

### BCE corta juros. Fed sob fogo (independência em risco?).

#### BCE corta juros em 25 bps e mercado espera mais descidas este ano.

Como antecipado, na última semana o BCE reduziu as suas taxas directoras em 25 bps, deixando a taxa de juro da facilidade de depósito em 2.25%. No comunicado que acompanhou a decisão e na conferência de imprensa da presidente Lagarde, o BCE afirmou que o processo de desinflação está “bem encaminhado”, com o crescimento dos salários a moderar e os lucros das empresas a amortecerem parcialmente o impacto do crescimento ainda elevado dos salários sobre a inflação. O indicador *wage tracker* do BCE sugere uma desaceleração dos salários negociados na Zona Euro de um pico de 5.3% YoY no 4Q 2024 para 4.7% YoY em Março-Abril 2025 e para 1.5% YoY no 4Q 2025. E estima-se que os lucros por unidade produzida tenham recuado 1.1% YoY no final de 2024. Neste contexto, a autoridade monetária vê um retorno sustentado da inflação ao objectivo de médio prazo de 2%. Recorde-se que, em Março, a inflação medida pelo IPC recuou para 2.2% YoY (ou 2.5% a nível *core*).

#### Choque das tarifas deverá ser desinflacionista para a Zona Euro.

O BCE antecipa uma nova expansão da actividade da Zona Euro no 1Q'25 (possivelmente repetindo o registo de 0.2% QoQ observado no 4Q'24). O crescimento deverá ser suportado pela redução do desemprego (para 6.1% da população activa em Fev'25, um mínimo histórico), pelo aumento dos salários reais, por uma ligeira recuperação da produção industrial, por uma gradual aceleração (ainda que moderada) dos empréstimos às empresas e à habitação, num contexto de descida das taxas de juro e, a prazo, pelo esperado aumento da despesa em defesa e em infraestruturas. Dito isto, o BCE assume também que as perspectivas de crescimento se deterioraram visivelmente, em resultado do aumento da incerteza associado às tensões comerciais e, provavelmente, de uma maior restritividade das condições financeiras, dada a reacção adversa e volátil dos mercados à imprevisibilidade da política comercial dos EUA. Vemos o choque das tarifas como sobretudo desinflacionista para a Zona Euro, via (i) choque negativo sobre a procura, (ii) apreciação do euro face ao dólar e (iii) possível redireccionamento das exportações da China, dos EUA para a Europa. Eventuais pressões inflacionistas poderiam advir de tarifas retaliatórias e/ou de disrupções nas cadeias globais de abastecimento. A Presidente Lagarde insistiu que o BCE se mantém *data dependent*. Mas é razoável assumir um *easing bias* na sua postura. O mercado espera agora dois novos cortes nas taxas directoras (de 25 bps) até ao final do ano, com uma probabilidade de 62% atribuída a um terceiro corte.

#### Fed sem pressa para cortar juros, vê a sua independência em risco. Dólar acentua queda.

Nos EUA, depois de, em Março, ter mantido os juros de referência inalterados (*target rate* dos *fed funds* em 4.25%-4.5%), a Reserva federal continua a não mostrar pressa em alterar a política monetária. Na semana passada, o Chair Powell defendeu que o Fed deveria aguardar por mais indicadores e por maior visibilidade sobre a direcção da economia americana, antes de voltar a alterar os juros de referência. Powell assume que as tarifas anunciadas pela Administração Trump são um desafio difícil, ao aumentarem os riscos de que a inflação (em alta) e o emprego (em baixa) se afastem dos objectivos do Fed. Perante o conflito no seu mandato dual (manter a inflação estável e estimular o emprego), Powell parece privilegiar a estabilidade de preços, sem a qual não considera possível a criação sustentável de emprego. O Presidente Trump criticou o Chair do Fed por não cortar os juros e defendeu a sua substituição o mais depressa possível. Powell termina o mandato apenas em Maio de 2026, mas algumas notícias sugerem que a Administração Trump estaria a avaliar formas de antecipar a sua saída. Receios em torno da perda de independência do Fed pressionaram em alta as *yields* dos Treasuries, geraram novo *sell-off* nas acções e acentuaram a depreciação do dólar.



