

20 a 26 de Novembro de 2023

- Uma afirmação conhecida é a de que o Fed costuma subir os juros “até que alguma coisa na economia quebre”. Mas os juros subiram e nada ainda (de muito relevante) se quebrou. Desemprego baixo e consumo resiliente.
- A recente descida da inflação e dos juros de mercado tem, no contexto de um desemprego baixo, favorecido um cenário de *soft landing*. As *yields* da dívida pública recuaram na última semana, aliviando as condições financeiras.
- Risco de recessão mais à frente não deve ainda ser afastado. Mercados de trabalho e de crédito em foco.

Descida da inflação e juros suporta (para já) *soft landing*.

Fed costuma subir os juros de referência “até que alguma coisa quebre”...

A subida agressiva das taxas directoras por parte dos bancos centrais, e o compromisso de as manter em níveis “suficientemente restritivos” por um período de tempo longo, têm gerado receios de que os EUA e a Europa possam entrar, eventualmente, em recessão. A subida das taxas foi rápida e níveis restritivos dos juros tendem a reflectir-se negativamente na actividade económica. Uma afirmação conhecida nos mercados é a de que o Fed costuma subir os juros “até que alguma coisa na economia quebre”. Contudo, a expectativa de uma recessão tem sido contrariada ao longo dos últimos meses. Os juros subiram e nada ainda se quebrou. Nos EUA, o PIB cresceu 4.9% (em termos anualizados) no 3º trimestre, em aceleração, suportado em grande medida pelo consumo privado. E a taxa de desemprego mantém-se baixa, em 3.9% da população activa. A actividade industrial tem estado em queda, mas os serviços mantêm-se em expansão. Na Zona Euro, o comportamento do PIB em 2023 sugere uma economia próxima da estagnação. Mas, em 6.5% da população activa, a taxa de desemprego encontra-se ainda abaixo dos níveis observados no início do ano.

...mas, com a inflação a cair, probabilidade atribuída a *soft landing* é vista a aumentar.

Na última semana, soube-se que os preços desaceleraram mais que o esperado nos EUA, em Outubro (de 3.7% para 3.2% YoY no IPC). A descida da inflação tem alimentado a expectativa de que os bancos centrais terão já terminado o actual ciclo de subida dos juros, e que poderão mesmo reduzi-los no próximo ano. A evidência de desaceleração dos preços contribuiu, na última semana, para uma descida dos juros de mercado, aliviando a restritividade das condições financeiras. Com o desemprego a manter-se baixo e o consumo resiliente, o sucesso no controlo da inflação tenderia a favorecer um cenário de *soft landing* (i.e. um abrandamento benigno das economias, com a inflação a cair sem grandes custos ao nível do emprego). Neste sentido, o sentimento positivo beneficiou também o mercado accionista.

Risco de recessão não deve ser ainda afastado. Mercados de trabalho e crédito em foco.

Outra leitura menos optimista é a de que os efeitos dos aumentos dos juros ainda não se fizeram sentir plenamente. De acordo com esta visão, a permanência dos juros em níveis elevados acabará por traduzir-se numa quebra da actividade. Aliás, é comum as recessões serem antecedidas por expectativas de *soft landing*. Nos EUA, muitas empresas e famílias aproveitaram o período de taxas baixas em 2020-21 para refinanciarem dívida e fixarem prestações reduzidas. Mas estimam-se, para os próximos dois anos, necessidades de refinanciamento elevadas, que levarão a aumentos dos encargos financeiros, com impactos no investimento e no emprego. A tendência no desemprego parece ser, aliás, de subida, nos EUA e na Europa. Este aumento – se sustentado – poderá levar a uma retracção mais visível do consumo. E a política orçamental não deverá ter a mesma margem de manobra de actuação dos últimos anos. O risco de uma recessão (ainda que uma relativamente contida) não deve, assim, ser já afastado. Será importante acompanhar a evolução das condições no mercado de crédito e no mercado de trabalho, que farão a diferença entre um *soft landing* e um cenário pior.



A Última Semana

- Nos EUA, inflação recuou em Out de 3.7% para 3.2% YoY, mais que o esperado. *Core* baixou para 4% YoY. Preços no produtor desaceleraram para 1.3% YoY. Vendas a retalho caíram 0.1% MoM em Out nos EUA.
- *Yield* do Treasury a 10Y recuou 21 bps na semana, para 4.44%.
- Acordo orçamental no Congresso adiou risco de *Government shutdown* nos EUA para Jan-Fev'24. Encontro Biden-Xi atenuou tensões EUA-China.
- Inflação recuou no R. Unido em Out, de 6.7% para 4.6% YoY. Vendas a retalho cresceram mais que o esperado na China em Out.
- Petróleo entrou em *bear market*.
- Moody's subiu *rating* soberano de Portugal em 2 graus, para A3.



