

25 de Setembro a 1 de Outubro de 2023

- A maioria dos bancos centrais sinalizou, nas 2 últimas semanas, a manutenção das taxas directoras em níveis elevados por mais tempo, o que pressionou em alta os juros de mercado e penalizou as acções.
- O Fed manteve os juros de referência, mas projectou (pelo menos) mais uma subida de 25 bps até final do ano e menos cortes em 2024, ao mesmo tempo que antecipa um *outlook* benigno para o PIB, desemprego e inflação.
- Vemos a persistência de juros elevados a gerar, à frente, impactos negativos mais visíveis na actividade.

Bancos centrais sinalizam juros altos por mais tempo.

Fed projecta *outlook* benigno e vê ainda mais subidas dos juros de referência.

Embora com diferentes decisões, a maioria dos bancos centrais com reuniões de política monetária nas 2 últimas semanas sinalizou a manutenção das taxas directoras em níveis elevados por mais tempo, o que pressionou em alta as *yields* dos títulos de dívida pública. Depois de o BCE ter subido os juros de referência e sugerido a necessidade de os manter em níveis restritivos por um “período suficientemente longo”, na semana passada o Fed manteve a *target rate* dos *fed funds* inalterada em 5.25%-5.5%, mas a maior parte dos membros do *Federal Open Market Committee* projectou a necessidade de mais uma subida até final do ano, e reduziu as expectativas de descidas esperadas para 2024. Associadas a estas projecções estão revisões do crescimento do PIB (em alta) e do desemprego (em baixa) para 2023-24. A medida de inflação de referência para o Fed é vista a atingir os 2% apenas em 2026. Estas projecções pressupõem um cenário benigno (e inédito), em que a inflação converge para a meta sem custos aparentes ou significativos ao nível da actividade económica.

“Excepcionalismo americano” ou condições favoráveis temporárias?

A resiliência dos EUA – em contraste com a Europa e a China – tem alimentado a tese do “excepcionalismo americano”. As expectativas de recessão nesta economia têm sido sucessivamente adiadas, apesar da subida das taxas de juro. Nos últimos dias, as *yields* dos Treasuries a 2 e 10 anos atingiram níveis em torno de 5.2% e 4.5%, respectivamente (máximos desde 2006 e 2007). A *yield* real a 10 anos evolui já em torno de 2% (vs. -1% em 2021 e um máximo desde 2009), o que deveria produzir efeitos restritivos na economia. Como explicar a continuada expansão da actividade? Em parte, pela resiliência do consumo privado, suportado por fortes estímulos orçamentais e pela poupança excedentária acumulada na pandemia, que tem vindo a ser gasta. Noutra parte, pelo facto de as subidas dos juros não estarem ainda a afectar de forma significativa as famílias e as empresas, uma vez que estas terão aproveitado o período de juros baixos para refinarçar os seus empréstimos, fixando-os a taxas inferiores às observadas agora. O peso do serviço da dívida das famílias mantém-se contido (em níveis semelhantes aos pré-pandemia); e os encargos líquidos das empresas com juros (i.e. juros pagos pelos créditos menos os recebidos pela liquidez aplicada) têm, na verdade, diminuído.

Juros mais restritivos deverão, eventualmente, ter impacto mais visível na actividade.

Dito isto, mantemos a expectativa de que a persistência de juros altos se traduzirá, mais à frente, numa desaceleração da actividade económica e num risco de recessão, que poderá acelerar a descida dos juros. Estima-se que, em 2024-25, as empresas americanas tenham que refinarçar, a taxas mais elevadas, USD 1.8 *trillion* de dívida que atinge a maturidade. E os consumidores não beneficiarão do mesmo suporte da poupança excedentária, nem dos apoios orçamentais ou do crédito, de que têm beneficiado nos últimos anos. Alguns sinais iniciais de *stress* nas famílias e nas empresas são já visíveis (e.g. aumento das falências e dos incumprimentos, embora em níveis ainda baixos). No imediato, a economia americana enfrenta ainda as ameaças de mais um *Government shutdown* e de uma greve no sector automóvel.



A Última Semana

- O Fed manteve os juros em 5.25%-5.5%, mas sinalizou mais uma subida em 2023 e juros altos por mais tempo.
- Subida das *yields* dos Treasuries e Bunds 10Y para máximos de 15 e 12 anos. USD prolonga ganhos.
- BoE manteve *Bank Rate* em 5.25%, após recuo inesperado da inflação em Ago, para 6.7% YoY.
- BoJ manteve juros, sem sinalizar intenções de *tightening*. Taxas directoras sobem 25 bps na Suécia e Noruega (para 4% e 4.25%); mantém-se na Suíça, em 1.75%; e descem 50 bps no Brasil, para 12.75%.
- Na Zona Euro, PMIs sugerem contracção da indústria e serviços em Set (menos intensa que Ago). Confiança dos consumidores recua mais que o esperado.