#### A Última Semana

- O BCE cortou as taxas directoras em 25 bps (levando a facilidade de depósito para 2.25%), citando uma deterioração do outlook (com as tarifas dos EUA) e o risco de a reacção do mercado levar a condições financeiras mais restritivas. Mercado vê mais 2 a 3 cortes de 25 bps até final do ano. Fed (sem pressa de cortar juros) é fortemente criticado por Trump.
- Indicadores de sentimento ZEW (Alemanha) sofre fortes queda em Abril, em reacção ao contexto de incerteza gerado pelas tarifas.
- Nos EUA, vendas a retalho cresceram 1.4% MoM em Março (0.2% em Fev), com antecipação de despesas para fugir às tarifas.
- Inflação do reino Unido recuou em Mar, de 2.8% para 2.6% YoY.
- PIB da China manteve expansão de 5.4% YoY no 1Q'25, acima do esperado. Vendas a retalho e produção industrial recuperam em Março, com efeitos de estímulos.



#### Esta semana

- PMIs de Abril deverão revelar primeiros impactos negativos no sentimento e actividade, nos EUA e na Europa, da incerteza gerada pelas tarifas dos EUA.
- Indicador IFO, de sentimento empresarial na Alemanha, terá recuado em Abril.
- Nos EUA, o Fed divulga o Beige Book, com informação qualitativa sobre os primeiros impactos das tarifas na economia. Encomendas de bens duradouros terão acelerado em Março, em antecipação às tarifas.
- FMI realiza Spring Meeting e divulga World Economic Outlook. Alphabet, Tesla Intel e IBM divulgam resultados.

## ECONOMIA GLOBAL

## Impactos das tarifas começam a surgir nos indicadores de actividade.

- **EUA** As vendas a retalho aceleraram de 0.2% para 1.4% MoM em Março (+ 4.6% YoY), sobretudo suportadas pelas vendas de automóveis, com os consumidores a anteciparem decisões de consumo, para fugirem ao efeito das tarifas.
- **ZONA EURO** Na Alemanha, após a forte subida em Março, o indicador de sentimento económico ZEW registou uma queda expressiva em Abril, sobretudo nas expectativas, reflectindo a incerteza em torno da política de tarifas dos EUA.
- **CHINA** O PIB cresceu 5.4% YoY no 1Q'25 (registo igual ao 4Q'24). Em Março, as vendas a retalho, a produção industrial e as exportações subiram mais que o esperado, no último caso (+12.4% YoY) traduzindo uma antecipação às tarifas.

### EUA: Consumidores antecipam compras para fugir às tarifas.

As vendas a retalho subiram 1.4% MoM em Março (a maior variação mensal desde Jan 2023), acelerando claramente face ao mês anterior (0.2% MoM em Fev). Em termos homólogos, observou-se um crescimento de 4.6%. O registo forte pode ser explicado, sobretudo, pela componente dos automóveis e, em segundo plano pelas componentes de materiais de construção, equipamento de jardinagem e bens de desporto e lazer, e reflectirá uma aceleração e antecipação de decisões de consumo das famílias americanas, no sentido de evitarem os impactos das tarifas sobre os preços dos bens. Recorde-se que os indicadores mais recentes de confiança dos consumidores registaram fortes quedas, em grande medida explicadas por um aumento das expectativas de inflação. O *nowcast* mais recente do Fed de Atlanta apontava para uma queda do PIB de 2.2% (QoQ anualizado) no 1Q'25 (esta estimativa é continuamente ajustada com novos dados, não se esperando necessariamente esta queda).

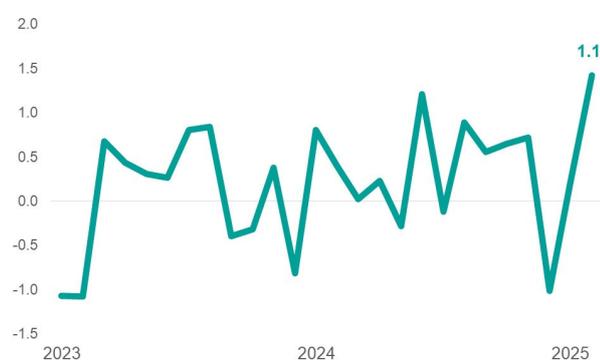
### Zona Euro: Tarifas levam a forte queda do sentimento na Alemanha.

Na Alemanha, e após a forte subida no mês anterior (fruto da expectativa de uma política orçamental mais expansionista no país), o indicador de sentimento económico ZEW registou uma queda expressiva em Abril, para mínimos de Jul 2023. A componente de expectativas sofre a maior deterioração desde o início da guerra na Ucrânia, em 2022. Esta evolução reflecte os receios em torno da política de tarifas dos EUA e do actual contexto de elevada incerteza e imprevisibilidade. O instituto ZEW salienta os potenciais impactos adversos sobre os sectores automóvel, químico e metalomecânico. De referir, contudo, que a componente da avaliação das condições actuais do índice ZEW melhorou ligeiramente. De notar que, em Fev, a produção industrial tinha recuperado na Zona Euro, com crescimentos de 1.1% MoM e 1.2% YoY.

