

Perspetivas
Outlook Primavera

2º Trimestre 2026

1833
BANCO
CARREGOSA

Editorial

Pelo *Chief Investment Officer*

O que começou como um ano de continuidade transformou-se rapidamente num exercício de gestão da incerteza. A materialização do risco geopolítico no Médio Oriente agravou os desafios macroeconómicos e reabriu a discussão sobre inflação, crescimento e refúgios reais, exigindo dos investidores disciplina, diversificação e maior atenção ao papel da liquidez.

Continuidade interrompida: mais incerteza, menos folga

O segundo trimestre de 2026 inicia-se num enquadramento substancialmente diferente daquele que dominava o início do ano. A ideia central de que 2026 poderia representar uma continuidade de 2025 — ainda que num ambiente de riscos elevados e exigentes — foi profundamente perturbada pela concretização do risco geopolítico no Médio Oriente, através do conflito entre os Estados Unidos, Israel e o Irão. Aquilo que até então era tratado como um risco de baixa probabilidade, mas com impacto potencial elevado, passou a condicionar ativamente o comportamento dos mercados, das expectativas económicas e das decisões de política monetária.

As consequências deste choque foram sobretudo visíveis através do canal energético. A subida abrupta do preço do petróleo reintroduziu pressões inflacionistas, num momento em que a desinflação começava a ser vista como estruturalmente consolidada, e agravou os riscos de abrandamento do crescimento económico. O balanço tornou-se, assim, mais desconfortável: maior inflação, menor crescimento e uma aproximação clara a um cenário de estagflação.

Importa, no entanto, reconhecer que o ponto de partida atual é distinto daquele vivido em 2022. Na altura, o mundo enfrentava um choque inflacionista com taxas de juro próximas de zero — ou mesmo negativas — o que obrigou a um ajustamento rápido, profundo e síncrono da política monetária. Em 2026, o enquadramento é outro. As taxas de juro encontram-se já em níveis significativamente mais elevados, o que reduz a necessidade — e a margem — para respostas igualmente agressivas por parte dos bancos centrais. O ajustamento adicional, caso necessário, deverá ser mais limitado em magnitude e mais espaçado no tempo.

Adicionalmente, apesar da severidade do choque no mercado petrolífero, o impacto no preço do gás natural revelou-se consideravelmente mais contido do que em episódios anteriores, em particular na Europa. Este fator atua como elemento atenuante relevante, reduzindo o risco de uma deterioração abrupta dos termos de troca e de uma compressão extrema do rendimento disponível das famílias e das margens das empresas. Ainda assim, os efeitos líquidos do choque são inequivocamente negativos para os agentes económicos, sobretudo numa fase em que já começavam a emergir sinais de abrandamento da atividade económica em várias geografias.

A contrabalançar este enquadramento mais desafiante, mantêm-se duas forças estruturais importantes. Por um lado, a política fiscal europeia continua a assumir um papel expansionista, sustentada pelos programas de investimento público, pelos fundos europeus e pela necessidade política de apoiar o crescimento num contexto de maior fragilidade económica. Por outro, a vaga de investimento público e privado na tecnologia da Inteligência Artificial mantém-se intacta. Este ciclo, pela sua natureza estratégica, de longo prazo e fortemente ancorada em ganhos de produtividade e vantagens competitivas, não deverá ser perturbado de forma significativa pela deterioração cíclica de curto prazo.

Este último ponto é particularmente relevante para a leitura dos mercados financeiros. As empresas que lideram e capitalizam de forma efetiva este ciclo de investimento continuam a concentrar uma parte significativa dos lucros e das expectativas de crescimento globais, o que reforça a probabilidade de uma divergência persistente entre a economia real — mais pressionada por custos, incerteza e abrandamento — e a evolução dos principais índices acionistas, cada vez mais dependentes de um conjunto restrito de empresas com elevado poder de mercado e capacidade de geração de resultados.

Neste ambiente, a diversificação continua a afirmar-se como a estratégia mais robusta para os investidores. A combinação

equilibrada entre classes de ativos, geografias e estilos permanece essencial para navegar um contexto de elevada incerteza e de maior dispersão de resultados. Importa, contudo, reconhecer uma realidade frequentemente esquecida: em cenários de estagflação, mesmo que moderada, poucas classes de ativos oferecem verdadeira proteção, sendo a liquidez, historicamente, o principal refúgio.

Dado que a probabilidade de um cenário de estagflação — ainda que não extremo — aumentou nas últimas semanas, afigura-se prudente adotar uma postura tática ligeiramente mais defensiva, através de um reforço da componente de liquidez nas carteiras. Esta opção não decorre de uma alteração estrutural da estratégia de investimento, mas antes da necessidade de preservar flexibilidade, capacidade de resposta e proteção do capital num contexto onde o equilíbrio macroeconómico se tornou mais frágil.

