

Perspetivas
Outlook Outono

4º Trimestre 2026

1833
BANCO
CARREGOSA

Editorial

Pelo *Chief Investment Officer*

Depois de um ano marcado pela concretização de riscos geopolíticos e pelo regresso da inflação energética, o outono deverá continuar a ser marcado por elevada volatilidade, com o sentimento dos investidores a oscilar entre o entusiasmo perante novas oportunidades e a apreensão face a riscos potencialmente extremos. A economia global continua a crescer, a Inteligência Artificial mantém-se como um dos maiores ciclos de investimento das últimas gerações e os bancos centrais voltaram a recordar que o custo do capital importa. Neste contexto, a disciplina e a seletividade tornam-se mais importantes do que a procura incessante pela próxima tendência de mercado.

Valor num mundo em transformação

O ano de 2026 conduziu investidores, empresas e decisores políticos a confrontarem-se simultaneamente com várias mudanças estruturais.

O conflito no Médio Oriente demonstrou que a geopolítica continua a ser capaz de perturbar rapidamente as expectativas económicas. O choque energético que daí resultou interrompeu o processo de desinflação que parecia consolidado e obrigou os bancos centrais a adotar uma postura mais prudente. Contudo, ao contrário do que aconteceu em 2022, a economia global chegou a este choque com taxas de juro já normalizadas e balanços empresariais geralmente mais robustos. Os impactos económicos têm sido mais contidos do que inicialmente temido.

Apesar do aumento dos custos de financiamento, dos preços da energia mais elevados e de um ambiente geopolítico mais complexo, o crescimento global manteve-se positivo, impulsionado pela combinação de investimento público, despesa em defesa, transição energética e desenvolvimento tecnológico. A economia mundial tem permanecido afastada dos cenários recessivos que chegaram a ser considerados durante a primeira metade do ano.

Importa reconhecer que uma parte relevante da resiliência económica observada nos últimos anos foi financiada pelo setor público. A resposta à pandemia, à crise energética, às crescentes necessidades de defesa e aos vários programas de investimento estratégico permitiram sustentar o crescimento num contexto exigente, mas deixou como contrapartida níveis de défice e de dívida que merecem atenção. Em muitas jurisdições, a capacidade de continuar a utilizar a política orçamental como principal motor de estabilização económica encontra-se mais limitada. A necessidade de restaurar maior equilíbrio orçamental através de processos de consolidação fiscal poderá transformar-se num dos principais desafios dos próximos anos, reduzindo um dos suportes que contribuiu para a robustez da atividade económica desde 2020.

Entre os motores de crescimento, destaca-se igualmente a Inteligência Artificial. O investimento em infraestruturas digitais, centros de dados, semicondutores, redes elétricas e *software* continua a expandir-se a um ritmo elevado. Mais importante ainda, os mercados têm tentado identificar e distinguir as empresas capazes de transformar esse investimento em fluxos de caixa e resultados concretos daquelas cuja avaliação continua assente sobretudo em expectativas. Esta disciplina poderá tornar a próxima etapa mais volátil, mas também mais saudável.

Paralelamente, regressou uma variável que esteve ausente durante grande parte da última década: o verdadeiro custo do capital. As taxas de juro reais positivas voltaram a conferir atratividade à liquidez e às obrigações de elevada qualidade, oferecendo aos investidores alternativas credíveis às ações e reintroduzindo disciplina na avaliação dos ativos. Este processo também poderá contribuir para gerar maior volatilidade, mas contribui para uma alocação mais eficiente dos recursos.

Neste contexto, o principal desafio para os investidores não será antecipar o próximo evento geopolítico ou a próxima decisão de um banco central. O desafio passa por identificar quais os ativos capazes de prosperar num ambiente onde a inovação tecnológica continua a acelerar, onde o financiamento voltou a ter um preço relevante e os riscos macroeconómicos permanecem elevados.

É por esse motivo que continuamos a privilegiar uma abordagem assente na diversificação e na qualidade dos ativos subjacentes. O sentimento dos mercados continuará provavelmente a oscilar entre momentos de entusiasmo e de preocupação. O valor gerado por negócios robustos, bem financiados e capazes de se adaptar à transformação económica tende, porém, a revelar-se muito mais estável do que o comportamento de curto prazo das cotações.