### CHINA: Exportações aceleraram, em antecipação às tarifas dos EUA.

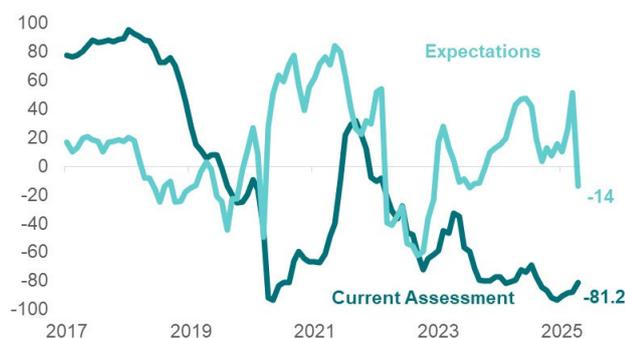
O PIB da China cresceu 1.2% QoQ e 5.4% YoY no 1Q'25, no segundo caso acima do esperado e mantendo o registo do trimestre anterior. Em Março, as vendas a retalho, o investimento em activos fixos e a produção industrial subiram também acima das expectativas (5.9%, 4.2% e 7.7% YoY, respectivamente, nos três casos em aceleração), traduzindo os efeitos dos estímulos de política levados a cabo já desde o final do ano passado. Também em Março, as exportações tinham crescido 12.4% YoY, muito acima do esperado, o que deverá reflectir uma antecipação/aceleração da procura externa, em antecipação ao efeito das tarifas dos EUA. Espera-se uma arrefecimento da actividade nos próximos trimestres, com os impactos da guerra comercial com os EUA, forçando novos estímulos de política.

### Vendas a retalho (% MoM)



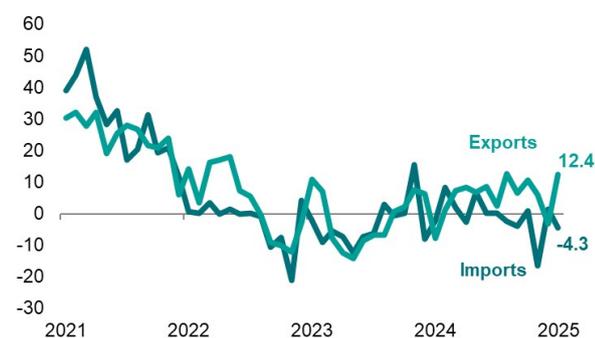
Fonte: Bloomberg.

### Índice ZEW, Sentimento económico na Alemanha (S.R.E.)



Fonte: Bloomberg.

### Exportações e importações (% YoY)



Fonte: Bloomberg.

## ECONOMIA PORTUGUESA

## Crescimento das importações atenua excedente das contas externas.

- Em Jan-Fev 2025, Portugal apresentou um excedente das contas externas de EUR 788 milhões, vs. EUR 1592 milhões um ano antes. Esta evolução reflecte sobretudo o aumento do défice da balança comercial de bens, em EUR 749 milhões.
- Em Março, a taxa de juro média implícita no crédito à habitação recuou para 3.735%, vs. 3.83% em Fev'25 e 4.613% em Março 2024. A prestação média mensal caiu assim, entre Março de 2024 e de 2025, de EUR 403 para EUR 398.

### Excedente das contas externas atenua-se em Jan-Fev, para EUR 788 mn.

No período Janeiro-Febrero de 2025, a economia portuguesa apresentou um excedente das contas externas (saldo conjunto das balanças corrente e de capital) de EUR 788 milhões. Portugal mantém, assim, uma capacidade líquida de financiamento do exterior, mas esta reduz-se face a igual período em, 2024, quando o excedente externo atingiu EUR 1592 milhões. Esta evolução reflecte, sobretudo, o aumento do défice da balança comercial de bens (em EUR 749 milhões, para EUR 4122 milhões), por sua vez resultado de um aumento das importações superior ao das exportações. Em menor grau, regista-se o aumento do défice da balança de rendimento primário, em EUR 281 milhões, fruto de uma menor atribuição de fundos da UE em forma de subsídios à produção. A mitigar estes factores, destaca-se o aumento do excedente da balança de serviços, em EUR 504 milhões, sobretudo com os contributos das componentes de “viagens e turismo” (melhoria de EUR 155 milhões) e dos serviços técnicos e outros serviços às empresas (mais EUR 176 milhões).