Mais do que procurar antecipar choques, o desafio para o investidor continua a ser o de construir carteiras resilientes, capazes de atravessar cenários adversos sem comprometer os objetivos de médio e longo prazo.



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



No World Economic Outlook de abril de 2026, o Fundo Monetário Internacional (FMI) reviu em baixa as projeções para a economia mundial em 2026, de 3,3% para 3,1%. Em sentido contrário, a inflação global foi revista em alta para 4,4%, acima da estimativa anterior de 3,8%, refletindo o impacto dos riscos geopolíticos e da subida dos preços da energia.

No que respeita à Europa, o Banco Central Europeu (BCE), nas projeções de março, reviu em baixa as perspetivas para a economia da Zona Euro face a dezembro. O crescimento económico para 2026 desceu de 1,2% para 0,9%, refletindo um desempenho mais fraco da procura interna e do investimento no curto prazo. Ainda assim, o BCE continua a antecipar uma recuperação gradual da atividade nos anos seguintes, suportada pela melhoria do rendimento real e por condições financeiras mais favoráveis. Quanto à inflação, as novas projeções apontam

para uma revisão em alta no curto prazo, sobretudo devido à subida dos preços da energia e à persistência da inflação nos serviços. O BCE prevê uma inflação de 2,6% em 2026, num cenário de base, acima dos 1,9% projetados em dezembro e do objetivo de 2%. Ainda assim, mantém-se a expectativa de convergência para essa meta no médio prazo, embora com maior incerteza quanto ao ritmo de descida. Relativamente ao mercado de trabalho, embora o BCE continue a considerá-lo resiliente, reviu ligeiramente em baixa as perspetivas para a criação de emprego. De acordo com as projeções mais recentes, a taxa de desemprego deverá situar-se em 6,3% em 2026, revista em alta face aos 6,2% estimados em dezembro, mantendo-se, ainda assim, em níveis historicamente baixos.

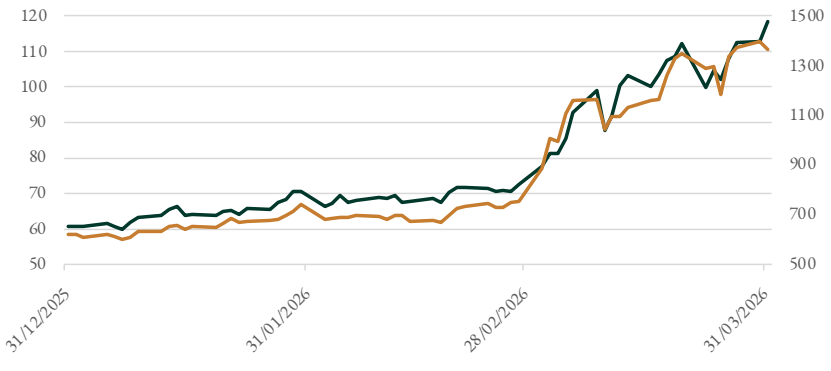
As conclusões do BCE são, em larga medida, consistentes com as projeções mais recentes do FMI para a Zona Euro, que apontam para um crescimento de 1,1% em 2026. No conjunto, ambas as instituições sinalizam um quadro macroeconómico mais desafiante para a Zona Euro.

Quanto aos EUA, as projeções do FMI e da Reserva Federal (Fed) apresentam sinais mistos. Por um lado, o FMI prevê um abrandamento da economia norte-americana, com o crescimento revisto ligeiramente em baixa para 2,3% em 2026, mantendo-se ainda assim acima do de outras economias avançadas. Por outro lado, no Summary of Economic Projections de março de 2026, a Fed reviu em alta o crescimento do PIB para 2,4% em 2026, face aos 2,3% estimados em dezembro, refletindo a resiliência da atividade económica, em particular do consumo privado. No mercado de trabalho, a taxa de desemprego deverá situar-se em 4,4% no quarto trimestre de 2026, permanecendo inalterada face às previsões anteriores, apontando para um mercado ainda relativamente resiliente, embora com algum abrandamento esperado.

Relativamente à inflação, medida pelo índice PCE, a Fed reviu em alta a projeção para 2,7% em 2026, face aos 2,4% estimados em dezembro, sinalizando que as pressões inflacionistas permanecem acima do objetivo de 2%. Em suma, a Fed antecipa um cenário de crescimento ligeiramente mais robusto, com um mercado de trabalho estável e uma inflação persistente, justificando uma abordagem cautelosa na condução da sua política monetária.

No que toca à China, o FMI estima um crescimento de 4,4% em 2026, refletindo uma ligeira desaceleração estrutural. Por sua vez, as autoridades chinesas, nomeadamente o governo e o Banco Popular da China, apontam para um crescimento entre 4,5% e 5% em 2026, após um início de ano resiliente. A inflação permanece baixa, situando-se em torno de 1%, embora com sinais recentes de ligeira aceleração. Neste contexto, o banco central chinês tem mantido as taxas de juro de referência inalteradas, adotando uma abordagem de "esperar para ver" face à evolução dos riscos externos.