Esta semana

- Javier Milei (que prometeu fechar o Banco Central e adoptar o dólar como divisa) vence as eleições presidenciais na Argentina.
- Divulgação das minutas da última reunião do comité de política monetária do Fed. Encomendas de bens duradouros terão recuado nos EUA em Out.
- Na Zona Euro, PMIs de Nov deverão sugerir queda da actividade na indústria e serviços, mas confiança no consumo terá subido ligeiramente. Na Alemanha, confiança empresarial (IFO) também com subida.

ECONOMIA GLOBAL



Descida da inflação e abrandamento da actividade. Sentimento melhora.

- **EUA** A inflação medida pelo IPC recuou em Outubro mais que o esperado, de 3.7% para 3.2% YoY. A nível *core*, o recuo foi de 4.1% para 4% YoY. Estes números justificam o cenário de pausa do Fed na subida dos juros de referência.
- **ZONA EURO** A produção industrial caiu 1.1% MoM em Setembro, acentuando a queda homóloga para 6.9%. Esta semana, os PMIs de Novembro deverão permanecer em valores consistentes com uma ligeira contracção da actividade.
- **ARGENTINA** Javier Milei foi eleito Presidente, com um programa que inclui a dolarização da economia, a abolição do banco central e uma forte redução da despesa pública. A incerteza sobre a execução e os resultados é muito elevada.

EUA: Inflação recuou mais que o esperado em Outubro.

A inflação medida pelo IPC recuou em Outubro mais que o esperado, de 3.7% para 3.2% YoY, depois de uma variação mensal nula dos preços. A energia continuou a desempenhar um papel importante no movimento de desinflação, com quedas de 2.5% MoM e 4.5% YoY nos preços, acentuando o recuo do mês anterior. Já os preços da alimentação desaceleraram de 3.7% para 3.3% YoY. A nível *core*, a inflação recuou de 4.1% para 4% YoY, desafiando a expectativa de estabilização. Destaque para a componente dos bens *core* (com uma inflação de 0.1% YoY) e, dentro desta, dos automóveis usados (-7.1% YoY). Nos serviços, prossegue uma desaceleração mais gradual dos preços, com a componente do alojamento a recuar de 7.2% para 6.7% YoY. Espera-se a continuação desta tendência. No seu conjunto, estes números justificam o cenário de pausa do Fed na subida dos juros de referência.

Taxa de inflação homóloga (%)

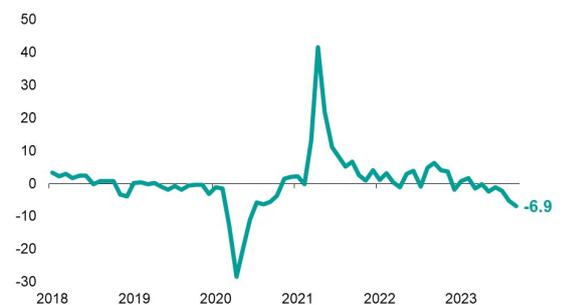


Fonte: Bloomberg.

Zona Euro: Produção industrial com forte quebra no 3º trimestre.

O índice ZEW de expectativas para a economia alemã registou uma melhoria expressiva em Novembro, ascendendo a 9.8 pontos, nível mais elevado desde Março. Este movimento reflectirá uma melhoria das perspectivas para o sector industrial, bem como a expectativa de uma continuação da descida da inflação e a perspectiva de que a subida dos juros de referência pelo BCE terá já terminado. No conjunto da Zona Euro, a produção industrial caiu 1.1% em Setembro face ao mês anterior, uma queda liderada pela produção de bens de consumo. Em termos homólogos, a queda acentuou-se, para 6.9%. Esta semana, destacar-se-á a divulgação (5ª feira) dos índices PMI de Novembro, que deverão permanecer em valores consistentes com uma ligeira contracção da actividade. Na 6ª feira, o índice IFO de clima empresarial na Alemanha poderá revelar uma melhoria em Novembro, pelo 2ª mês consecutivo.

Produção industrial (% t.v.h.)

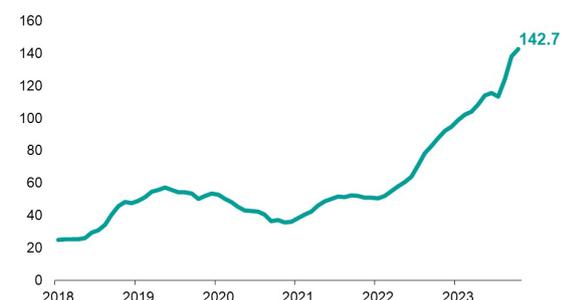


Fonte: Bloomberg.

Argentina: Milei vence Presidenciais e promete medidas inéditas.

Javier Milei venceu a 2ª volta das eleições presidenciais deste Domingo, com 55.8% dos votos, derrotando o candidato peronista Sergio Massa, até agora Ministro da Economia. Milei, economista libertário, apresentou um programa que, no plano económico, pretende romper com a estratégia recente do país, defendendo a dolarização da economia, a abolição do banco central e uma forte redução da despesa pública e do peso do Estado. A sua efectiva implementação será, contudo, difícil, tendo em conta a fragmentação do parlamento. Acresce que os níveis muito baixos das reservas do banco central dificulta o avanço, no imediato, para um processo de dolarização. O mercado antecipa, a curto prazo, uma desvalorização significativa do câmbio oficial do peso argentino, dados os já referidos baixos níveis de reservas.