### Taxa de juro implícita no crédito à habitação recua para 3.735%.

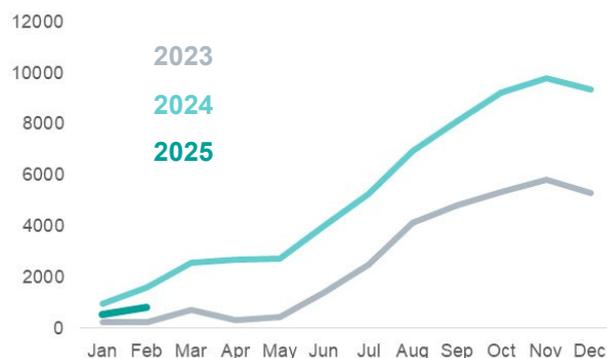
Em Março, a taxa de juro média implícita nos contratos de crédito à habitação recuou para 3.735%, o que compara com 3.83% em Fev'25 e com 4.613% em Março de 2024 (na componente de aquisição de habitação, a taxa de juro recuou no último ano de 4.578% para 3.715%). Nos contratos celebrados nos últimos 3 meses, a taxa de juro implícita do crédito à habitação desceu para 3.048%, vs. 3.20% em Fev'25 e 4% um ano antes. A prestação média mensal caiu assim, entre Março de 2024 e de 2025, de EUR 403 para 398, ou de EUR 619 para 604, considerando apenas os contratos dos últimos 3 meses.

### Principais Indicadores Económicos

var. anual (%), exc. quando indicado	2022	2023	2024 <sup>P</sup>	2025 <sup>P</sup>
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.

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



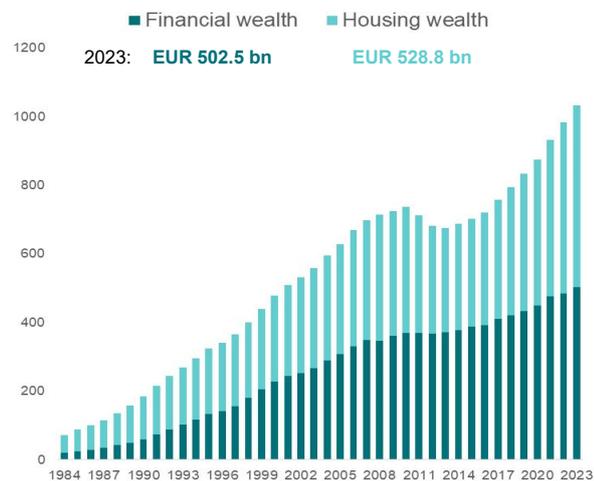
### Prestação média mensal no crédito à habitação (EUR)



Fontes: Banco de Portugal. INE.

### Zoom

#### Riqueza das famílias (EUR mil milhões)



Fonte: Banco de Portugal.

## MERCADOS – Juros e Câmbios

## Imprevisibilidade da Administração Trump penaliza Treasuries e dólar.

- Depois do *sell-off* da semana anterior, os Treasuries recuperaram na última semana, com os aparentes recuos de Trump no tema das tarifas. A volatilidade mantinha-se no início desta semana, com receios sobre a independência do Fed.
- Prolonga-se a depreciação do dólar (-9.3% YTD em termos efectivos), agora com críticas de Trump ao Fed pela demora nos cortes de juros e com notícias de que estará a estudar formas de afastar o Chair Powell antes do final do seu mandato

### Taxas de Juro

#### Incerteza continua a alimentar volatilidade nos Treasuries.

Depois do *sell-off* da semana anterior, os Treasuries recuperaram no conjunto da última semana, beneficiando dos aparentes recuos por parte da Administração Trump no tema das tarifas (e.g. suspensão, por 90 dias, das tarifas “recíprocas”; isenção temporária de tarifas sobre importações de produtos de IT (e.g. smartphones), com impacto especial nas importações oriundas da China; admissão da possibilidade de suspensão das tarifas sobre os automóveis). Toda a agenda económica da Administração Trump assenta em 3 pilares – descida dos preços da energia, depreciação do dólar, descida ou contenção da *yield* do Treasury a 10 anos. A rápida subida observada nas *yields* com o agravamento da guerra comercial (e com a percepção de imprevisibilidade da política comercial dos EUA) terá sido, talvez, o factor decisivo a levar a Administração Trump a moderar as suas posições. O mercado reagiu com descidas na rendibilidade dos Treasuries (que contagiaram, no mesmo sentido, as *yields* dos Bunds). De referir, contudo, a volatilidade dos Treasuries no início desta semana, reflectindo receios sobre a (perda de) independência do Fed.

