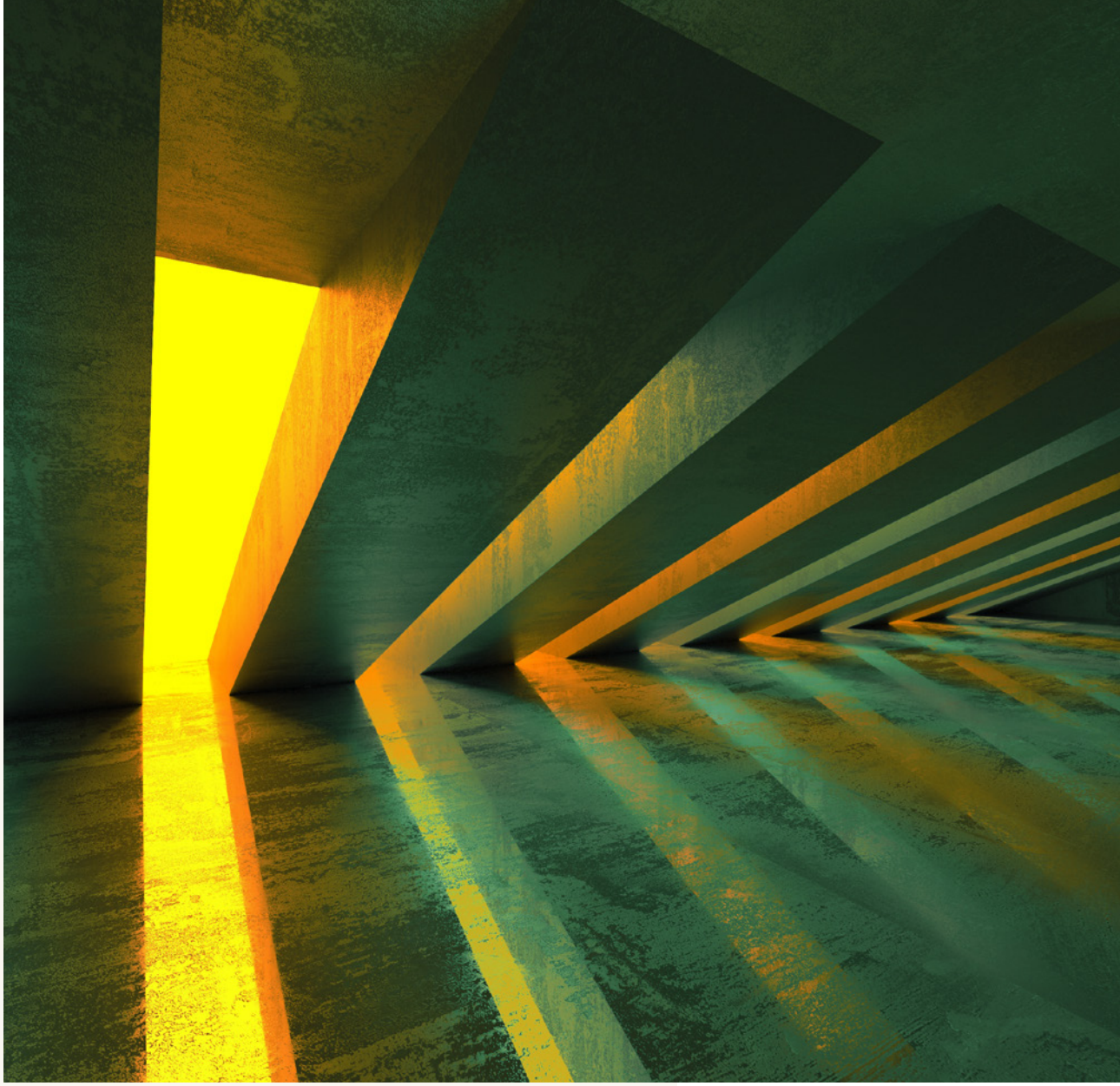


Perspetivas
Outlook Outono

4º Trimestre 2025

1833
BANCO
CARREGOSA

Editorial

Pelo *Chief Investment Officer*

Mercados em máximos históricos, mas com dúvidas crescentes sobre sustentabilidade

O último trimestre de 2025 inicia-se com os mercados financeiros em novos máximos, alimentando tanto otimismo como inquietação. A valorização dos ativos levanta questões sobre a existência de uma bolha, a justificação dos prémios de risco e o papel dos estímulos monetários e fiscais. Num contexto de estagflação moderada e dívida pública elevada, os investidores enfrentam o desafio de distinguir entre promessas de crescimento futuro e lucros reais e sustentáveis.