Taxa de inflação homóloga (%)



Fonte: Bloomberg.

ECONOMIA PORTUGUESA

Melhoria das contas públicas e externas leva a subida do *rating* soberano.

- A Moody's anunciou a melhoria do *rating* soberano de Portugal em dois níveis, para A3, com *outlook* estável, citando a melhoria de perspectivas de médio prazo a nível económico e orçamental, e desvalorizando a actual crise política.
- O excedente da balança corrente e de capital subiu para EUR 6.2 bn (3.2% do PIB) em Jan-Set, resultado da diminuição do défice da balança de bens e do aumento dos excedentes das balanças de serviços, rendimento secundário e capital.

Moody's eleva *rating* soberano de Portugal em 2 níveis, para A3.

A Moody's anunciou a melhoria do *rating* soberano de Portugal em dois níveis, para A3, com *outlook* estável. A agência citou a melhoria de perspectivas de médio prazo, decorrente de "reformas económicas e orçamentais, da desalavancagem do sector privado e do fortalecimento do sector bancário". Em particular, a Moody's vê o *outlook* a beneficiar de investimentos e reformas no âmbito da execução do PRR. Em contraste com outras economias, a agência vê os impactos de uma demografia adversa no crescimento potencial a serem mitigados pelo aumento dos fluxos líquidos de imigração, pela subida da taxa de participação no mercado de trabalho e por ganhos de produtividade. Neste contexto, a Moody's espera que o crescimento da economia e saldos orçamentais próximos do equilíbrio se traduzam num ritmo relativamente rápido de diminuição do peso de dívida pública no PIB.

Excedente das contas externas sobe para 3.2% do PIB em Jan-Set.

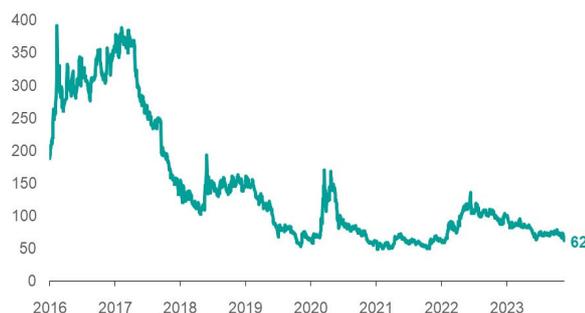
A Moody's admite que a actual crise política é um risco negativo, mas a agência acredita que o quadro institucional existente lidará eficazmente com a situação. A classificação agora atribuída pela Moody's é a melhor desde 2011, tendo sido a terceira agência a melhorar o *rating* de Portugal este ano, após a Fitch (para A-, equivalente ao A3) e a DBRS (para A). A notação A3 é superior à atribuída pela Moody's à dívida de Espanha, o que é inédito. Ao nível dos indicadores, merece destaque o aumento do excedente da balança corrente e de capital, para EUR 6.2 mil milhões (3.2% do PIB) no período Jan-Set, resultado da diminuição do défice da balança de bens e do aumento dos excedentes das balanças de serviços (turismo), de rendimento secundário e de capital (PRR).

Principais Indicadores Económicos

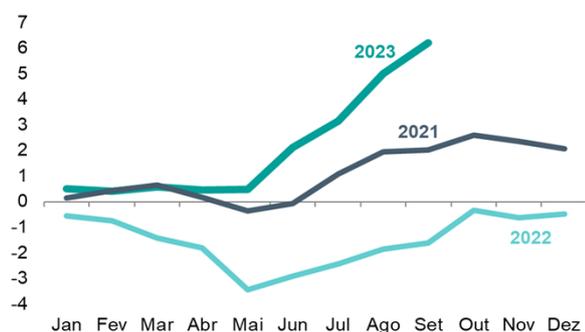
var. anual (%), exc. quando indicado	2021	2022 ^E	2023 ^P	2024 ^P
PIB	5.7	6.8	2.1	1.4
Consumo Privado	4.7	5.6	1.0	0.8
Consumo Público	4.6	1.4	1.2	1.2
Investimento	10.1	3.0	1.5	4.7
Exportações	13.4	17.4	4.2	2.0
Importações	13.2	11.1	1.3	3.4
Inflação Média Anual	1.3	7.8	4.6	2.9
Saldo Orçamental (% PIB)	-2.9	-0.3	0.8	0.1
Dívida Pública (% PIB)	124.5	112.4	103.0	99.0
Desemprego (% pop. activa)	6.6	6.0	6.5	6.7
Saldo Externo (% PIB)	0.6	-0.2	3.3	2.4

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

Spread da yield da OT 10Y vs. Bund (bps)



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



Fontes: Bloomberg, Banco de Portugal, novobanco.