### Câmbios

#### Receios sobre o Fed acentuam tendência de queda do dólar.

Os últimos dias, e o início desta semana, forma marcados pelo prolongamento da tendência de depreciação do dólar observada sobretudo desde o anúncio formal das tarifas pela Administração Trump. Em termos efectivos (i.e. numa média ponderada face às divisas dos principais parceiros comerciais dos EUA), o dólar perdeu 5.6% em Abril e 9.3% *year-to-date*. Destacam-se as depreciações próximas de 10% desde o início do ano face ao euro e ao iene. Para além da incerteza e imprevisibilidade associadas ao tema das tarifas, nos últimos dias a queda do dólar foi acentuada, para mínimos desde Fev 2022 em termos efectivos, por receios do mercado quanto à independência do Fed. Depois das fortes críticas do Presidente Trump ao Chair Powell, pelo Fed demorar a cortar os juros de referência, na 6ª feira o Director do National Economic Council, Kevin Hassett, revelou que a Administração Trump estava a estudar formas de afastar o Chair do Fed antes do final do seu mandato, que ocorre apenas em Maio de 2026. De notar que o mercado parece estar a ver o euro, de alguma forma, como um activo de refúgio. Apesar de todos os problemas que a Zona Euro ainda enfrenta, o euro tem sido, em conjunto com o iene e o franco suíço, um dos principais beneficiários do actual contexto.

17/4/2025

DÍVIDA PÚBLICA		2Y	5Y	10Y	30Y
<b>Alemanha</b>					
	Yield	1.686	2.019	2.472	2.896
	Var. Semanal	-10	-9	-11	-6
	Var. YTD	-40	-14	11	30
<b>EUA</b>					
	Yield	3.798	3.938	4.325	4.798
	Var. Semanal	-6	-13	-10	-7
	Var. YTD	-44	-44	-24	2
<b>Portugal</b>					
	Yield	1.783	2.294	3.055	3.818
	Var. Semanal	-10	-14	-15	-12
	Var. YTD	-46	5	21	37

SWAPS		2Y	5Y	10Y	30Y
<b>Europa</b>					
	Yield	1.905	2.176	2.495	2.488
	Var. Semanal	-9	-7	-5	0
	Var. YTD	-29	-7	13	33
<b>EUA</b>					
	Yield	3.551	3.559	3.799	3.922
	Var. Semanal	-2	-3	0	2
	Var. YTD	-54	-48	-28	-1

M. MONETÁRIO		1m	3m	6m	12m
<b>Euribor</b>					
	Spot	2.134	2.183	2.154	2.104
	Var. YTD	-71	-53	-41	-36
<b>SOFR USD</b>					
	Spot	4.319	4.272	4.125	3.859
	Var. YTD	-1	-3	-12	-32

CRÉDITO	SPOT	Var. Semanal	Var. YTD
<b>iTraxx (EUR)</b>			
Main	71.8	-7.6	24.6
Crossover	365.7	-5.4	16.7
<b>Financeiras</b>			
Sénior	77.4	-5.5	21.3
Subordinadas	77.7	-6.4	21.9

CÂMBIOS	SPOT	Var. Semanal	Var. YTD
EUR / USD	1.14	1.5	9.8
EUR / GBP	0.86	-0.8	3.5
GBP / USD	1.33	2.3	6.0
EUR / CHF	0.93	0.9	-0.9
USD / CNY	7.30	-0.3	0.0
USD / JPY	142.43	-1.4	-9.4
EUR / NOK	11.91	-1.7	1.0
USD / BRL	5.81	-1.3	-6.0
EUR / AOA	1048.23	1.4	9.7

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

## MERCADOS – Commodities e Acções



## Acções e ouro reflectem clima de aversão ao risco (sobretudo nos EUA).

- Forte volatilidade no petróleo. Após ganhos na última semana, quedas de 2%-3% esta 2ª feira, com queda do USD, maior aversão ao risco, receios de recessão nos EUA e progressos nas negociações EUA-Irão. Ouro prolonga ganhos.
- As acções americanas registavam fortes quedas no início da semana, com a pressão crescente de Trump sobre o Fed e com receios sobre a independência da instituição. Alphabet e Tesla divulgam resultados. Sector do consumo em foco.