Os principais índices bolsistas continuam a atingir máximos históricos, impulsionados por setores tecnológicos e pela narrativa em torno da inteligência artificial. Esta valorização levanta dúvidas legítimas: estará o mercado caro? Embora os múltiplos de valorização estejam elevados, a liquidez abundante, a expectativa de crescimento de resultados das empresas e as descidas das taxas de juro sustentam os preços dos ativos.

A política monetária e fiscal dos últimos anos foi marcada por estímulos agressivos. Errar pelo lado do excesso pode ter sido preferível à deflação e ao risco de mais uma década perdida, mas os efeitos colaterais – como valorizações excessivas e distorções nos mercados – podem estar agora a emergir.

O abrandamento suave da economia norte-americana que promete ligar dois ciclos de crescimento económico sem a habitual recessão intercalar, permite vislumbrar um período anormalmente longo de expansão económica que tem entusiasmado os investidores. Apesar dos riscos latentes, as atenções estão mais focadas nas oportunidades. Ainda assim, importa ter presente que a economia ocidental apresenta sinais de estagflação moderada: crescimento anémico com inflação persistente. A descida das taxas de juro poderá ser limitada pela rigidez dos preços. A dívida pública continua a crescer, com níveis preocupantes em algumas economias desenvolvidas.

A possibilidade de estarmos numa bolha é cada vez mais debatida, mas estas situações são mais facilmente identificadas à *posteriori*. Verificam-se pelo menos alguns dos ingredientes que tendem a gerar excessos. As etapas finais destes movimentos são tendencialmente rentáveis para os investidores que navegam a onda, mas conseguem sair antes do precipício. Esse equilíbrio é desafiante e acarreta riscos elevados pelo que os investidores devem definir uma estratégia para lidar com esse futuro incerto. Mais do que procurar prever o futuro, importa preparar-se para ele.

Num ambiente de elevada incerteza, torna-se essencial distinguir entre empresas que geram lucros reais e sustentáveis e aquelas que dependem de promessas de crescimento futuro. A seletividade será chave para preservar capital. Os ciclos de investimento baseados em otimismo exacerbado, uma verdadeira 'corrida ao ouro', tendem a beneficiar indubitavelmente os vendedores dos equipamentos e apenas alguns (poucos) dos exploradores aventureiros. Os primeiros vencedores deverão ser as empresas prestadoras dos serviços e bens cuja procura já aumentou significativamente, como produtores de *chips*, redes elétricas, *data centers*, produtores de cobre, entre outro. As empresas que adquirem estes consumos intermédios, tendo em vista um futuro entusiasmante, poderão ou não conseguir rentabilizar esses investimentos.

Por agora, apesar da reviravolta do mercado que passou nos últimos seis meses por fases extremas de otimismo e de pessimismo, recomendamos continuar a seguir a gestão prudente e diversificada, com alocações próximas dos pontos centrais nas várias subclasses de ativos, como liquidez, obrigações, ações e ativos reais, como imobiliário, infraestruturas e ouro.



Mário Carvalho Fernandes

Posicionamento

Classes	Subclasses	— —	—	Neutro	+	+ +
Liquidez	Depósitos à Ordem, Depósitos a Prazo					
Obrigações	*Investment Grade* Europa					
	Investment Grade EUA (EURHdg)					
	High Yield Global (EURHdg)					
	Emergentes Global (EURHdg)					
Ações	Europa ex-Reino Unido					
	EUA (EURHdg)					
	Reino Unido (EUR)					
	Emergentes (EUR)					
Outros	Ouro, REITS, Infraestruturas, etc.					