Esta semana

- Na Zona Euro, inflação terá caído em Set, de 5.2% para 4.5% YoY. Recuo do sentimento económico. Empréstimos às empresas e famílias terão abrandado em Ago.
- Nos EUA, foco sobre rendimento e consumo pessoal. Confiança dos consumidores terá recuado em Set. Encomendas de bens duradouros em estabilização. Foco sobre riscos de *Government shutdown* e sobre greve no sector automóvel.
- Na China, PMIs devem sinalizar estabilização da actividade em Set

ECONOMIA GLOBAL



Sinais e riscos de arrefecimento da actividade económica.

- **EUA** Os novos pedidos de subsídio de desemprego recuaram inesperadamente na semana até 16 Set, sugerindo um mercado de trabalho ainda relativamente “aquecido”. Esta semana estará em foco o risco de um *Government shutdown*.
- **ZONA EURO** A evolução dos índices PMI sugere uma contracção menor da actividade dos Vinte no mês de Agosto. Ainda assim, no conjunto do 3º trimestre deverá ter-se registado uma queda trimestral do PIB de cerca de 0.4%.
- **REINO UNIDO** O Banco de Inglaterra decidiu manter inalterada a *Bank rate* em 5.25%, após subidas sucessivas dos juros desde Dezembro de 2021, num quadro de maiores preocupações com o crescimento económico.

EUA: Mercado de trabalho mantém sinais de robustez.

A semana ficou marcada pela sinalização, pelo Fed, de juros mais elevados por mais tempo, bem como pela percepção de que a economia americana mantém um desempenho relativamente favorável. De referir, em particular, a descida inesperada dos novos pedidos de subsídio de desemprego na semana até 16 de Setembro, sugerindo um mercado de trabalho ainda relativamente “aquecido”. O próprio Fed reviu as suas projecções de crescimento para 2023-24 em ligeira alta e as estimativas disponíveis sugerem um registo de crescimento forte no 3Q'23. Mantêm-se, contudo, alguns riscos e sinais de arrefecimento da actividade. Esta semana, deverão estar em foco os esforços do Congresso para um acordo orçamental que evite um (provável) *Government shutdown* a partir de 1 Out. Merecem também atenção as greves no sector automóvel, que poderão ganhar maior expressão.

Zona Euro: Índices PMI sugerem queda do PIB no 3º trimestre.

Os índices PMI sinalizam a continuação de contracção da actividade na indústria e serviços na Zona Euro no mês de Setembro. Os índices compósito e o relativo aos serviços sinalizaram, no entanto, uma quebra menos intensa que o esperado e que a do mês anterior, enquanto na indústria se registou uma contracção marginalmente maior que em Agosto. A evolução destes índices foi particularmente desfavorável em França. O desempenho dos últimos 3 meses é consistente com uma quebra do PIB da Zona Euro de cerca de 0.4% no 3º trimestre face ao trimestre anterior. O índice de confiança dos consumidores apurado pela Comissão Europeia revelou uma deterioração acentuada em Setembro, atingindo o nível mais baixo desde Março, reflectindo o aumento dos preços dos combustíveis e a subida dos juros. Também o índice IFO de confiança empresarial recuou em Setembro.

Reino Unido: Banco de Inglaterra interrompe subida dos juros.

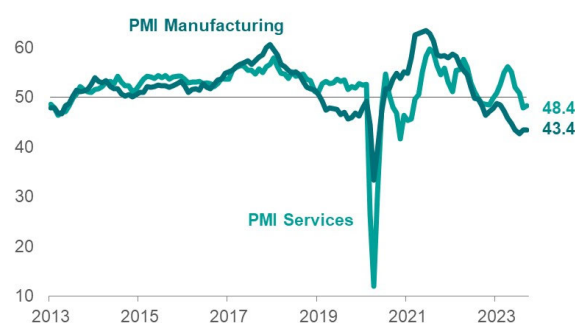
Na reunião de 5ª feira, o Banco de Inglaterra optou por não elevar a *Bank rate* do actual nível de 5.25%, depois das subidas sucessivas que vinha anunciando desde Dezembro de 2021, num total acumulado de mais de 5 pontos percentuais. A manutenção (por 5 votos, contra 4 que defendiam uma subida) ilustra como o receio de recessão parece ter ultrapassado as preocupações em torno da inflação, agora numa trajectória mais clara de descida (embora se situe ainda em 6.7% em termos homólogos, claramente acima do objectivo de 2%). Note-se que o PIB caiu 0.5% em Julho face ao mês anterior e o Banco prevê um crescimento apenas marginal da actividade no 3º trimestre. A libra recuou de forma evidente no conjunto da semana, 1.1% face ao euro (EUR/GBP 0.870) e 1.2% face ao dólar (GBP/USD 1.225).