### Commodities

#### Petróleo com forte volatilidade. Ouro prolonga ganhos.

O ambiente de volatilidade atinge também os mercados de *commodities*, com fortes oscilações nas cotações. Depois das quedas da semana anterior, os preços do petróleo registaram fortes ganhos na última semana (com algum recuo da aversão ao risco). Contudo, esta 2ª feira registavam-se quedas de 2%-3%, suportadas pelo regresso da aversão ao risco, pela queda do USD, pelo aumento dos receios de recessão nos EUA e por notícias de “progressos” nas negociações entre os EUA e o Irão, que poderiam resultar num aumento da oferta de petróleo iraniano no mercado. Nota, também, para o prolongamento da tendência de valorização do ouro, em parte reflectindo a queda do USD e a elevada incerteza.

COMMODITIES	SPOT	Var. Semanal	17/4/2025 Var. YTD
Brent	68.0	7.3	-8.9
WTI	64.7	7.7	-9.8
Gás Natural (EUA)	3.2	-8.8	2.8
Gás Natural (Europa)	35.7	7.1	-27.1
Ouro	3 326.9	4.7	26.8
Cobre	9 188.5	2.2	4.8
Alumínio	2 365.5	-0.2	-7.3
Índice CRB Metals	1 057.2	-1.0	2.4
Milho	490.3	0.3	4.6
Trigo	562.3	1.6	-1.3
Soja	1 047.8	1.1	1.3
Café	372.6	9.1	20.8
Cacau	8 295.0	2.7	-20.4
Índice CRB Food	518.0	1.1	-2.1

### Acções

#### Acções americanas de novo sob pressão.

Depois de uma semana de atenuação nos níveis de aversão ao risco, com alguns recuos da Administração Trump no tema das tarifas (que levou, por exemplo, a ganhos semanais de 2.7% no Russell 2000, um índice mais orientado para empresas americanas de menor dimensão e de actuação doméstica), os principais índices accionistas americanos voltavam a registar fortes quedas no início desta semana (entre -2% e -3%). O aumento da aversão ao risco reflectia a reacção do mercado às críticas da Administração Trump à actuação do Fed (por não cortar os juros de referência). Algumas notícias sugeriam que o Presidente dos EUA estaria a estudar soluções que permitissem terminar o mandato do Chair Powell antes do seu fim esperado, em Maio de 2026. O mercado antecipa que este cenário levaria a uma forte rejeição dos activos americanos, dada a expectável perda de credibilidade do Fed. Esta semana, Alphabet, Tesla Intel e IBM divulgam resultados. Os earnings do sector do consumo nos EUA estarão também em foco.

ACÇÕES	SPOT	Var. Semanal	Var. YTD
Dow Jones	39142	-1.1	-8.0
S&P 500	5 283	0.3	-10.2
Nasdaq	16 286	-0.6	-15.7
Russell 2000	1 881	2.7	-15.7
Euro Stoxx 600	506	3.9	-0.2
PSI	6 736	5.2	5.6
IBEX 35	12 918	5.0	11.4
FTSE MIB	35 980	5.0	5.2
DAX	21 206	3.1	6.5
CAC 40	7 286	2.2	-1.3
FTSE 100	8 276	4.6	1.3
Nikkei 225	34 378	-0.7	-13.8
Bovespa	129 650	2.6	7.8
Shanghai Composite	3 280	1.8	-2.1
Hang Seng China	21 395	3.4	6.7
MSCI World (EUR)	313	0.0	-14.5
MSCI Emergentes	242	6.2	13.9

VOLATILIDADE	SPOT	Var. Semanal	Var. YTD
VIX	29.7	-27.2	70.9
VSTOXX	26.2	-29.3	54.0

EURO STOXX 600	SPOT	Var. Semanal	Var. YTD
Banking	242	6.2	13.9
Chemicals	1182	2.9	-0.6
Health Care	999	3.9	-8.5
Retail	434	6.6	-1.1
Telecoms	252	4.9	10.3
Oil & Gas	323	6.3	-3.4
Utilities	429	6.7	12.1
Technology	733	1.0	-9.7
Insurance	465	5.0	13.5
Autos	496	4.5	-10.0
Industry	879	2.7	-0.2

S&P 500	SPOT	Var. Semanal	Var. YTD
Info Technologies	3762	-1.2	-18.4
Health Care	1578	0.3	-1.6
Financials	776	1.6	-3.5
Communications	302	-1.9	-11.7
Consumer Discretionary	1470	-2.2	-19.7
Industry	1061	1.4	-4.9
Consumer Staples	903	3.3	5.8
Energy	625	5.8	-4.5
Utilities	395	3.1	2.7
Real Estate	254	5.2	-0.9
Materials	511	3.3	-3.5