Análise Macroeconómica

Ao longo do terceiro trimestre de 2025, os principais indicadores de atividade da Zona Euro apontaram para uma recuperação muito frágil. O PMI compósito subiu de 50,4 pontos em julho para 51,2 em setembro, sinalizando uma expansão ligeira sustentada pelos serviços, enquanto o PMI manufatureiro recuou de 50,9 para 49,8 pontos, regressando à contração. Na Alemanha, o índice Ifo caiu de 88,6 em julho para 87,7 em setembro, refletindo o pessimismo da indústria, penalizada pela fraca procura externa e pelos custos da transição energética. O BCE interrompeu em julho o ciclo de descidas das taxas de juro, após o corte de 25 pontos base decidido a 5 de junho, que deixou a taxa de depósito em 2%. Desde então, mantém uma postura prudente e dependente dos dados, considerando que, embora a inflação esteja próxima da meta de 2%, continua elevada no setor dos serviços. O banco central estima um crescimento de 1,2% em 2025 e uma inflação média de 2,1%. Em França, o défice orçamental, em torno de 6% do PIB, reflete uma despesa pública rígida que dificilmente poderá ser compensada por aumentos de impostos, dado que o país se encontra provavelmente na fase descendente da curva de Laffer. Assim, a França, pilar central do eixo franco-alemão e da integração europeia, revela sinais crescentes de fragilidade, a par da Alemanha, cuja economia, caso volte a contrair em 2025, enfrentará a terceira recessão consecutiva, algo inédito desde o período de 1932 a 1934.

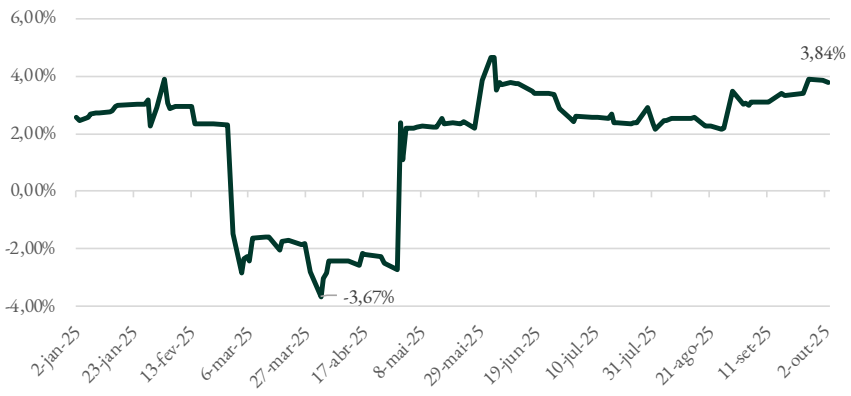


Nos EUA, a economia tem recuperado significativamente após a contração registada no primeiro trimestre, impulsionada sobretudo por uma política orçamental fortemente expansionista, sustentada por défices públicos superiores a 6% do PIB, e pelo efeito riqueza decorrente dos máximos históricos consecutivos dos índices acionistas, que têm suportado o consumo e o investimento. O GDPNow da Fed de Atlanta antecipa um crescimento próximo de 4% no terceiro trimestre, confirmando a robustez da atividade económica.

No *outlook* de setembro, a Reserva Federal dos EUA reviu em alta a projeção de crescimento do PIB real para 2025, de 1,4% para 1,6%, sinalizando maior confiança na resiliência da economia norte-americana. A taxa de desemprego manteve-se em 4,5%, refletindo um mercado de trabalho em abrandamento, mas ainda sólido, enquanto a inflação PCE *core* permaneceu em 3,1%, um valor ainda elevado face à meta de 2% do banco central. O *dot plot* apontou para uma Fed Funds Rate em torno de 3,6% no final de 2025, face a 3,9% em junho, indiciando cerca de 50 pontos base adicionais de cortes após a descida de 25 pontos base em setembro, para o intervalo entre 4,00% e 4,25%, o primeiro corte em nove meses. Reiterando uma abordagem dependente dos dados, num cenário de crescimento moderado, a Fed adotou uma postura *dovish*, mas cautelosa, calibrando a política para travar o abrandamento sem perder de vista a inflação, que apenas deverá convergir para 2% em 2028.