Projecção dos membros do FOMC para o crescimento do PIB, Jun vs. Set'23 (%)



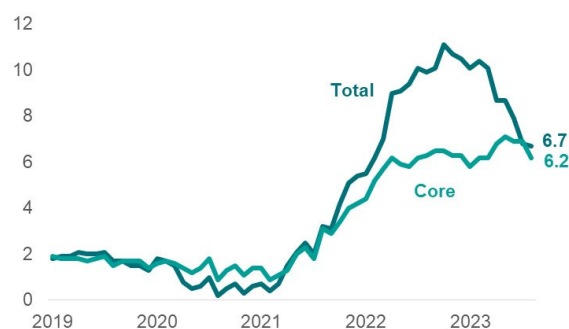
Fonte: Reserva Federal.

Índices PMI (pontos)



Fonte: Bloomberg.

IPC – Taxa de inflação homóloga (%)



Fonte: Bloomberg.

ECONOMIA PORTUGUESA

 Preços da habitação continuam a desafiar a gravidade.

- Os preços da habitação cresceram 3.1% QoQ e 8.7% YoY no 2Q'23 (vs. 1.3% QoQ e 8.7% YoY no 2Q). O número de transacções recuou 2.5% QoQ e 22.9% YoY (+1.7% QoQ e -8.9% YoY no caso de compradores externos).
- O excedente nas contas externas subiu para 1.6% do PIB no ano até ao 2Q'23, beneficiando do aumento da taxa de poupança das famílias (para 5.7% do rendimento disponível) e de um saldo nulo das contas públicas.

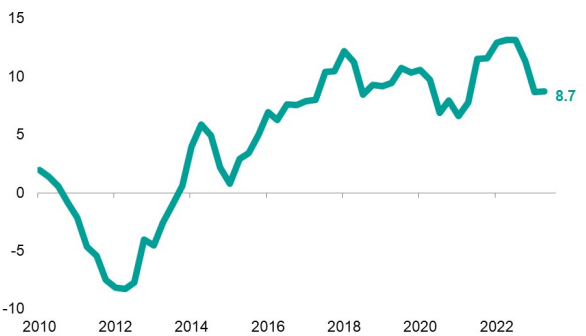
Preços da habitação mantêm crescimento homólogo de 8.7% no 2Q'23.

Os preços da habitação mantiveram, no 2Q'23, o crescimento de 8.7% YoY já registado nos primeiros três meses do ano, interrompendo a recente tendência de desaceleração homóloga. Em termos trimestrais, observou-se mesmo uma reaceleração dos preços, de 1.3% para 3.1%, contrariando a expectativa de arrefecimento. A escassez de oferta, os preços elevados e as condições financeiras mais restritivas (arrefecendo a procura) reflectem-se num recuo do número de transacções, de 2.5% face ao 1º trimestre e de 22.9% em termos homólogos. Entre Abril e Junho foram transaccionadas 33.6 mil habitações. O Algarve (-29.3% YoY) e a A. M. Lisboa (-27.3% YoY), onde os preços são tipicamente mais elevados e onde a procura externa assume um peso relevante, registam as maiores quedas do número de transacções. De referir que as transacções envolvendo compradores com domicílio fiscal no exterior aumentaram 1.7% no trimestre, mas recuaram 8.9% em termos homólogos.

Taxa de poupança das famílias sobe para 5.7% do rendimento disponível.

No ano terminado no 2Q'23, a economia portuguesa registou um excedente nas contas externas equivalente a 1.6% do PIB, beneficiando do aumento da capacidade de financiamento das famílias e das sociedades financeiras, bem como de menores necessidades de financiamento das sociedades não financeiras (via aumento do VAB e das transferências de capital). A taxa de poupança das famílias aumentou de 5.3% para 5.7% do rendimento disponível, com este a aumentar mais que o consumo nominal (sobretudo com o contributo dos salários). O saldo das contas públicas atingiu um excedente de 1% do PIB no 2Q'23 e um saldo nulo no ano até este trimestre (após 0.1% do PIB no 1Q).

Preços da habitação (% t.v.h.)



Taxa de poupança das famílias (% rendimento disponível)



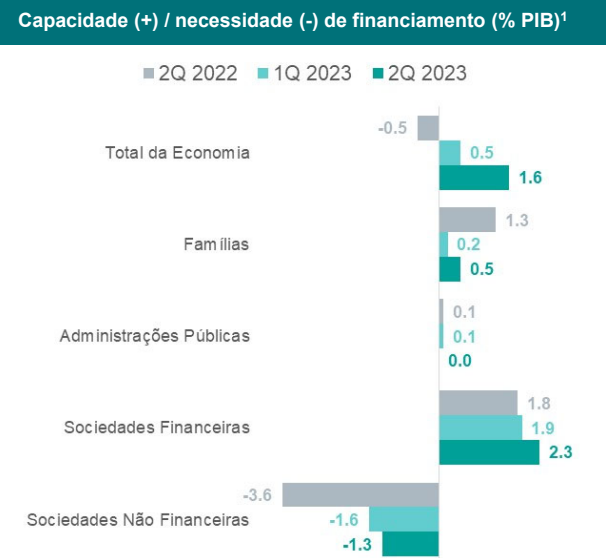
Fonte: INE.