Petróleo bruto Brent Vs. Gasóleo europeu



Fonte: Bloomberg; Banco Carregosa

A guerra no Médio Oriente tem ditado uma forte subida dos preços dos combustíveis, em particular do petróleo e do gasóleo, impulsionada pelo bloqueio do Estreito de Ormuz e pelo aumento dos custos de logística e transporte. A evolução do gasóleo europeu face ao Brent evidencia um claro alargamento das margens de refinação (*crack spread*). Embora ambos os preços tenham subido significativamente, o aumento do gasóleo é mais acentuado, refletindo constrangimentos na oferta de produtos refinados. A menor disponibilidade de gasóleo nos mercados internacionais, aliada à dependência europeia de importações, agravada pela substituição do fornecimento russo por geografias mais distantes, como o Golfo Pérsico, amplifica o impacto destes choques externos.

Acresce que a capacidade de refinação não se ajusta rapidamente, uma vez que a produção de derivados está limitada pela composição do barril de crude, não permitindo aumentar facilmente a percentagem de gasóleo face a outros produtos. Como resultado, num contexto de guerra no Golfo Pérsico, região importante na produção de petróleo, a limitação da oferta, aliada a uma procura elevada e pouco elástica, o gasóleo tende a incorporar um prémio adicional face ao Brent, evidenciado pelo aumento das margens de refinação.

Perspetivas para obrigações

O final do primeiro trimestre de 2026 fica marcado pela guerra no Irão e um contexto em que o risco político se afirmou como o principal *driver* dos mercados. A volatilidade manteve-se elevada e os mercados estiveram muito sensíveis à evolução do preço do petróleo e às expetativas de inflação.

No que diz respeito aos bancos centrais dos países desenvolvidos, a mensagem dominante foi de prudência. A maioria optou por manter as taxas, mas o tom geral passou a estar mais condicionado pela evolução dos conflitos geopolíticos e pelo impacto da energia sobre a inflação. Os próximos movimentos deverão ser de subida, embora o ritmo dependa dos dados que forem sendo divulgados. O BCE e o Banco de Inglaterra poderão subir taxas nas próximas reuniões, enquanto a Fed deverá aguardar pelo segundo semestre para agir.

Nos mercados emergentes, o enquadramento revela-se ainda mais heterogéneo. O posicionamento dominante é de espera, com exceções como o Brasil e o México, mas sempre com cautela — o choque energético e cambial pode reabrir pressões inflacionistas em várias economias.

O conflito geopolítico não se limita a afetar os mercados energéticos: os seus efeitos estendem-se ao comércio mundial. A desaceleração do comércio global em 2026 é clara, com a atividade económica do Médio Oriente a contrair pela primeira vez desde a pandemia. A Ásia — em particular China, Índia, Coreia e Singapura — é particularmente afetada. Nos EUA, tanto as exportações como as importações recuam, por razões distintas, mas com o mesmo efeito depressivo sobre a atividade.

Em termos de inflação, as perspetivas apontam para uma aceleração em 2026, com normalização esperada apenas em 2027.

Os bancos centrais poderão ter de agir com mais firmeza antes de poderem flexibilizar a política monetária — e essa flexibilização será assimétrica entre países.

Importa sublinhar que o mercado de crédito não se encontra em níveis de stress. Os *spreads*, apesar de alargados, estão ainda longe de patamares de crise. O mercado oferece valor em várias maturidades sem apresentar stress extremo.

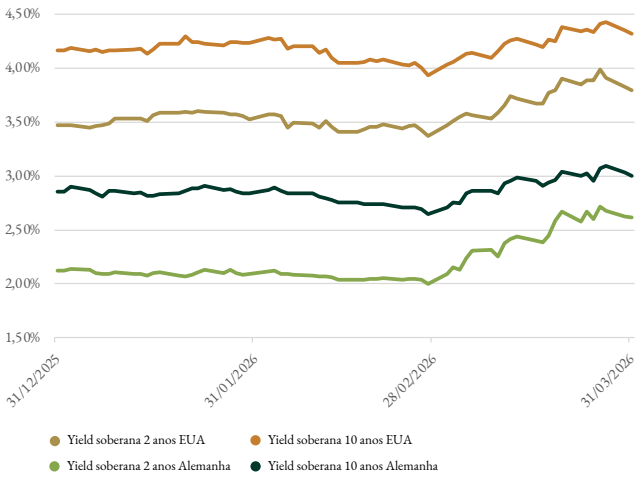
O balanço agregado de *rating* continua positivo, embora seja ainda cedo para incorporar plenamente o impacto do conflito. O *investment grade* destaca-se, tanto em euros como em dólares, com mais *upgrades* do que *downgrades*. No *high yield*, o rácio é negativo, o que justifica uma abordagem mais seletiva nesta classe de ativos.