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

Apesar da persistência dos preços elevados dos combustíveis, as perspetivas de crescimento económico melhoraram na Zona Euro e nos EUA nos últimos três meses. Na China, embora as previsões de crescimento tenham sido ligeiramente revistas em baixa, os últimos dados económicos superaram as expectativas.



Na Zona Euro, o Banco Central Europeu (BCE), nas projeções de setembro, reviu em alta o crescimento económico em 2026, de 0,8% para 0,9%, manteve a previsão da inflação em 3% e reduziu ligeiramente a taxa de desemprego, de 6,3% para 6,2%. Para 2027, o BCE reviu em alta o crescimento do PIB, de 1,2% para 1,4%, e a inflação, de 2,3% para 2,5%. Já para 2028, manteve a previsão de crescimento económico em 1,5%, mas aumentou a inflação esperada de 2% para 2,1%.

Relativamente às taxas de juro, a de depósito do BCE está atualmente nos 2,50%, ou seja, 25 pontos base acima do início do verão. No mercado monetário, as taxas de juro também subiram face a junho, com a Euribor a três meses prevista nos 3% para 2027 e 2028, contra 2,8% e 2,7%, respetivamente. Os mercados antecipam agora uma nova subida da taxa de depósito para 2,75% já em dezembro, quando, no início do verão, essa subida só era esperada em 2027.

Nos EUA, a Reserva Federal norte-americana (Fed), nas projeções de setembro, reviu em alta o crescimento económico para 2026, de 2,2% para 2,3%, e a inflação, de 3,6% para 3,7%, e reduziu a taxa de desemprego de 4,3% para 4,1%. Para 2027, a Fed também reviu em alta o crescimento do PIB, de 2,3% para

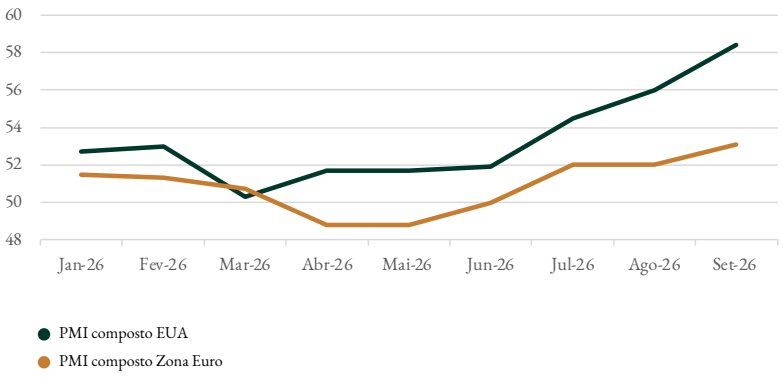
2,4%, manteve a inflação em 2,3% e reduziu o desemprego de 4,3% para 4,1%. Já para 2028, manteve o crescimento económico em 2,2%, mas aumentou a inflação esperada de 2% para 2,1% e reduziu o desemprego de 4,2% para 4,1%. Entretanto, o modelo GDPNow da Fed de Atlanta antecipa atualmente um crescimento de 3,6% do PIB no terceiro trimestre de 2026.

Relativamente às taxas de juro, a Fed aumentou em setembro a sua taxa diretora em 25 pontos base, para o intervalo entre 3,75% e 4%. Nas projeções de setembro, reviu em alta a taxa de juro esperada no final de 2026, de 3,8% para 4,1%, em 2027, de 3,6% para 4,1%, e em 2028, de 3,4% para 3,9%. No mercado obrigacionista, a *yield* das obrigações do Tesouro norte-americano a 10 anos subiu de 4,44% no final de junho para 5,34% no início de outubro, o valor mais elevado desde 2002.

Quanto à China, o Fundo Monetário Internacional (FMI), nas projeções de outubro, reviu em ligeira baixa o crescimento económico para 2026, de 4,6% para 4,5%. Para 2027, prevê um crescimento de 4%. Relativamente à inflação, o FMI também reviu em baixa as previsões face a abril, de 1,2% para 1% em 2026 e de 1,5% para 1,4% em 2027. Entretanto, a economia chinesa cresceu 4,5% no terceiro trimestre, acima dos 4,3% do trimestre anterior e das expectativas de 4,4%, beneficiando sobretudo do bom desempenho das exportações e da produção industrial, apesar da fraqueza da procura interna e do setor imobiliário.