Principais Indicadores Económicos

var. anual (%), exc. quando indicado	2021	2022 ^E	2023 ^P	2024 ^P
PIB	5.7	6.8	2.7	1.9
Consumo Privado	4.8	5.4	1.6	0.7
Consumo Público	4.5	1.5	1.4	1.3
Investimento	10.9	3.6	2.8	5.3
Exportações	12.3	17.5	7.8	3.9
Importações	12.3	10.9	4.4	4.3
Inflação Média Anual	1.3	7.8	5.0	2.8
Saldo Orçamental (% PIB)	-2.9	-0.4	-0.1	-0.6
Dívida Pública (% PIB)	124.5	113.9	111.0	106.7
Desemprego (% pop. activa)	6.6	6.0	6.5	6.7
Saldo Externo (% PIB)	0.9	-0.6	1.7	0.5

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

Zoom



(1) Ano terminado em cada trimestre. Fonte: INE.

MERCADOS – Juros e Câmbios



Mercado ajusta-se a quadro de juros mais altos por mais tempo.

- As novas previsões dos membros do comité de política monetária do Fed para a taxa *fed funds* nos próximos 2 anos levaram a uma subida das taxas da dívida pública dos EUA e da Zona Euro e das taxas Euribor.
- O dólar prolonga a trajectória de apreciação das últimas 10 semanas. A libra caiu mais de 1% face ao dólar e ao euro na semana, depois do anúncio de manutenção dos juros de referência pelo Banco de Inglaterra.

Taxas de Juro

Yields dos EUA e Zona Euro em novos máximos plurianuais.

Semana de claro movimento de subida de *yields* da dívida pública norte-americana e da Zona Euro, reflectindo a expectativa generalizada de manutenção de taxas de juro do Fed e do BCE mais elevadas por um período mais prolongado. O evento que marcou a semana foi a reunião de política monetária do Fed. Tendo mantido inalterada a taxa *fed funds* pela 2ª vez consecutiva, a revisão em alta das perspectivas para o crescimento do PIB e, sobretudo, para os juros de referência ao longo dos próximos dois anos determinou um movimento de elevação da curva de rendimentos, que se estendeu à Zona Euro. A *yield* do Treasury a 10 anos sobe para 4.51%, novo máximo desde Outubro de 2007. Na Zona Euro, a taxa da dívida alemã a 10 anos ascende esta 2ª feira a 2.80%, nível mais elevado desde Julho de 2011. No mercado interbancário, as taxas Euribor a 3, 6 e 12 meses atingiram novos máximos desde Novembro de 2008. No Reino Unido, pelo contrário, ocorreu um movimento de descida de taxas, na sequência da decisão – inesperada – de manutenção da *Bank rate* pelo Banco de Inglaterra na reunião de 5ª feira.

Câmbios

Dólar prossegue trajectória de apreciação.

A passada semana ficou marcada por uma depreciação da libra, superior a 1% face ao dólar e ao euro. A descida mais expressiva da inflação homóloga em Agosto (conhecida na 4ª feira), num quadro de maior preocupação com o desempenho da actividade no Reino Unido, levou o Banco de Inglaterra a manter inalterada a *Bank rate* na reunião de 5ª feira. Neste contexto, a libra acentuou o movimento de queda, que se prolonga no início desta semana, recuando para o nível mais baixo desde Março face ao dólar (GBP/USD 1.223) e desde Maio face ao euro (EUR/GBP 0.870).

O dólar prosseguiu a trajectória de apreciação em termos efectivos, pela 10ª semana consecutiva. A sinalização, por parte dos membros do comité de política monetária do Fed, de níveis mais altos da taxa de juro *fed funds* por um período prolongado (ver Capa) conduziu a uma subida generalizada das expectativas de taxas na economia americana e para o avanço do dólar, que prossegue no arranque desta semana. A cotação EUR/USD desce para níveis inferiores a 1.06 e o iene transacciona a níveis superiores a USD/JPY 148.5, o que eleva a probabilidade de intervenção das autoridades japonesas no sentido de evitar uma depreciação excessiva da divisa.