Zoom

População e indicadores demográficos

População e indicadores demográficos	2019	2020	2021	2022
POPULAÇÃO				
População	10 375 395	10 394 297	10 421 117	10 467 366
Taxa de Crescimento Natural (%)	-0.24	-0.37	-0.43	-0.39
Taxa de Crescimento Migratório (%)	0.65	0.56	0.69	0.83
Taxa de Crescimento Efectivo (%)	0.40	0.18	0.26	0.44
NATALIDADE E FECUNDIDADE				
Nados Vivos (N.º)	86 579	84 530	79 582	83 671
Índice Sintético de Fecundidade (N.º)	1.43	1.41	1.35	1.43
Idade média da mulher ao nascimento do 1º filho	29.9	30.2	30.4	30.3
MORTALIDADE E ESPERANÇA DE VIDA				
Óbitos (N.º)	111 843	123 396	124 841	124 311
Esperança média de vida à nascença	81.05	81.22	80.97	80.96
Esperança média de vida aos 65 anos	19.73	19.86	19.62	19.61
NUPCIALIDADE				
Casamentos (N.º)	33 272	18 902	29 057	36 952
Idade média da mulher ao 1º casamento	32.4	33.4	32.9	33.7
Idade média do homem ao 1º casamento	33.9	34.9	34.3	35.1
Divórcios decretados (N.º)	20 421	17 295	17 279	18 464
MIGRAÇÕES INTERNACIONAIS				
Imigrantes permanentes (N.º)	95 382	83 654	97 119	117 843
Emigrantes permanentes (N.º)	28 219	25 886	25 079	30 954
Emigrantes temporários (N.º)	48 821	42 323	40 904	40 763

Fonte: INE.

MERCADOS – Juros e Câmbios



Queda da inflação nos EUA leva a forte descida das *yields* e do dólar.

- O recuo da inflação nos EUA em Outubro conduziu a uma descida acentuada das *yields* da dívida pública norte-americana, e a uma antecipação da expectativa de um primeiro corte dos juros pelo Fed no final do 1º semestre de 2024.
- A expectativa de que o Fed não elevará mais a taxa *fed funds*, e a antecipação, pelo mercado, de um 1º corte em Mai-Jun'24 levou a uma depreciação do dólar na semana. A cotação EUR/USD regressou a valores superiores a 1.09.

Taxas de Juro

Yields da dívida americana recuam acentuadamente.

A passada semana ficou marcada por uma descida acentuada das *yields* da dívida pública norte-americana, a que corresponde uma valorização dos respectivos títulos. Para este desempenho contribuiu a divulgação dos dados de inflação de Outubro nos EUA, revelando uma desaceleração dos preços mais expressiva que o esperado. Esta evolução, bem como o tom enfraquecido dos dados das vendas a retalho e produção industrial, consolidou a expectativa de que o Fed não procederá a nenhuma subida adicional da taxa *fed funds*, antecipando o mercado um primeiro movimento de descida daquela taxa para Maio ou Junho de 2024. A curva de rendimentos norte-americana desceu em todas as maturidades, e de forma mais acentuada entre os 5 e os 10 anos. Também na Europa se assistiu a um movimento generalizado de descida de *yields*, embora não tão acentuado. A taxa do Bund alemão a 2 anos regressou a níveis inferiores a 3%. Merece destaque a descida das taxas da dívida de Portugal e de Itália, depois da melhoria de *rating* (no 1º caso) e de *outlook* (no 2º) pela Moody's. O *spread* da dívida portuguesa face à alemã a 10 anos reduz-se para 62 bps no início desta semana.

Câmbios

Cotação EUR/USD regressa a valores superiores a 1.09.

A semana ficou marcada por uma forte depreciação do dólar face à generalidade das divisas. A queda da divisa americana, de 1.7% em termos efectivos (a mais acentuada desde Julho), prossegue no início desta semana e deve-se a uma revisão das expectativas para a actuação do Fed. Num quadro de descida mais clara da inflação nos EUA, o mercado deixou de esperar uma nova subida da taxa *fed funds*, antecipando para Maio ou Junho um primeiro movimento de descida. Assim, a cotação EUR/USD regressou a valores superiores a 1.09, para o que contribuiu também o tom agressivo de alguns responsáveis do BCE, mantendo em aberto a possibilidade de uma subida dos juros de referência na Zona Euro. Por seu turno, o iene retornou a níveis inferiores a USD/JPY 149. Merecem destaque os ganhos da coroa sueca e da coroa norueguesa, de 3.6% e 2.8% face ao dólar. O banco central sueco deverá anunciar esta 5ª feira uma nova subida dos juros (possivelmente a última).

O renminbi avançou 1% na semana relativamente ao dólar, favorecido pela injeção, pelo banco central da China, de um montante muito significativo de liquidez no sistema financeiro (de cerca de USD 200 mil milhões, o mais elevado desde 2016).