Ao longo do terceiro trimestre, a economia chinesa manteve um ritmo de crescimento moderado, apoiado sobretudo pelo setor dos serviços, mas ainda condicionada pela fraqueza da procura interna e pelas dificuldades persistentes no mercado imobiliário. O PMI manufatureiro Caixin oscilou em torno do limiar dos 50 pontos, refletindo uma produção industrial praticamente estagnada, enquanto o PMI de serviços permaneceu acima, nos 52,9 pontos em setembro, sinalizando expansão moderada. O PIB deverá crescer cerca de 4,8% em 2025, segundo o FMI, em linha com a meta oficial de "cerca de 5%" estabelecida por Pequim, mas ainda abaixo do ritmo pré-pandemia. A inflação mantém-se muito baixa, próxima de 0%, refletindo pressões deflacionistas ainda presentes, sobretudo no imobiliário e nos bens de consumo duradouro. O Banco Popular da China (PBoC) tem recorrido a cortes seletivos nos requisitos de reservas e a medidas de apoio ao crédito, mas evita reduções mais agressivas das taxas de juro, para conter riscos cambiais e saídas de capitais. O governo chinês privilegia estímulos direcionados ao consumo e ao investimento tecnológico, mas o ajustamento estrutural do setor imobiliário continuará a limitar a recuperação nos próximos trimestres.

Expetativas do GDP Now Fed Atlanta do PIB nos EUA



Fonte: Bloomberg/Fed de Atlanta/Banco Carregosa

As estimativas do GDPNow da Fed de Atlanta mostram que as expectativas de crescimento do PIB dos EUA refletem ainda a resiliência da economia norte-americana, apesar da incerteza da política comercial. A forte queda observada no primeiro trimestre — quando as projeções chegaram a apontar para -3,7% — materializou-se num recuo efetivo de 0,6% (taxa anualizada), de acordo com os dados do BEA (Bureau of Economic Analysis). Essa contração deveu-se sobretudo à antecipação generalizada de importações, num contexto de incerteza comercial e de receios face às medidas protecionistas que Donald Trump vinha a anunciar. Muitas empresas optaram por antecipar encomendas para evitar potenciais tarifas, incluindo importações excecionais de ouro, que acabariam por ficar isentas nas medidas divulgadas no "Liberation Day" de 2 de abril. Após essa clarificação e o adiamento de novas taxas e negociação casuística, as expectativas de crescimento recuperaram de forma expressiva. Atualmente, a expansão próxima de 4% continua principalmente alicerçada nos défices orçamentais elevados, corroborando uma enérgica política fiscal expansionista, bem como nos máximos históricos dos mercados acionistas, que reforçam o efeito riqueza, estimulando consumo e investimento. Apesar de algum arrefecimento no mercado laboral, permanece o cenário central de *soft landing* da economia norte-americana.

Perspetivas para obrigações

Entramos no último trimestre com as taxas de longo prazo "ancoradas" em patamares historicamente mais elevados do que em períodos anteriores. Esta situação ocorre tanto nos EUA, como no Reino Unido e na Zona Euro, refletindo prémios de risco mais ligados à inflação e às contas públicas do que a uma recessão.

Os bancos centrais têm tido ritmos de atuação diferentes. O cenário base (se o desemprego subir gradualmente e não surgirem pressões inflacionistas adicionais) aponta para mais algum alívio da Fed, depois de em setembro terem abrandado o ritmo do aperto quantitativo e com a possibilidade de até dois cortes adicionais este ano. O intervalo esperado para as taxas para o fim de 2025 permanece no intervalo 3,50% e 3,75%, a taxa neutral estimada deverá ser muito provavelmente nos 3%.

Na Europa, o BCE está em regime de pausa *hawkish*. A desinflação segue o seu curso que conjugada com um euro mais forte podem dar margem para um eventual corte em dezembro, no entanto o consenso do mercado é de que o BCE não fará mais nada este ano, até porque a taxa neutral estimada está entre os 2% e os 2,25%, dando margem para esperar.

O Banco de Inglaterra deverá seguir o processo de normalização. O mercado espera mais dois cortes até ao final do ano, no entanto o recente agravamento inflacionista pode atrasar os planos.

O Banco do Japão encontra-se num regime oposto, com a inflação a situar-se ainda acima da sua meta. Deveremos ter pelo menos mais uma subida de taxas e reduções nas compras de obrigações do governo japonês.

A inflação na Europa regressou à meta de 2% e o arrefecimento salarial sugere a continuidade da desinflação, pelo que as expetativas de crescimento se encontram ancoradas.

O mercado de trabalho mantém-se robusto (desemprego aproximadamente de 6,3%), e a atividade tem resistido melhor do que o esperado aos choques comerciais, limitando riscos inflacionistas adicionais.