Evolução do PMI composto da S&P Global nos EUA e na Zona Euro em 2026



Fonte: Bloomberg; Banco Carregosa

A guerra no Médio Oriente ditou o recuo dos PMI compostos dos EUA e da Zona Euro devido aos receios de que a subida dos preços dos combustíveis fósseis penalizasse a atividade económica. Todavia, a partir de junho, começaram a recuperar, sobretudo nos EUA, ultrapassando os níveis anteriores ao conflito. Esta melhoria beneficiou do alívio temporário dos preços do petróleo e das tensões geopolíticas, da resiliência da procura interna e do investimento em Inteligência Artificial e defesa. A recuperação inicialmente mais evidente na indústria deu lugar a um melhor desempenho dos serviços durante o verão, sobretudo nos EUA.

A maior recuperação norte-americana também se explica pela sua autossuficiência energética, enquanto a Zona Euro continua muito dependente das importações de petróleo e gás, situação agravada após a invasão russa da Ucrânia. Além disso, com a guerra no Médio Oriente, vários países asiáticos, muito dependentes do petróleo e gás do Golfo, passaram a procurar fornecedores noutras regiões, aumentando a concorrência com a Europa. Esta disputa pelos mesmos recursos energéticos pressiona os preços das importações europeias, reduz o poder de compra e penaliza a competitividade das empresas, ajudando a explicar a recuperação mais moderada da atividade económica europeia. Ainda assim, segundo o BCE, a economia europeia tem resistido melhor ao choque energético do que inicialmente se receava.

Perspetivas para obrigações

Para o último trimestre, antecipamos um enquadramento macroeconómico marcado pela resiliência da atividade económica, mas também por condições financeiras mais restritivas. Apesar da crescente fragmentação geopolítica, as principais economias têm conseguido absorver preços de energia e tarifas mais elevadas melhor do que o esperado, apoiadas pelo forte ciclo de investimento em Inteligência Artificial e pela capacidade de adaptação dos consumidores. Estes fatores estão, contudo, fortemente interligados: um abrandamento do investimento em IA, um agravamento do choque energético ou uma deterioração das condições financeiras poderão alterar significativamente este cenário, num momento em que as avaliações dos ativos poderão não refletir plenamente estes riscos.

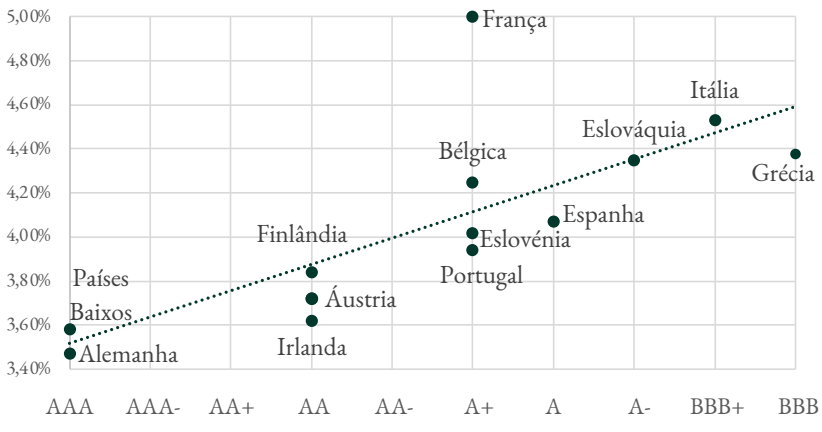
Desde julho, as expectativas relativas às taxas de juro sofreram uma inversão significativa. O cenário de estabilização, ou mesmo de eventuais descidas, deu lugar à antecipação de novas subidas por parte do BCE e da Fed. Os mercados atribuem atualmente probabilidades elevadas a novos aumentos das taxas diretoras nas reuniões de dezembro de ambos os bancos centrais. Esta alteração de perspetiva deverá continuar a condicionar o comportamento das *yields* soberanas, sobretudo se os próximos indicadores de inflação e atividade confirmarem a necessidade de manter uma política monetária restritiva.

