (%)	Mar.	0.1	-0.1	-0.7
Brasil	Abr. 11	Inflação IPCA – mensal / homóloga (%)	Mar.	0.5 / 5.5	0.6 / 5.5	1.3 / 5.1

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

MACRO VIEWS (1/2)



ACTIVIDADE

GLOBAL Deterioração marcada da confiança e do *outlook*, com o anúncio de novas tarifas pelos EUA. Aumentam riscos de fragmentação da economia global e de impactos adversos no crescimento e na inflação. Economia dos EUA relativamente mais penalizada que outras geografias (Europa, China). Aumento dos receios de recessão em 2025-26.

EUA PIB abrandou para 2.4% 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 Mar'25, de 2.3% para 2.2% YoY. *Core* desceu de 2.6% para 2.5% YoY, com inflação nos serviços a descer para 3.4% e nos bens industriais ex-energia a manter-se em 0.6% YoY.

PORTUGAL Inflação caiu de 2.4% para 1.9% YoY em Mar'25 ou de 2.5% para 1.9% YoY na *core*. Preços com variação 0% YoY na energia (1.5%YoY em Fev) e 2.8% YoY na alimentação não processada (2.4% antes). Inflação média em 2.4%.



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 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 2 a 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 tinha subido ~100 bps desde mínimos de Set'24 até mid-Jan'25, para ~4.8%, com sinais de robustez da economia dos EUA. Descida para ~4.1% até Apr'25, com uma deterioração do *outlook*. Nova tendência de subida das *yields* até ~4.5%, mas reflectindo perda de confiança associada à imprevisibilidade da política comercial.

ZONA EURO Subida da *yield* do Bund a 10 anos desde mínimos de Dez'24, primeiro acompanhando os Treasuries, depois com expectativas de aumento da despesa pública em Defesa e infraestruturas. Após tocar ~2.82% em Março, *yield* do Bund a 10Y desceu para ~2.55% (reflectindo maior procura como activo de refúgio). *Spreads* da periferia com ligeira subida.

MACRO VIEWS (2/2)



CÂMBIOS

EUA Forte depreciação em termos efectivos, com o aumento dos receios de recessão na economia americana e com o recuo da confiança dos investidores nos EUA enquanto destino estável e previsível de investimento.

ZONA EURO Apreciação YTD face ao dólar, com receios sobre a economia dos EUA, com expectativas de uma política orçamental mais expansionista e com melhor desempenho relativo 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 depreciação face ao USD desde Março, no contexto do reforço das tarifas impostas pelos EUA. Guerra comercial e persistência de pressões deflacionistas na economia poderão manter pressão sobre o renminbi.



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	11/4/2025	YTD (%)	Previsão	Forward	Previsão	Forward
EUR / USD	1.136	9.7	1.03	1.14	1.02	1.16
EUR / GBP	0.868	4.9	0.82	0.87	0.83	0.89
EUR / JPY	163.03	0.2	159.65	162.18	147.90	160.26
EUR / CHF	0.926	-1.5	0.94	0.92	0.98	0.91
EUR / PLN	4.287	0.2	4.30	4.32	4.30	4.40
EUR / AUD	1.804	7.8	1.61	1.81	1.55	1.83
USD / JPY	143.54	-8.7	155.00	142.06	145.00	138.21
GBP / USD	1.309	4.6	1.26	1.54	1.23	1.31
USD / BRL	5.867	-5.0	6.00	6.00	6.10	6.38
EUR / BRL	6.666	4.2	6.18	6.85	6.22	7.40

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	97.7	94.9	93.7	-0.3	1.2	0.7	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.

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

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