A liquidez é ampla e os mercados parecem ajustados a um cenário de baixo crescimento sem recessão, com o risco mais concentrado nos soberanos do que nas empresas.

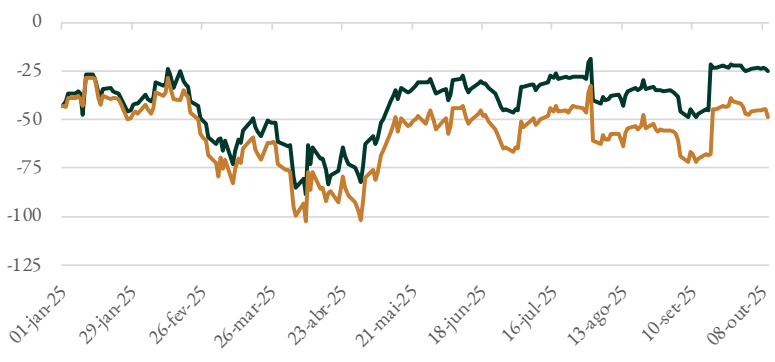
No último trimestre, o *investment grade* mostrou balanço favorável de revisões de *rating* face ao *high yield*. Os fundamentais do *high yield* europeu permanecem saudáveis (disciplina de alavancagem e cobertura de juros estáveis), embora a incerteza sobre tarifas continue.

Como principais riscos, vemos a reaceleração inflacionista por via de tarifas e políticas fiscais pró-cíclicas, que elevariam os prémios de riscos.

Na Europa favorecemos uma duração intermédia entre os 5 e os 7 anos, onde vemos prémios de risco mais atrativos. A dívida de *investment grade* mantém um prémio interessante sobre os soberanos. Continuamos a preferir subordinadas e híbridas, apesar da recente compressão.

Nos EUA privilegiamos a parte curta da curva, para capturar potenciais cortes adicionais por parte da Fed, mas, ao longo do trimestre, as oportunidades podem estender-se a 'duração' se a trajetória de desinflação ganhar tração.

Evolução das expectativas de cortes da Fed ao longo de 2025 para as reuniões de outubro e dezembro (em pontos base)



Fonte: Bloomberg/Banco Carregosa

Após o corte de dezembro de 2024, a Fed manteve as taxas de juro estáveis durante nove meses, retomando o ciclo de flexibilização monetária apenas a 17 de setembro, com uma redução de 25 pb, baixando o intervalo das Fed Funds Rate para 4,00%-4,25%. Em abril, as perspetivas de novos cortes aumentaram significativamente após o chamado "Liberation Day" (2 de abril), que marcou o regresso do protecionismo aos EUA e gerou receios de uma forte desaceleração económica global. Nessa altura, o mercado, segundo os contratos OIS (*Overnight Index Swaps*), chegou a descontar quase quatros cortes de 25 pb até à reunião de outubro, ou seja, uma descida para perto do intervalo de 3,25%-3,50%. Todavia, a 9 de abril, Donald Trump adiou por 90 dias a aplicação das medidas e anunciou que privilegiaria negociações caso a caso, devolvendo confiança aos investidores. O otimismo em torno da inteligência artificial viria também a impulsionar o S&P 500 para novos máximos históricos consecutivos. Atualmente, os contratos OIS descontam mais dois cortes de 25 pb, um em outubro e outro em dezembro, sinalizando um ciclo de flexibilização cauteloso e dependente dos dados, num contexto de inflação ainda relativamente elevada (PCE *core* de 2,9%) e sinais de abrandamento no mercado de trabalho.

Perspetivas para ações

O terceiro trimestre de 2025 foi caracterizado pela menor volatilidade dos mercados de ações face ao trimestre anterior e pela continuação de tendência ascendente que os levou a novos máximos históricos.

O otimismo dos investidores começou por ser suportado por uma época de resultados trimestrais sólida, num contexto em que as estimativas eram conservadoras na sequência dos receios resultantes da introdução de tarifas comerciais nos EUA. Na verdade, muitas empresas americanas mostraram-se capazes de manter as margens operacionais em níveis saudáveis, também ajudadas pela desvalorização do USD.