22/9/2023

DÍVIDA PÚBLICA		2Y	5Y	10Y	30Y
Alemanha					
	Yield	3.258	2.750	2.739	2.893
	Var. Semanal	4	6	6	8
	Var. YTD	49	17	17	35
EUA					
	Yield	5.110	4.558	4.434	4.525
	Var. Semanal	8	10	10	11
	Var. YTD	68	55	56	56
Portugal					
	Yield	3.242	3.176	3.501	4.011
	Var. Semanal	6	6	8	8
	Var. YTD	45	21	-9	1

SWAPS		2Y	5Y	10Y	30Y
Europa					
	Yield	3.821	3.360	3.278	2.983
	Var. Semanal	3	5	7	9
	Var. YTD	43	12	8	45
EUA					
	Yield	5.010	4.338	4.144	3.845
	Var. Semanal	7	9	11	11
	Var. YTD	56	59	59	64

M. MONETÁRIO		1m	3m	6m	12m
Euribor					
	Spot	3.872	3.958	4.082	4.213
	Var. YTD	199	183	139	92
SOFR USD					
	Spot	5.318	5.400	5.480	5.486
	Var. YTD	96	81	70	61

CRÉDITO		SPOT	Var. Semanal	Var. YTD
iTraxx (EUR)				
	Main	77.4	11.9	-14.6
	Crossover	414.9	7.1	-12.5
Financeiras				
	Sénior	88.1	10.8	-11.4
	Subordinadas	88.1	10.8	-11.4

CÂMBIOS		SPOT	Var. Semanal	Var. YTD
EUR / USD		1.07	-0.1	-0.5
EUR / GBP		0.87	1.1	-1.8
GBP / USD		1.23	-1.2	1.3
EUR / CHF		0.97	1.0	-2.2
USD / CNY		7.30	0.3	5.8
USD / JPY		148.29	0.3	13.2
EUR / NOK		11.44	-0.4	8.8
USD / BRL		4.94	1.5	-6.6
EUR / AOA		885.53	-0.3	62.6

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



Expectativas de juros mais elevados pressiona acções.

- Preocupações com o crescimento global levam petróleo a interromper trajetória de subida, depois de avançar 4.5% desde que foi anunciada a extensão dos cortes voluntários à oferta pela Arábia Saudita e pela Rússia.
- A última semana revelou-se de perdas para as acções, reflectindo o reforço das expectativas de “juros altos por mais tempo”. Previsões apontam para recuo de 0.2% YoY dos resultados combinados das empresas do S&P 500 no 3Q 2023.

Commodities

Preços do petróleo interrompem subida.

Depois terem avançado 4.5% desde que foi anunciada a extensão (até ao fim do ano) dos cortes de produção pela Arábia Saudita e pela Rússia, os preços do petróleo recuaram na passada semana. As preocupações em torno do crescimento global, num quadro de juros mais altos durante um período mais prolongado, levam o barril de Brent para cerca de USD 93 esta 2ª feira. O gás natural na Europa prossegue em alta (EUR 43/MWh), com o risco de que o fecho temporário das infraestruturas de extracção na Noruega resulte numa queda do fornecimento à Europa. A travar uma subida mais expressiva esteve o cancelamento das greves nas plataformas australianas da Chevron, depois de um acordo com os sindicatos.

Acções

Perspectiva de juros altos pressiona acções.

A última semana revelou-se de perdas para as acções, reflectindo o reforço das expectativas de “juros altos por mais tempo”, sobretudo depois da reunião de política monetária do Fed (ver Capa). Ao nível da informação económica, os índices PMI voltaram a sinalizar uma queda da actividade na Europa, pressionando também as acções em baixa, sobretudo nos sectores mais cíclicos. O S&P 500 sofreu a sua pior semana desde Março, quando se deu o colapso do SVB. Destaque-se a queda do sector industrial no S&P 500 (de 3.3%, ou -8% vs. pico atingido em Julho) e no Euro Stoxx 600 (de 2.7%). Com o 3Q 2023 a aproximar-se do fim, as expectativas dos investidores apontam para um recuo de 0.2% dos resultados combinados das empresas listadas no S&P 500 em termos homólogos. Na banca, nota para as perdas de 5.3% do ING Group e de 5.4% do ABN AMRO, depois de ser aprovada uma subida dos impostos sobre o sector nos Países Baixos.

22/9/2023

COMMODITIES	SPOT	Var. Semanal	Var. YTD
Brent	93.3	-0.7	8.6
WTI	90.0	-0.8	12.2
Gás Natural (EUA)	2.6	-0.3	-36.8
Gás Natural (Europa)	39.8	9.1	-47.9
Ouro	1 925.2	0.1	5.5
Cobre	8 222.0	-2.2	-1.8
Alumínio	2 240.5	2.3	-5.8
Índice CRB Metals	1 000.7	-0.1	-1.1
Milho	477.3	0.2	-21.9
Trigo	579.5	-4.1	-29.4
Soja	1 296.3	-3.3	-8.5
Café	151.2	-5.0	-8.9
Cacau	3 582.0	-4.7	40.1
Índice CRB Food	548.3	0.5	2.8