		17/11/2023			
DÍVIDA PÚBLICA		2Y	5Y	10Y	30Y
Alemanha					
	Yield	2.964	2.531	2.588	2.802
	Var. Semanal	-10	-12	-13	-13
	Var. YTD	20	-5	2	26
EUA					
	Yield	4.886	4.441	4.435	4.589
	Var. Semanal	-18	-24	-22	-17
	Var. YTD	46	44	56	63
Portugal					
	Yield	3.069	2.928	3.253	3.890
	Var. Semanal	-15	-19	-20	-17
	Var. YTD	27	-4	-33	-11

		2Y	5Y	10Y	30Y
SWAPS					
Europa					
	Yield	3.484	3.067	3.076	2.840
	Var. Semanal	-9	-12	-11	-9
	Var. YTD	9	-17	-13	31
EUA					
	Yield	4.705	4.158	4.093	3.917
	Var. Semanal	-19	-24	-21	-16
	Var. YTD	26	41	54	71

		1m	3m	6m	12m
M. MONETÁRIO					
Euribor					
	Spot	3.819	3.984	4.064	3.991
	Var. YTD	194	185	137	70
SOFR USD					
	Spot	5.333	5.367	5.363	5.201
	Var. YTD	97	78	58	33

	SPOT	Var. Semanal	Var. YTD
CRÉDITO			
iTraxx (EUR)			
Main	70.2	-7.2	-22.5
Crossover	388.6	-5.3	-18.0
Financeiras			
Sénior	81.3	-6.8	-18.2
Subordinadas	81.3	-6.8	-18.2

	SPOT	Var. Semanal	Var. YTD
CÂMBIOS			
EUR / USD	1.09	2.0	1.7
EUR / GBP	0.88	0.2	-1.1
GBP / USD	1.24	1.8	2.8
EUR / CHF	0.97	0.2	-2.2
USD / CNY	7.21	-1.1	4.5
USD / JPY	149.70	-1.2	14.3
EUR / NOK	11.79	-0.8	12.1
USD / BRL	4.91	0.0	-7.2
EUR / AOA	909.47	2.0	67.0

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

AGENDA DA SEMANA


Indicadores de actividade PMIs deverão manter quadro de desaceleração.

- Divulgação das minutas da última reunião do comité de política monetária do Fed. Encomendas de bens duradouros terão recuado nos EUA em Outubro.
- Na Zona Euro, PMIs de Nov deverão sugerir queda da actividade na indústria e serviços, mas confiança no consumo terá subido ligeiramente. Na Alemanha, confiança empresarial (IFO) também deverá ter subido.

Agenda da Semana – Principais eventos e indicadores

Região	Data	Período	Estimado	Actual	Anterior	
EUA	Nov. 21	Fed publica minutas da última reunião de política monetária				
	Nov. 22	Novos pedidos semanais de subsídio desemprego (milhares)	Nov. 18	225	231	
	Nov. 22	Encomendas de bens duradouros – mensal (%)	Out.	-3.1	4.6	
	Nov. 22	Encomendas de bens duradouros exc. transporte – mensal (%)	Out.	0.2	0.4	
	Nov. 24	Índice PMI Manufacturing (pontos)	Nov.	49.8	50.0	
	Nov. 24	Índice PMI Serviços (pontos)	Nov.	50.5	50.6	
Zona Euro	Nov. 22	Confiança dos consumidores (pontos)	Nov.	-17.6	-17.9	
	Nov. 23	Índice PMI Manufacturing (pontos)	Nov.	43.3	43.1	
	Nov. 23	Índice PMI Serviços (pontos)	Nov.	48.1	47.8	
Alemanha	Nov. 20	IPP – mensal / homóloga (%)	Out.	0.0 / -11.0	-0.1 / -11.0	-0.2 / -14.7
	Nov. 24	Índice IFO de clima empresarial (pontos)	Nov.	87.4		86.9
França	Nov. 21	Confiança na indústria (pontos)	Nov.	98		98
Portugal	Nov. 20	IPP – mensal / homóloga (%)	Out.	-	-0.2 / -5.0	0.2 / -5.2
Reino Unido	Nov. 23	Índice PMI Manufacturing (pontos)	Nov.	45.0		44.8
	Nov. 23	Índice PMI Serviços (pontos)	Nov.	49.7		49.5
	Nov. 24	Índice GfK de confiança dos consumidores (pontos)	Nov.	-31		-30
Japão	Nov. 23	IPC – homóloga (%)	Out.	3.4		3.0