Mas o fator que mais contribuiu para a valorização dos índices foi inegavelmente o regresso em força do tema da Inteligência Artificial. Foram anunciados contratos muito significativas plurianuais para a construção de *data centers*, enquanto que o *cluster* tecnológico americano foi potencialmente beneficiado pelos acordos celebrados pela Intel com o Estado americano e com a Nvidia. Em conjunto com as estimativas crescentes de despesas de investimento reportadas pelos *hyperscalers*, estes dados reforçaram a convicção no crescimento exponencial de procura por serviços AI, ainda que a sua futura monetização permaneça como um ponto de interrogação.

Evolução nos últimos 3 meses

	30-jun	31-jul	31-aug	30-set	Últimos 3 meses	Último mês (set)
Ações						
S&P 500	6 204,95	6 339,39	6 460,26	6 688,46	7,79%	3,53%
Nasdaq 100	22 679,01	23 218,12	23 415,42	24 679,99	8,82%	5,40%
DAX 40	22 163,49	24 065,47	23 902,21	23 880,72	7,75%	-0,09%
Stoxx 600	541,37	546,11	550,14	558,18	3,11%	1,46%
Nikkei 225	35 617,56	41 069,82	42 718,47	44 932,63	26,15%	5,18%
Shanghai Composite	3 444,43	3 279,03	3 857,93	3 882,78	12,73%	0,64%
MSCI World	4 026,44	4 076,04	4 177,72	4 306,70	6,96%	3,09%
MSCI Emergentes	1 222,78	1 243,23	1 258,44	1 346,05	10,08%	6,96%
Taxas juro longo prazo						
Yield Treasury 10 yr	4,23%	4,37%	4,23%	4,15%	-8,0 pb	-7,8 pb
Yield Bund 10 yr	2,61%	2,70%	2,72%	2,71%	10,4 pb	-1,3 pb
Yield OT Portugal 10 yr	3,06%	3,12%	3,18%	3,12%	6,2 pb	-6,3 pb
Taxas de juro curto prazo						
Libor USD 3 meses	4,29%	4,30%	4,17%	3,98%	-31,6 pb	-19,5
Libor EUR 3 meses	1,94%	2,01%	2,06%	2,03%	8,8 pb	-2,9 pb
Cambial						
EUR/USD	1,1787	1,1415	1,1686	1,1734	-0,45%	0,41%
EUR/GBP	0,8583	0,8643	0,8655	0,8727	1,68%	0,83%
Matérias-Primas						
Brent (USD barril)	64,91	70,09	66,89	66,03	1,73%	-1,29%
WTI (USD barril)	62,06	67,32	63,46	62,37	0,50%	-1,72%
Ouro (USD onça troy)	3303,14	3289,93	3447,95	3858,96	16,83%	11,92%

Fonte: Bloomberg; Banco Carregosa

No entanto, a valorização do mercado tem sido ainda superior ao crescimento de resultados esperado. Assim, os múltiplos continuam a expandir-se e muitos analistas receiam que se tornem insustentáveis. Numa ótica setorial, indústrias como Tecnologia, Consumo Discricionário ou Industriais negoceiam de facto a valores historicamente muito elevados, se bem que tal não seja o caso de algumas exceções, como as Farmacêuticas. Adicionalmente, o risco de concentração continua a aumentar, com Tecnologia a representar, atualmente, mais de 40% da capitalização do S&P500.

Neste ambiente de mercado, mantemos uma exposição mista, entre temas de crescimento secular e indústrias mais defensivas, aumentando até o peso relativo a estas últimas. Reiteramos a recomendação de empresas de qualidade, com menor volatilidade de resultados, balanços sólidos e excelente geração de *cash-flow*.