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	Apr. 23	Índice PMI Manufacturing (pontos)	Apr.	49.3		50.2
	Apr. 23	Índice PMI Serviços (pontos)	Apr.	53.0		54.4
	Apr. 23	Vendas de novas habitações – mensal (%)	Mar.	0.7		1.8
	Apr. 23	Fed divulga Beige Book	Apr.			
	Apr. 24	Encomendas de bens duradouros – mensal (%)	Mar.	1.5		1.0
	Apr. 24	Novos pedidos de subsídio desemprego (milhares)	Apr. 19	218		215
	Apr. 24	Vendas de habitações existentes – mensal (%)	Mar.	-2.8		4.2
	Apr. 25	Confiança dos consumidores (Univ. Michigan)	Apr. F	50.8		57.0
Zona Euro	Apr. 22	Indicador de Confiança dos Consumidores (S.R.E.)	Apr. P	-15.1		-14.5
	Apr. 23	Índice PMI Manufacturing (pontos)	Apr. P	47.5		48.6
	Apr. 23	Índice PMI Serviços (pontos)	Apr. P	50.5		51.0
	Apr. 23	Índice PMI Compósito (pontos)	Apr. P	50.3		50.9
	Apr. 23	Balança comercial (EUR mil milhões)	Fev.	15.0		14.0
Alemanha	Apr. 23	Índice PMI Manufacturing (pontos)	Apr. P	47.6		48.3
	Apr. 23	Índice PMI Serviços (pontos)	Apr. P	50.4		50.9
	Apr. 24	Índice IFO de clima empresarial (pontos)	Apr.	85.2		86.7
França	Apr. 23	Índice PMI Compósito (pontos)	Apr. P	47.6		48.0
Reino Unido	Apr. 23	Índice PMI Compósito (pontos)	Apr. P	50.5		51.5
China	Apr.21	1Y Prime Loan Rate (%)	Apr.	3.10		3.10
	Apr.21	5Y Prime Loan Rate (%)	Apr.	3.60		3.60

## Indicadores e eventos económicos mais recentes

Região	Data		Período	Estimado	Actual	Anterior
EUA	Abr. 15	Índice Empire Manufacturing (pontos)	Abr.	-13.5	-8.1	-20
	Abr. 16	Vendas a retalho – mensal (%)	Mar.	1.4	1.4	0.2
	Abr. 16	Produção industrial – mensal (%)	Fev.	-0.2	-0.3	0.8
	Abr. 16	Índice NAHB de sentimento na construção (pontos)	Abr.	38	40	39
	Apr. 17	Início de novas construções – mensal (%)	Mar.	-5.4	-11.4	9.8
	Apr. 17	Licenças de construção – mensal (%)	Mar.	-0.6	1.6	-1.0
	Apr. 17	Novos pedidos semanais de subsídio desemprego (milhares)	Apr. 12	225	215	224
	Apr. 17	Índice Philadelphia Fed (pontos)	Apr.	2.2	-26.4	12.5
Zona Euro	Apr. 15	Produção industrial – mensal / homóloga (%)	Fev.	0.3 / -0.7	1.1 / 1.2	0.6 / -0.5
	Apr. 16	IPC – mensal / homóloga (%)	Mar. F	0.6 / 2.2	0.6 / 2.2	0.4 / 2.3
	Apr. 16	IPC core – homóloga (%)	Mar. F	2.4	2.4	2.6
	Abr. 17	BCE anuncia taxa da facilidade de depósito (%)*	Abr. 17	2.25	2.25	2.5
Alemanha	Apr. 15	Índice ZEW de expectativas (pontos)	Apr.	10.0	-14.0	51.6
	Apr. 17	IPP – mensal / homóloga (%)	Mar.	-0.1 / 0.4	-0.7 / -0.2	-0.2 / 0.7
Portugal	Apr. 17	IPP – mensal / homóloga (%)	Mar.	-	-1.3 / -1.4	0.3 / -0.2
Reino Unido	Apr. 16	IPC – mensal / homóloga (%)	Mar.	0.4 / 2.7	0.3 / 2.6	0.4 / 2.8
	Apr. 16	IPC core – homóloga (%)	Mar.	3.4	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	1.2 / 5.4	1.6 / 5.4
	Apr. 16	Produção industrial – homóloga (%)	Mar.	5.9	7.7	5.9
	Apr. 16	Vendas a retalho – homóloga (%)	Mar.	4.3	5.9	4.0
	Apr. 16	Preços da habitação – homóloga (%)	Mar.	-4.4	-4.5	-4.8
Japão	Apr. 16	Investimento em activos fixos – homóloga YTD (%)	Mar.	4.1	4.2	4.1
Japão	Apr. 18	IPC – homóloga (%)	Mar.	3.7	3.6	3.7