Na Zona Euro, a evolução das taxas de juro poderá também ser acompanhada por uma maior diferenciação entre emitentes soberanos. França deverá permanecer sob escrutínio, perante os elevados défices orçamentais, o crescimento da dívida pública e a dificuldade de alcançar consensos políticos para a consolidação das contas públicas. Estes fatores poderão manter a pressão sobre o *spread* da dívida francesa face à alemã, que se encontra em máximos desde 2011.

Na dívida das empresas, os fundamentais continuam globalmente sólidos, como demonstra o predomínio das revisões em alta do *rating*, especialmente no segmento Investment Grade. Ainda assim, esperamos uma crescente diferenciação entre emitentes. As empresas com liquidez e capacidade de geração de fluxos de caixa deverão conseguir acomodar melhor os custos de financiamento mais elevados, enquanto os emitentes mais endividados e de menor qualidade creditícia estarão mais expostos a dificuldades de refinanciamento. No High Yield, em particular nas notações CCC é onde vemos uma maior probabilidade de risco de incumprimento e de reestruturações de dívida.

A subida das taxas de juro reais penalizou sobretudo as maturidades mais longas, reforçando a importância do controlo da duração. Em contrapartida, os níveis atuais das *yields* aumentaram a atratividade do rendimento corrente e melhoraram o potencial de retorno a médio prazo. Para o próximo trimestre, privilegiamos, por isso, obrigações de elevada qualidade de crédito e maturidades curtas a intermédias, com seleção criteriosa dos emitentes e gestão prudente da duração. Procuraremos aproveitar oportunidades resultantes de movimentos de mercado, sem aumentar excessivamente a exposição ao risco de taxa de juro ou de crédito.

Yields 10 anos Vs. Ratings Crédito (21 outubro 2026)



Fonte: Bloomberg/Fitch Ratings/Banco Carregosa

A França destaca-se cada vez mais pela negativa no mercado da dívida soberana da Zona Euro. Apesar do *rating* A+ atribuído pela Fitch, idêntico ao de Portugal, as obrigações do tesouro francês a 10 anos oferecem um rendimento de 5%, o mais elevado desde julho de 2002, contra 3,95% da dívida portuguesa. França paga mais do que Itália e Grécia, apesar de estas economias terem classificações de crédito inferiores. A diferença não se explica apenas pelo nível da dívida pública, mas sobretudo pela sua trajetória. Em França, o rácio da dívida aumentou de 115,7% do PIB em 2025 para 119% no segundo trimestre de 2026, num contexto de défices orçamentais superiores a 5% e fraco crescimento económico. Portugal segue o caminho contrário, com o rácio da dívida em queda e contas públicas mais equilibradas, o que explica a *yield* inferior à sugerida pelo seu *rating*.
O gráfico mostra que os investidores não olham apenas para as classificações das agências, mas sobretudo para a evolução das contas públicas. Enquanto os mercados são *lead* e antecipam os riscos, as agências de *rating* são *lag* e têm habitualmente revisões semestrais. Sendo França a segunda maior economia da Zona Euro, a persistência desta deterioração das suas contas públicas representa um risco cada vez maior para toda a União Europeia.

Perspetivas para ações

O 3º trimestre trouxe variações finais pouco significativas aos principais índices acionistas na Europa e nos EUA, o que não significa de todo que este período não tenha sido fértil em alterações de perspetivas do mercado em relação às principais variáveis económicas. Dois pontos fundamentais dominaram as atenções: em primeiro lugar, o crescimento de resultados das empresas continuou a atingir níveis muito saudáveis e até pouco habituais em termos históricos, se bem que ainda muito centrado em poucos setores, nomeadamente Tecnologia e Energia; por outro lado, num contexto de escalada do preço dos combustíveis, os receios quanto à aceleração da inflação acentuaram-se, enquanto que a subsequente subida pronunciada das *yields* soberanas dos principais países ameaçou impactar o custo de financiamento das empresas e o valor atualizado dos seus *cash-flows* futuros.