ACÇÕES	SPOT	Var. Semanal	Var. YTD
Dow Jones	33964	-1.9	2.5
S&P 500	4 320	-2.9	12.5
Nasdaq	13 212	-3.6	26.2
Russell 2000	1 777	-3.8	0.9
Euro Stoxx 600	453	-1.9	6.7
PSI	6 169	-0.6	7.7
IBEX 35	9 502	-0.5	15.5
FTSE MIB	28 576	-1.1	20.5
DAX	15 557	-2.1	11.7
CAC 40	7 185	-2.6	11.0
FTSE 100	7 684	-0.4	3.1
Nikkei 225	32 402	-3.4	24.2
Bovespa	116 009	-2.3	5.7
Shanghai Composite	3 132	0.5	1.4
Hang Seng China	18 057	-0.7	-8.7
MSCI World (EUR)	276	-2.7	10.8
MSCI Emergentes	160	0.3	14.1

VOLATILIDADE	SPOT	Var. Semanal	Var. YTD
VIX	17.2	24.7	-20.6
VSTOXX	17.0	15.2	-18.8

EURO STOXX 600	SPOT	Var. Semanal	Var. YTD
Banking	160	0.3	14.1
Chemicals	1173	-3.4	2.8
Health Care	1063	-2.9	6.7
Retail	370	-1.9	23.4
Telecoms	200	0.4	5.6
Oil & Gas	362	-0.7	5.1
Utilities	370	-2.0	2.8
Technology	654	-1.8	13.2
Insurance	335	-1.4	5.0
Autos	611	-0.3	15.8
Industry	681	-3.3	6.9

S&P 500	SPOT	Var. Semanal	Var. YTD
Info Technologies	2908	-2.6	33.9
Health Care	1518	-1.2	-4.3
Financials	561	-2.8	-1.5
Communications	222	-3.2	39.4
Consumer Discretionary	1267	-6.3	26.0
Industry	862	-2.7	3.6
Consumer Staples	743	-1.8	-4.7
Energy	685	-2.3	2.0
Utilities	322	-1.7	-10.3
Real Estate	217	-5.4	-6.5
Materials	494	-3.7	0.9

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



Inflação deverá ter recuado em Setembro na Zona Euro.

- Na Zona Euro, a inflação terá caído em Setembro, de 5.2% para 4.5% YoY. Espera-se a divulgação, pela CE, de um recuo do sentimento económico. Os empréstimos às empresas e famílias terão abrandado em Agosto.
- Nos EUA, foco sobre o rendimento e o consumo pessoais. Espera-se desaceleração da despesa (em Agosto) e um recuo da confiança dos consumidores (em Setembro). Na China, PMIs devem sinalizar estabilização da actividade em Setembro

Agenda da Semana – Principais eventos e indicadores

Região	Data	Período	Estimado	Actual	Anterior
EUA	Set. 26	Vendas de novas habitações – mensal (%)	Ago.	-2.0	4.4
	Set. 26	Índice de confiança dos consumidores (Conference Board)	Set.	105.9	106.1
	Set. 27	Encomendas de bens duradouros – mensal (%)	Ago.	-0.4	-5.2
	Set. 28	PIB – trimestral anualizada (%)	2T 3ª	2.3	2.1
	Set. 28	Novos pedidos de subsídio de desemprego (milhares)	Set. 23	212	201
	Set. 29	Rendimento das famílias – mensal (%)	Ago.	0.5	0.2
	Set. 29	Despesa das famílias – mensal (%)	Ago.	0.4	0.8
	Set. 29	Deflator despesas consumo pessoal – mensal / homóloga (%)	Ago.	0.5 / 3.5	0.2 / 3.3
	Set. 29	Deflator <i>core</i> despesas consumo pessoal – mensal / homóloga (%)	Ago.	0.2 / 3.9	0.2 / 4.2
Zona Euro	Set. 28	Índice de sentimento económico (pontos)	Set.	92.1	93.3
	Set. 29	IPC – mensal / homóloga (%)	Set. E	0.5 / 4.5	0.5 / 5.2
	Set. 29	IPC <i>core</i> – homóloga (%)	Set. E	4.8	5.3
Alemanha	Set. 25	Índice IFO de clima empresarial (pontos)	Set.	85.2	85.7
	Set. 28	IPC – mensal / homóloga (%)	Set. E	0.3 / 4.6	0.3 / 6.1
	Set. 29	Vendas a retalho – mensal / homóloga (%)	Ago.	0.5 / -1.0	-1.0 / -2.6
Espanha	Set. 28	IPC – mensal / homóloga (%)	Set. E	-	0.5 / 2.6
Portugal	Set. 29	IPC – mensal / homóloga (%)	Set. E	-	0.3 / 3.7
	Set. 29	Vendas a retalho – mensal / homóloga (%)	Ago.	-	1.1 / 3.6
China	Set. 30	Índice PMI Manufacturing (pontos)	Set.	50.2	49.7
	Set. 30	Índice PMI Non-Manufacturing (pontos)	Set.	51.5	51.0