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 1.2% QoQ e 5.4% YoY no 1Q'25 (1.6% QoQ e 5.4% YoY no 4Q'24). Com impactos negativos das tarifas, autoridades devem anunciar novos estímulos à procura interna. 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, Mar e Abr'25. Taxa da facilidade de depósito em 2.25%. Deterioração do *outlook* com incerteza sobre tarifas justifica corte. BCE vê-se *data dependent*, mas mercado espera 2 a 3 cortes adicionais até final de 2025.

**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 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)	(%)	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	17.04.2025	-25	2.25	2.00	1.75	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

Câmbio	17/4/2025		3 meses		12 meses	
	YTD (%)	Previsão	Forward	Previsão	Forward	
EUR / USD	1.137	9.8	1.03	1.14	1.02	1.16
EUR / GBP	0.857	3.5	0.82	0.86	0.83	0.87
EUR / JPY	161.88	-0.6	159.65	161.10	147.90	159.47
EUR / CHF	0.931	-0.9	0.94	0.93	0.98	0.91
EUR / PLN	4.280	0.0	4.30	4.32	4.30	4.40
EUR / AUD	1.779	6.3	1.61	1.79	1.55	1.81
USD / JPY	142.43	-9.4	155.00	140.97	145.00	137.36
GBP / USD	1.327	6.0	1.26	3.25	1.23	1.33
USD / BRL	5.807	-6.0	6.00	5.92	6.10	6.33
EUR / BRL	6.598	3.2	6.18	6.77	6.22	7.35

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

País/Região	PIB nominal	Crescimento anual do PIB real (%)				Inflação, IPC (taxa média anual, %)				Taxa desemprego (%população activa)			
	(2023 <sup>E</sup> , USD Mil Milhões)	2022	2023	2024 <sup>P</sup>	2025 <sup>P</sup>	2022	2023	2024 <sup>P</sup>	2025 <sup>P</sup>	2022	2023	2024 <sup>P</sup>	2025 <sup>P</sup>
<b>Mundo</b>	<b>104 476.4</b>	<b>3.5</b>	<b>3.3</b>	<b>3.2</b>	<b>3.3</b>	<b>8.6</b>	<b>6.7</b>	<b>5.7</b>	<b>4.3</b>				
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
<b>União Europeia</b>	<b>18 351.1</b>	<b>3.5</b>	<b>0.4</b>	<b>1.0</b>	<b>1.4</b>	<b>9.3</b>	<b>6.3</b>	<b>2.6</b>	<b>2.3</b>	<b>6.2</b>	<b>6.1</b>	<b>6.1</b>	<b>5.9</b>
<b>Zona Euro</b>	<b>15 478.4</b>	<b>3.5</b>	<b>0.4</b>	<b>0.9</b>	<b>0.8</b>	<b>8.4</b>	<b>5.4</b>	<b>2.4</b>	<b>1.9</b>	<b>6.8</b>	<b>6.6</b>	<b>6.5</b>	<b>6.3</b>
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 <sup>E</sup> , USD, PPP)	2022	2023	2024 <sup>P</sup>	2025 <sup>P</sup>	2022	2023	2024 <sup>P</sup>	2025 <sup>P</sup>	2022	2023	2024 <sup>P</sup>	2025 <sup>P</sup>
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
<b>União Europeia</b>	<b>56 974.8</b>	<b>83.9</b>	<b>82.1</b>	<b>82.7</b>	<b>83.2</b>	<b>-3.2</b>	<b>-3.5</b>	<b>-3.1</b>	<b>-3.1</b>	<b>1.0</b>	<b>2.8</b>	<b>3.3</b>	<b>3.2</b>
<b>Zona Euro</b>	<b>59 316.4</b>	<b>89.9</b>	<b>87.8</b>	<b>88.1</b>	<b>88.4</b>	<b>-3.5</b>	<b>-3.6</b>	<b>-3.1</b>	<b>-3.1</b>	<b>-0.3</b>	<b>1.6</b>	<b>2.6</b>	<b>2.4</b>
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.