Indicadores e eventos económicos mais recentes

Região	Data	Período	Estimado	Actual	Anterior	
EUA	Nov. 14	IPC – mensal / homóloga (%)	Out.	0.1 / 3.3	0.0 / 3.2	0.4 / 3.7
	Nov. 14	IPC core – mensal / homóloga (%)	Out.	0.3 / 4.1	0.2 / 4.0	0.3 / 4.1
	Nov. 15	Vendas a retalho – mensal (%)	Out.	-0.2	-0.1	0.8 (r+)
	Nov. 15	IPP – mensal / homóloga (%)	Out.	0.1 / 1.9	-0.5 / 1.3	0.4 / 2.2
	Nov. 15	Índice Empire Manufacturing (pontos)	Nov.	-3.0	9.1	-4.6
	Nov. 16	Novos pedidos semanais de subsídio desemprego (milhares)	Nov. 11	220	231	218 (r+)
	Nov. 16	Índice Philadelphia Fed (pontos)	Nov.	-8.0	-5.9	-9.0
	Nov. 16	Produção industrial – mensal (%)	Out.	-0.4	-0.6	0.1 (r-)
	Nov. 17	Início de novas construções – mensal (%)	Out.	-0.6	1.9	3.1 (r-)
Zona Euro	Nov. 15	Produção industrial – mensal / homóloga (%)	Set.	-1.0 / -6.3	-1.1 / -6.9	0.6 / -5.1
	Nov. 15	Comissão Europeia apresenta previsões de Outono				
Alemanha	Nov. 14	Índice ZEW de expectativas (pontos)	Nov.	5.0	9.8	-1.1
Portugal	Nov. 14	Custos do trabalho – homóloga (%)	3 T	-	4.9	3.7 (r+)
	Nov. 17	Agência Moody's revê rating atribuído à dívida pública				
Reino Unido	Nov. 15	IPC – mensal / homóloga (%)	Out.	0.1 / 4.7	0.0 / 4.6	0.5 / 6.7
	Nov. 15	IPC core – homóloga (%)	Out.	5.8	5.7	6.1
	Nov. 17	Vendas a retalho – mensal / homóloga (%)	Out.	0.4 / -1.6	-0.3 / -2.7	-1.1 / -1.3 (r-)
Japão	Nov. 14	PIB – trimestral (%)	3 T	-0.1	-0.5	1.1 (r-)
China	Nov. 15	Produção industrial – homóloga (%)	Out.	4.5	4.6	4.5
	Nov. 15	Vendas a retalho – homóloga (%)	Out.	7.0	7.6	5.5

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

ROTEIRO (1/2)



ACTIVIDADE

GLOBAL EUA resilientes vs. China e Zona Euro frágeis. Actividade industrial em contracção e sinais de desaceleração ou contracção nos serviços. Condições financeiras restritivas sustentam expectativa de abrandamento da actividade global.

EUA PIB subiu 4.9% QoQ anualizado no 3Q'23 (2.1% no 2Q'23), suportado pelo consumo privado, pela variação de *stocks* e pela despesa pública. Indicadores recentes sustentam expectativa de abrandamento no 4Q.

ZONA EURO Contracção de 0.1% QoQ no 3Q, após crescimento de 0.2% no 2Q. Arrefecimento da procura (incluindo nos serviços), no contexto de condições financeiras mais restritivas.

PORTUGAL Queda de 0.2% do PIB no 3Q (vs. 0.0% no 2Q), com contributo negativo da procura externa líquida. Crescimento homólogo recuou de 2.6% para 1.9%. Sinais de moderação da actividade no turismo. Inflação elevada e subida dos juros deverão penalizar a procura interna e levar a uma desaceleração do crescimento em 2023, de 6.7% para um registo em torno de 2.1%; e em 2024, para um registo em torno de 1.4%.

CHINA PIB cresceu 1.3% QoQ no 3Q'23 vs. 0.5% no 2Q, com o efeito de estímulos selectivos à economia. Desaceleração homóloga de 6.3% para 4.9% YoY. Imobiliário ainda é um risco (investimento cai). Indicadores de consumo estabilizam.



INFLAÇÃO

EUA Inflação recuou mais que o esperado em Out (mas ainda acima da meta). Serviços (sobretudo alojamento) impedem descida mais rápida. Inflação homóloga excluindo componente de *shelter* já em torno do *target* de 2%.

ZONA EURO Inflação recua mais que o esperado em Set e Out, com efeitos de base favoráveis e arrefecimento da procura. Subida dos preços da energia é um risco. Inflação persistente nos serviços e a nível *core*, mas já abaixo de 5% YoY.

PORTUGAL Inflação recuou de 3.6% para 2.1% YoY em Out. Queda dos preços da energia passou de -4.1% para -12% YoY. Desaceleração dos preços na alimentação, para 4% YoY. Inflação *core* recua de 4.1% para 3.5% YoY.



BANCOS CENTRAIS

EUA Depois de 4 subidas de 75 bps (Jun-Nov 2022) e de um movimento de 50 bps (Dez'22), Fed moderou ritmo de subida dos juros de referência em 2023, com 4 movimentos de 25 bps (Fev-Jul). Moderação da actividade e dos preços justificaram pausa em Setembro e Novembro. Ciclo de *tightening* terá chegado ao fim, embora Fed admita novas subidas, se necessário.

ZONA EURO BCE subiu juros em 25 bps em Setembro (+450 bps desde Jul 2022) e fez uma pausa em Outubro, com o actual nível a ser visto como "suficientemente restritivo" para baixar a inflação para a meta. Postura da autoridade monetária é descrita como *data dependent*. Mercado antecipa eventual primeira descida dos juros só na 2H 2024.