Perspetivas para Alternativos

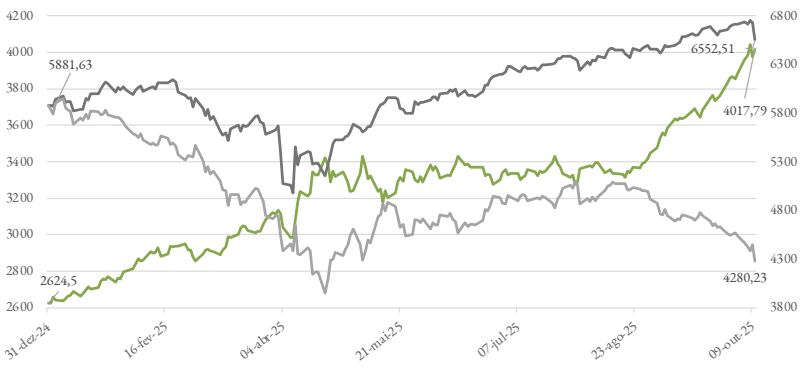
Num contexto macroeconómico de crescimento moderado, inflação persistente e taxas de juro que deverão permanecer em níveis restritivos por mais tempo do que anteriormente antecipado, os investimentos alternativos entram no quarto trimestre com uma relevância reforçada. Beneficiam, por um lado, de um prémio de iliquidez ainda expressivo face às obrigações de elevada qualidade, cujas rendibilidades permanecem comprimidas, e, por outro, de uma maior dispersão entre setores e geografias, que favorece a gestão ativa e a seleção criteriosa de oportunidades. A estabilização da inflação ligeiramente acima das metas em várias economias sustenta o valor de ativos com indexação implícita e de estratégias capazes de gerar retorno independente das condições de mercado.

No mercado das matérias-primas, o petróleo mantém um equilíbrio frágil entre oferta e procura, justificando exposição tática como proteção face a riscos geopolíticos. O ouro continua a afirmar-se como ativo de diversificação estrutural, apoiado por compras de bancos centrais e pela procura de refúgio em cenários de fragilidade fiscal, enquanto a prata, mais volátil, beneficia do avanço da eletrificação. O cobre conserva fundamentos sólidos, ainda que sensível a abrandamentos cíclicos.

No setor imobiliário, a reavaliação dos ativos encontra-se mais avançada, mas de forma desigual: os escritórios de menor qualidade permanecem sob pressão, enquanto a habitação acessível e a logística de curta distância revelam maior resiliência. Nos EUA, o elevado volume de refinanciamentos continua a criar oportunidades em dívida problemática, enquanto na Europa a redução gradual das taxas exigidas começa a reanimar as transações.

As infraestruturas e os ativos reais com contratos indexados à inflação oferecem estabilidade de fluxos de caixa, apoiados pela transição energética e pelo reforço das redes essenciais. Globalmente, o trimestre favorece abordagens equilibradas que combinem ativos reais robustos com estratégias líquidas e seletivas de geração de valor.

Ouro (dólares/onça troy) e S&P 500 em dólares e em ouro



Fonte: Bloomberg/Banco Carregosa

Em 2025, o ouro valoriza mais de 50%, superando os 4.000 dólares por onça troy, impulsionado por uma conjugação de fatores económicos e geopolíticos. Um dos principais motores deste movimento é a mudança de paradigma nas reservas internacionais, ditada pelo congelamento dos ativos russos ocidentais após a invasão da Ucrânia em 2022. Economias emergentes, sobretudo a China, têm reforçado as compras de ouro para diversificar ativos e reduzir a dependência do dólar, mitigando o risco de novas sanções. As expectativas de descidas das taxas de juro pela Reserva Federal norte-americana também favorecem o metal amarelo, ao reduzirem o custo de oportunidade de o deter. A paralisação do governo dos EUA, a crise política em França e outras incertezas globais aumentam ainda mais a procura por refúgios seguros. Apesar de o acordo de paz entre Israel e o Hamas trazer algum alívio, o contexto de instabilidade mantém o apetite pelo ouro. Ao contrário das moedas fiduciárias, cuja emissão pode ser ilimitada, a produção de ouro é relativamente previsível. Assim, embora os índices acionistas atinjam máximos nominais (em dólares), em ouro o S&P 500 desvaloriza cerca de 25% em 2025.

1833
BANCO
CARREGOSA

Siga-nos nas redes sociais

Banco L. J. Carregosa, S.A. | Capital Social € 20.000.000,00
Matriculado na Conservatória do Registo Comercial do Porto sob o número único de matrícula e de identificação fiscal 503 267 015
O Banco Carregosa está registado no Banco de Portugal (BdP) sob o nº 0235 e na Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM) sob o nº 0169.
Av. da Boavista, 1083 - 4100-129 Porto, Portugal | Tel.: +351 226 086 460 | Fax: +351 226 086 490
info@bancocarregosa.com | www.bancocarregosa.com

2025 © Banco L. J. Carregosa S.A. - A publicação ou a reprodução é totalmente proibida sem a autorização expressa do Banco Carregosa.

Mod0587V01_BC_PT_10-25