Para este 4º trimestre, a evolução do mercado parece voltar a depender muito da trajetória da inflação e das taxas de juro, e, consequentemente, da evolução da situação no estreito de Ormuz. Se não houver avanços nas negociações no Médio Oriente, a generalidade dos setores da economia continuará a sofrer pressões de custos e de disrupção nos seus canais de distribuição. Como alternativa de investimento em períodos de maior *stress* geopolítico, no primeiro semestre o mercado refugiu-se no tema da Inteligência Artificial, na medida em que é visto como uma tendência estrutural, mas não é certo que o mesmo possa ocorrer no futuro; na verdade, o espaço para *upgrades* de estimativas desse conjunto de empresas parece agora mais reduzido do que no início do ano, tendo em conta fatores como: limitações de capacidade produtiva na cadeia de valor, nível de dívida acumulado por vários dos *players* do

Evolução nos últimos 3 meses

	30-jun	31-jul	31-ago	30-set	Últimos 3 meses	Último mês (set)
Ações						
S&P 500	7 499,36	7 489,72	7 686,14	7 651,54	2,03%	-0,45%
Nasdaq 100	30 276,35	28 274,20	29 456,97	30 408,50	0,44%	3,23%
DAX 40	24 995,81	25 629,24	26 258,11	25 199,19	0,81%	-4,03%
Stoxx 600	641,73	649,19	651,10	634,89	-1,07%	-2,49%
Nikkei 225	70 062,32	64 362,02	66 311,93	66 753,72	-4,72%	0,67%
Shanghai Composite	4 094,40	3 832,26	3 986,30	3 842,20	-6,16%	-3,61%
MSCI World	4 825,50	4 847,88	4 967,92	4 902,65	1,60%	-1,31%
MSCI Emergentes	1 722,89	1 665,89	1 719,31	1 704,87	-1,05%	-0,84%
Taxas juro longo prazo						
Yield Treasury 10 yr	4,47%	4,73%	4,75%	5,28%	82,0 pb	53,5 pb
Yield Bund 10 yr	2,86%	3,21%	3,32%	3,59%	72,6 pb	26,2 pb
Yield OT Portugal 10 yr	3,24%	3,55%	3,67%	4,01%	76,6 pb	33,5 pb
Taxas de juro curto prazo						
SOFR 3 meses	3,73%	3,75%	3,80%	4,08%	35,0 pb	28,2 pb
Euribor 3 meses	2,32%	2,48%	2,59%	2,62%	29,3 pb	2,4 pb
Cambial						
EUR/USD	1,1422	1,1527	1,1618	1,1330	-0,81%	-2,48%
EUR/GBP	0,8613	0,8552	0,8574	0,8541	-0,84%	-0,38%
Matérias-Primas						
Brent (USD barril)	72,74	82,23	88,37	98,03	34,77%	10,93%
WTI (USD barril)	68,35	76,44	82,07	88,42	29,36%	7,74%
Ouro (USD onça troy)	4008,02	4046,15	4437,38	4157,41	3,73%	-6,31%

Fonte: Bloomberg; Banco Carregosa

setor e potencial abrandamento no ritmo de licenciamentos de novos *data centers*.

Um ângulo que deverá dar mais conforto aos investidores é o facto de o mercado estar agora mais barato do que no início do ano. A subida de cotação dos índices tem sido assinalável, mas mesmo assim mais branda do que a média do crescimento dos resultados das empresas que os compõem, pelo que os níveis de valorização estão até a aproximar-se de valores médios em termos históricos. Tal pode ser entendido como refletindo não só a mencionada subida das *yields* como a consciencialização de que o recente ritmo de crescimento de resultados não é sustentável.

Neste contexto, na construção do nosso portefólio, mantemos uma exposição *barbell*, tanto a temas de crescimento secular como a setores mais defensivos. Deverá continuar a ser favorecido o investimento em empresas com menor volatilidade potencial de resultados, balanços fortes e excelente geração de *cash-flow*.