Indicadores e eventos económicos mais recentes

Região	Data	Período	Estimado	Actual	Anterior
EUA	Set. 18	Índice NAHB de sentimento no mercado da habitação (pontos)	Set.	49	50
	Set. 19	Início de novas construções – mensal (%)	Ago.	-0.9	-11.3
	Set. 19	Licenças de construção – mensal (%)	Ago.	-0.2	6.9
	Set. 20	Fed anuncia taxa de juro <i>fed funds</i> (%)*	Set. 20	5.25-5.50	5.25-5.50
	Set. 21	Novos pedidos semanais de subsídio desemprego (milhares)	Set. 16	225	201
Zona Euro	Set. 21	Índice de confiança dos consumidores (pontos)	Set.	-16.5	-17.8
	Set. 22	Índice PMI Manufacturing (pontos)	Set.	44.0	43.4
	Set. 22	Índice PMI Serviços (pontos)	Set.	47.6	48.4
	Set. 22	Índice PMI Compósito (pontos)	Set.	46.5	47.1
Portugal	Set. 19	IPP – mensal / homóloga (%)	Ago.	-	0.6 / -5.2
	Set. 20	IPC – mensal / homóloga (%)	Ago.	0.7 / 7.0	0.3 / 6.7
Reino Unido	Set. 20	IPC <i>core</i> – homóloga (%)	Ago.	6.8	6.2
	Set. 21	Banco de Inglaterra anuncia <i>Bank rate</i> (%)*	Set. 21	5.50	5.25
	Set. 22	Índice PMI Manufacturing (pontos)	Set.	43.2	44.2
	Set. 22	Índice PMI Serviços (pontos)	Set.	49.4	47.2
Japão	Set. 22	Banco do Japão anuncia <i>policy balance rate</i> (%)*	Set. 22	-0.10	-0.10
Brasil	Set. 20	Banco Central anuncia taxa de juro Selic (%)*	Set. 20	12.75	12.75

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 2.1% QoQ anualizado no 2Q'23 (2% no 1Q'23), com recuperação do investimento (em equipamento e variação de *stocks*) a compensar o abrandamento do consumo privado. Crescimento mais forte esperado no 3Q.

ZONA EURO Estagnação na 1ª metade de 2023 (0.1% QoQ no 1Q'23 e no 2Q'23). Sinais negativos para o 3Q, com arrefecimento da procura (incluindo nos serviços), no contexto de condições financeiras mais restritivas.

PORTUGAL Crescimento do PIB de 0% QoQ e 2.3% YoY no 2Q'23 (vs. 1.6% QoQ e 2.5% YoY no 1Q'23), com menor contributo da procura externa líquida (efeitos de base adversos) e maior contributo da procura interna. Sinais de moderação da actividade no turismo (mas ainda forte). 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 2.7% (com *downside risks*).

CHINA PIB desacelerou de 2.2% para 0.8% QoQ no 2Q'23. Aceleração homóloga de 4.5% para 6.3% YoY, mas por efeitos de base e abaixo do esperado. Indicadores de consumo, investimento e actividade imobiliária abaixo do esperado.



INFLAÇÃO

EUA Inflação sobe com preços da energia, mas registo *core* prossegue tendência de descida. Desaceleração/queda dos preços sobretudo nos bens não energéticos, mas já visível também nos serviços.

ZONA EURO Inflação persistente, agora com subida dos preços da energia. Inflação nos serviços e a nível *core* recua, mas ainda acima de 5% YoY. Espera-se queda mais visível da inflação *core* a partir do 4Q'23.

PORTUGAL Inflação subiu de 3.1% para 3.7% YoY em Agosto. Queda dos preços da energia passou de -14.9% para -6.5% YoY. Desaceleração dos preços na alimentação, para 6.5% YoY. Inflação *core* recua de 4.7% para 4.5% YoY.



BANCOS CENTRAIS

EUA Depois de subidas de 75 bps (Jun, Jul, Set e Nov 2022) e de um movimento de 50 bps (Dez'22), Fed modera ritmo de subida dos juros de referência em 2023, com movimentos de 25 bps em Fev, Mar, Mai e Jul. Sinais de moderação da actividade e dos preços justificaram pausa em Set. Mas com projecção de subida adicional em 2023 e menos cortes em 2024.

ZONA EURO BCE subiu juros em 25 bps em Setembro (450 bps desde Jul 2022) e sinalizou uma pausa, com o actual nível a ser já visto como “suficientemente restritivo” para baixar a inflação para a meta. Mas a postura da autoridade monetária é ainda descrita como *data dependent*. Mercado antecipa eventual primeira descida dos juros em meados de 2024.