REINO UNIDO Banco de Inglaterra manteve *Bank rate* em 5.25%, em Novembro, com 6 votos a favor vs. 3 votos a defenderem uma subida. Manutenção dos juros reflectirá maior peso atribuído aos receios de recessão. Subida adicional até final do ano não está posta de parte, mas é agora pouco provável. Juros em níveis restritivos por um período longo.



JUROS DE MERCADO

EUA *Yields* dos Treasuries recuaram no início do ano com instabilidade financeira (colapso do SVB) e desaceleração da actividade. Evolução da *yield* a 10 anos num *range* em Abril-Julho, com oscilações. Subida mais visível a partir de Ago, tocando já em 5% em Out, com expectativa de juros altos por mais tempo. Novo recuo em Nov, com arrefecimento da actividade e pausa do Fed, mas resistência à descida, dados os défices públicos elevados e a forte polarização política.

ZONA EURO *Yield* do Bund a 10 anos num *range* em Abril-Julho (com oscilações). Subida entre Ago e Out, e alívio em Nov, acompanhando os Treasuries. Curva de rendimentos em "desinversão". *Spreads* da periferia com ligeira subida.

ROTEIRO (2/2)



CÂMBIOS

EUA Dólar com tendência de depreciação em termos efectivos desde o final de Outubro, e com variação *year-to-date* próxima de zero, com sinais de descida da inflação nos EUA e expectativas mais dovish sobre o Fed.

ZONA EURO Ganho *year-to-date* face ao dólar, com discurso relativamente mais *hawkish* do BCE e perspectiva de que o ciclo de subida dos juros do Fed possa já ter terminado, dando lugar a descidas em meados de 2024.

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

CHINA Depois de um período de alguma estabilidade, renminbi recuou ligeiramente face ao USD, pressionado pela descida da inflação na China para valores negativos e pela persistência de problemas no sector imobiliário doméstico.



RISCOS

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

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

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

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



CENÁRIO OPTIMISTA

Atenuação das tensões em torno da Ucrânia, aliviando os preços da energia. Alívio dos impactos da pandemia. Sinais de estabilização da inflação e moderação mais rápida e visível que o esperado da subida dos preços, com reequilíbrio entre oferta e procura globais e normalização das *supply chains*.

Bancos Centrais mantêm condições de financiamento relativamente favoráveis, permitindo continuação de um quadro de juros de mercado contidos e de crescimento económico sólido, com uma recuperação mais rápida da actividade.



CENÁRIO PESSIMISTA

Escalada do conflito Rússia-Ucrânia e das tensões Rússia-Occidente. Alastramento das tensões no Médio Oriente. Impactos das sanções (Rússia, Irão,...). Forte subida dos preços da energia (petróleo e gás natural), sobretudo na Europa. Instabilidade financeira. Novas variantes mais transmissíveis e severas do SARS-Cov-2 forçam novas restrições à actividade. Novos problemas nas *supply chains*. Tensões EUA-China (Taiwan). Inflação maior e mais persistente. Bancos centrais adoptam posturas mais restritivas. 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)	(%)	Dez. 2023	Mar. 2024	Jun. 2024
EUA	<i>Fed funds rate</i>	26.07.2023	+25	5.25-5.50	5.25-5.50	5.25-5.50	5.25-5.50
Zona Euro	Taxa da facilidade de depósito	14.09.2023	+25	4.00	4.00	4.00	4.00
Reino Unido	<i>Bank rate</i>	03.08.2023	+25	5.25	5.25	5.25	5.25
Japão	<i>Policy-rate balance rate</i>	29.01.2016	-20	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10
Brasil	Taxa <i>Selic</i>	01.11.2023	-50	12.25	11.75	10.75	9.75

Câmbio	17/11/2023		3 meses		12 meses	
	YTD (%)	Previsão	Forward	Previsão	Forward	
EUR / USD	1.089	1.7	1.09	1.09	1.10	1.11
EUR / GBP	0.876	-1.1	0.88	0.88	0.90	0.89
EUR / JPY	163.030	16.2	158.05	161.28	149.60	156.73
EUR / CHF	0.965	-2.2	0.98	0.96	1.01	0.94
EUR / PLN	4.389	-6.2	4.60	4.42	4.65	4.50
EUR / AUD	1.674	6.6	1.60	1.68	1.53	1.69
USD / JPY	149.700	14.3	145.00	147.51	136.00	141.56
GBP / USD	1.244	2.8	1.24	1.24	1.22	1.25
USD / BRL	4.906	-7.2	5.00	4.96	5.00	5.10
EUR / BRL	5.324	-6.0	5.45	5.42	5.50	5.64