Perspetivas para Alternativos

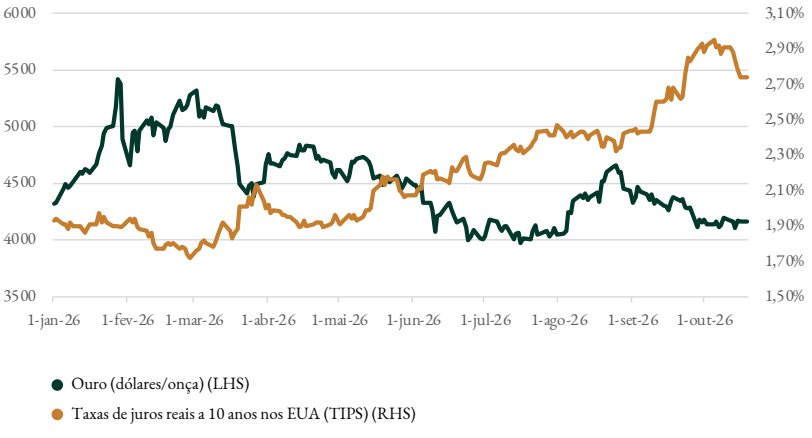
No terceiro trimestre, a energia destacou-se entre os ativos alternativos: as perturbações em Ormuz e a escassez de refinados levaram o Brent a subir cerca de 40%. O ouro valorizou no verão, mas devolveu parte dos ganhos no fecho do período, com a subida das taxas reais. O cobre atingiu máximos históricos em Londres antes de perder fôlego. O imobiliário cotado recuou, pressionado pelas taxas de juro. Nos mercados privados, os desinvestimentos mantiveram-se lentos. No crédito privado, algumas casas de *research* assinalam fragilidades nos devedores de *software*, embora não antecipem risco sistémico. A dispersão entre ações atingiu níveis invulgares, o que alarga as oportunidades das estratégias de *relative value*. A Bitcoin subiu mais de 40%, embora permaneça negativa no ano.

Até ao fim do ano, a energia dependerá do desfecho em Ormuz: as previsões das casas de *research* para o Brent situam-se entre 80 e 100 dólares. No ouro, as estimativas mais construtivas pressupõem a estabilização das taxas reais.

Nas matérias-primas agrícolas, um El Niño que poderá ser o mais forte desde 1950 constitui um risco para a oferta. Nas criptomoedas, o enquadramento regulatório nos EUA continua por aprovar.

Nas infraestruturas, no cobre e nos mercados privados, o fator comum é o ciclo de investimento em Inteligência Artificial. A procura de energia elétrica dos centros de dados deverá quase triplicar até 2030, sustentada por um investimento dos *hyperscalers* estimado em 3,3 biliões de dólares entre 2026 e 2028. Esse investimento absorve uma parte crescente do crédito privado e apoia a procura de cobre, numa altura em que a produção mineira recua. No *private equity*, antecipa-se uma recuperação gradual das operações, embora as saídas dependam em parte de um mercado de ofertas públicas iniciais concentrado na tecnologia. Um abrandamento deste ciclo ou uma nova subida do custo do capital poderia, por isso, afetar em simultâneo ativos aparentemente distintos.

Ouro e taxas de juro reais a 10 anos nos EUA em 2026



Fonte: Bloomberg; Banco Carregosa

Desde o início da guerra no Médio Oriente, em 28 de fevereiro, as taxas de juro reais norte-americanas voltaram a ter o maior peso na evolução do ouro. As taxas de juro reais sempre condicionaram o ouro, mas a invasão russa da Ucrânia, em fevereiro de 2022, e o posterior congelamento dos ativos russos ditaram um novo paradigma. Países como a China intensificaram a diversificação das suas reservas, procurando reduzir a dependência do dólar e aumentar o *stock* de ouro. No entanto, esta mudança não foi imediata.

Entre fevereiro e outubro de 2022, e à semelhança do que acontece atualmente, o ouro desvalorizou, pressionado pela subida dos juros e pela valorização do dólar. Só a partir de outubro desse ano, com o alívio da crise energética e o recuo da inflação, este novo paradigma começou a ganhar maior importância na cotação do ouro. Desde 2024, o metal amarelo mais do que duplicou, atingindo um máximo histórico de 5.595 dólares em 29 de janeiro de 2026. Como o ouro não gera qualquer rendimento, a subida das taxas de juro reais tem aumentado o custo de oportunidade de o deter, ajudando a explicar a sua desvalorização em 2026, apesar da procura dos bancos centrais.

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

2026 © Banco L. J. Carregosa S.A. - A publicação ou a reprodução é totalmente proibida sem a autorização expressa do Banco Carregosa.

Mod0587V01_BC_PT_10-26