REINO UNIDO Banco de Inglaterra manteve *Bank rate* em 5.25%, em Setembro, com 5 votos a favor vs. 4 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 menos 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 sinais de desaceleração da actividade. Evolução da *yield* a 10 anos num *range* em Abril-Julho, com oscilações. Subida mais visível a partir de Agosto, para perto de 4.5%, com actividade resiliente, expectativa de juros altos por mais tempo, aumento das necessidades de financiamento e *downgrading* pela Fitch (de AAA para AA+). *Yield curve* (10Y-2Y) negativamente inclinada.

ZONA EURO *Yield* do Bund a 10 anos num *range* em Abril-Julho (com oscilações). Subida a partir de Agosto, acompanhando os Treasuries. Curva de rendimentos invertida. *Spreads* da periferia mantêm-se contidos.

ROTEIRO (2/2)



CÂMBIOS

EUA Dólar com movimento recente de apreciação, em resultado dos sinais de resiliência da actividade económica nos EUA e com a expectativa de juros mais altos por mais tempo, mesmo com o Fed próximo do fim deste ciclo de subidas.

ZONA EURO Perdas recentes face ao dólar, dados os sinais negativos da economia da Zona Euro e a perspectiva de que o ciclo de subida dos juros do BCE poderá ter terminado em Setembro.

REINO UNIDO Libra com alguma oscilação em 2023. Evolução recente em baixa, com resiliência da economia dos EUA e a perspectiva de aproximação do fim das subidas de juros pelo BoE.

CHINA Renminbi em máximos de 2 semanas, com sinais de recuperação da actividade e com medidas de estímulo apresentadas pelas autoridades, incluindo uma redução das reservas obrigatórias em divisas externas. Riscos negativos.



RISCOS

GLOBAL Riscos de contágio de acidentes financeiros. Escalada de tensões entre EUA/UE/NATO e Rússia. Tensões EUA-China. Subida mais duradoura da inflação. Erros de avaliação dos bancos centrais. Recessão.

EUA Desaceleração do consumo e da actividade económica/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*. Aumento do desemprego. Tensões com Rússia e China. 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 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. Impactos das sanções. 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 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)	(%)	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>	20.09.2023	-50	12.75	11.75	10.75	9.75

Taxas de Câmbio			3 meses		12 meses	
Câmbio	22/9/2023	YTD (%)	Previsão	Forward	Previsão	Forward
EUR / USD	1.066	-0.5	1.10	1.07	1.14	1.08
EUR / GBP	0.870	-1.8	0.88	0.87	0.90	0.88
EUR / JPY	158.020	12.6	154.00	156.36	155.04	151.66
EUR / CHF	0.966	-2.2	0.98	0.96	1.01	0.94
EUR / PLN	4.601	-1.7	4.60	4.63	4.65	4.71
EUR / AUD	1.652	5.2	1.62	1.65	1.58	1.66
USD / JPY	148.290	13.2	140.00	146.15	136.00	139.90
GBP / USD	1.225	1.3	1.25	1.23	1.27	1.23
USD / BRL	4.936	-6.6	4.85	4.99	4.90	5.12
EUR / BRL	5.247	-7.3	5.34	5.34	5.59	5.55

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	16	11	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	19	2.0	2.2	4.0	4.2	4.1	3.9
Japão	4 932.6	2.1	11	13	10	-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	5.3	3.5	0.7	1.5	2.6	8.4	5.6	2.5	7.7	6.8	7.0	6.9
Alemanha	4 262.8	2.6	19	0.2	13	3.2	8.7	6.3	2.4	3.6	2.9	3.4	3.3
França	2 957.4	6.8	2.6	0.6	14	2.1	5.9	5.2	2.5	7.9	7.5	7.6	7.5
Itália	2 101.3	7.0	3.7	0.8	10	19	8.7	6.1	2.6	9.5	8.8	9.4	9.3
Espanha	1 426.2	5.5	5.5	14	2.0	3.0	8.3	4.4	2.3	14.8	12.7	12.3	12.1
Portugal	250.1	5.7	6.8	2.7	19	13	7.8	5.0	2.8	6.6	6.0	6.5	6.7
Reino Unido	3 137.6	7.6	4.0	-0.3	10	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	15	8.3	9.3	5.0	4.8	111	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	214	117	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	71.8	77.1	82.4	87.2	-6.0	-7.5	-6.9	-6.4	1.8	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	2.5	1.0	1.4	2.0
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	111.0	106.7	-2.9	-0.3	-0.1	-0.6	-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	16	-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.



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

novobanco

DTF – DEPARTAMENTO DE TESOURARIA E FINANCEIRO
Research Económico

Avenida da Liberdade, n.º 195, 9.º piso 1250-142 Lisboa Portugal