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)			
	(2021 ^E , USD Mil Milhões)	2021	2022	2023 ^P	2024 ^P	2021	2022	2023 ^P	2024 ^P	2021	2022	2023 ^P	2024 ^P
Mundo	97 076.3	6.2	3.4	2.8	3.0	4.7	8.7	7.0	4.9				
EUA	22 996.1	5.9	2.1	1.6	1.1	4.7	8.0	4.5	2.3	5.4	3.6	3.8	4.9
China	17 744.6	8.4	3.0	5.2	4.5	0.9	1.9	2.0	2.2	4.0	4.2	4.1	3.9
Japão	4 932.6	2.1	1.1	1.3	1.0	-0.2	2.5	2.7	2.2	2.8	2.6	2.3	2.3
União Europeia	17 165.4	5.4	3.5	0.7	1.6	2.9	9.2	6.4	2.8	7.6	7.0	7.0	7.0
Zona Euro	14 558.6	5.9	3.4	0.7	1.2	2.6	8.4	5.6	3.2	7.7	6.7	6.5	6.7
Alemanha	4 262.8	2.6	1.8	-0.5	1.0	3.2	8.7	6.3	2.4	3.6	2.9	3.4	3.3
França	2 957.4	6.8	2.5	1.0	1.3	2.1	5.9	5.2	2.5	7.9	7.5	7.6	7.5
Itália	2 101.3	7.0	3.7	0.7	0.7	1.9	8.7	6.1	2.6	9.5	8.8	9.4	9.3
Espanha	1 426.2	5.5	5.8	2.5	1.7	3.0	8.3	4.4	2.3	14.8	12.7	12.3	12.1
Portugal	250.1	5.7	6.8	2.1	1.4	1.3	7.8	4.6	2.9	6.6	6.0	6.5	6.7
Reino Unido	3 187.6	7.6	4.0	-0.3	1.0	2.6	9.1	6.8	3.0	4.5	3.7	4.2	4.7
Brasil	1 608.1	5.0	2.9	0.9	1.5	8.3	9.3	5.0	4.8	11.1	7.9	8.2	8.1
Índia	3 176.3	8.7	6.8	5.9	6.3	5.5	6.7	4.9	4.4	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Angola	75.2	0.8	2.8	3.5	3.7	25.8	21.4	11.7	10.8	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Moçambique	15.8	2.3	4.1	5.0	8.2	5.7	9.8	7.4	6.5	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.

País/Região	PIB per capita	Dívida Pública (%)				Saldo Orçamental (%)				Balança Corrente (%)			
	(2021 ^E , USD, PPP)	2021	2022	2023 ^P	2024 ^P	2021	2022	2023 ^P	2024 ^P	2021	2022	2023 ^P	2024 ^P
EUA	69 227.1	126.4	121.7	122.2	125.8	-116	-5.5	-6.3	-6.8	-3.6	-3.6	-2.7	-2.5
China	19 259.6	718	77.1	82.4	87.2	-6.0	-7.5	-6.9	-6.4	18	2.3	14	11
Japão	44 671.3	255.4	261.3	258.2	256.3	-6.2	-7.8	-6.4	-4.0	3.9	2.1	3.0	4.0
União Europeia	48 908.6	89.8	86.9	85.0	83.6	-4.6	-3.6	-3.1	-2.7	3.3	1.1	1.5	2.1
Zona Euro	50 774.1	95.3	93.0	91.3	89.8	-5.1	-3.8	-3.3	-2.8	2.8	-0.8	1.1	1.4
Alemanha	58 757.2	69.6	71.1	68.3	65.6	-3.7	-3.3	-2.5	-1.5	7.4	4.2	5.3	6.3
França	51 322.3	112.6	111.8	112.5	113.5	-6.4	-5.1	-5.6	-5.0	0.4	-1.3	-1.5	-1.2
Itália	46 164.6	150.9	147.2	147.1	146.1	-7.2	-5.4	-3.9	-3.5	2.4	-0.2	0.3	0.9
Espanha	41 838.2	118.6	113.6	112.1	110.1	-6.9	-4.9	-4.4	-4.2	0.9	-0.2	-0.2	-0.1
Portugal	36 892.2	124.5	112.4	103.0	99.0	-2.9	-0.3	0.8	0.1	-0.8	-1.5	1.0	0.8
Reino Unido	50 522.7	108.1	102.6	106.2	109.7	-8.3	-6.3	-5.8	-4.4	-1.5	-5.6	-5.2	-4.4
Brasil	16 160.5	90.7	85.9	88.4	91.5	-4.3	-4.6	-8.8	-8.2	-2.8	-2.9	-2.7	-2.7
Índia	7 315.5	84.7	83.1	83.2	83.7	-9.6	-9.6	-8.9	-8.3	-1.2	-2.6	-2.2	-2.2
Angola	6 969.6	86.9	67.1	63.3	59.2	3.8	1.6	-0.2	-1.9	11.2	11.0	6.2	3.1
Moçambique	1 347.7	107.2	76.1	102.8	103.1	-3.6	-5.2	-4.8	-3.1	-22.8	-36.0	-13.3	-34.6

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 +351 21 310 64 93

Tiago Lavrador tiago.lavrador@novobanco.pt +351 21 310 64 94

Catarina Silva catarina.silva@novobanco.pt +351 21 310 64 92

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