De uma forma geral, deveremos assistir a uma subida gradual das taxas de *default*, com intensidade variável consoante o cenário que vier a prevalecer. A postura correta é de prudência, mas não de alarme. Em termos de valor relativo, o *high yield* melhorou a sua atratividade face ao *investment grade*, mas permanece mais exposto caso o cenário de estagflação ganhe força.

A economia começa a dar sinais de alguma vulnerabilidade, o que reforça a necessidade de maior seletividade fora do universo *investment grade*.

Em suma, o segundo trimestre de 2026 reforça a convicção de que há oportunidades a aproveitar — nomeadamente no alargamento de *spreads* —, privilegiando o *investment grade*, o crédito subordinado e a duração intermédia, com muita disciplina no *high yield*. A conclusão é prudente, mas construtiva: há valor no mercado, desde que a seleção seja rigorosa.

Rendimentos Tesouro a 2 e 10 anos EUA e Alemanha



Fonte: Bloomberg; Banco Carregosa

Desde o início do conflito no Médio Oriente, no final de fevereiro de 2026, as *yields* soberanas subiram em ambas as geografias, refletindo o aumento dos receios de inflação associado à subida do preço do petróleo. Este movimento foi mais evidente nas maturidades mais curtas, com as taxas a 2 anos a subirem mais do que as de 10 anos, ou seja, um achatamento das curvas de rendimentos.

Na Alemanha, a *yield* a 2 anos aumentou 62 pontos base e a 10 anos 36 pontos. Nos EUA, a subida foi de 42 pontos base a 2 anos e 38 pontos a 10 anos. As taxas a 2 anos, mais sensíveis à política dos bancos centrais, captam melhor esta revisão em alta das expectativas de juros. Por outro lado, o facto de as *yields* de longo prazo terem subido menos sugere que não há um aumento relevante do prémio de risco associado ao crédito ou uma deterioração significativa do crescimento. Assim, o movimento reflete sobretudo um choque inflacionista, e não um agravamento do risco de recessão.

A subida foi mais acentuada na Europa, refletindo a maior dependência de combustíveis fósseis importados, intensificando os receios de inflação e reforçando as expectativas de taxas de juro mais elevadas.

Perspetivas para ações

Nos mercados acionistas, o primeiro trimestre de 2026 dividiu-se em dois períodos de *performance* marcadamente distinta.

Janeiro e fevereiro evidenciaram uma continuação do perfil de investimento otimista dos trimestres anteriores, suportado por dados económicos favoráveis e perspetivas animadoras de crescimento de resultados. Apesar da continuação da evolução positiva do tema Inteligência Artificial (IA), a verdade é que Tecnologia registou nesse período uma *underperformance* significativa, também justificada pela queda pronunciada do segmento de *software*, visto como ameaçado pela concorrência da própria IA.

No entanto, em março, este sentimento positivo deteriorou-se subitamente, com a emergência da guerra no Irão e o consequente receio de que um bloqueio prolongado do estreito de Ormuz redundasse em estagflação global. O *newsflow* negativo, nomeadamente quanto à destruição de infraestrutura energética relevante no Médio Oriente, foi sendo apenas contrariado pela esperança da ocorrência de uma nova "Trump Put", isto é, uma ação decisiva da Administração americana com o objetivo de mitigar os efeitos penalizadores do conflito para a sua economia.

Como resultado desta nova realidade, o mercado acionista europeu corrigiu mais do que o americano devido à maior exposição da sua economia a uma eventual crise energética; Energia foi o único setor a registar uma *performance* positiva; as taxas de juro de longo prazo subiram, prejudicando os chamados *bond proxies*; o USD valorizou, recuperando algum do

Evolução nos últimos 3 meses

	31-dez	31-jan	28-fev	31-mar	Últimos 3 meses	Último mês (mar)
Ações						
S&P 500	6 845,50	6 939,03	6 878,88	6 528,52	-4,63%	-5,09%
Nasdaq 100	25 249,85	25 552,39	24 960,04	23 740,19	-5,98%	-4,89%
DAX 40	24 490,41	24 538,81	25 284,26	22 680,04	-7,39%	-10,30%
Stoxx 600	592,19	611,00	633,85	583,14	-1,53%	-8,00%
Nikkei 225	50 339,48	53 322,85	58 850,27	51 063,72	1,44%	-13,23%
Shanghai Composite	3 968,84	3 279,03	4 162,88	3 891,86	-1,94%	-6,51%
MSCI World	4 430,38	4 527,59	4 556,79	4 258,31	-3,88%	-6,55%
MSCI Emergentes	1 404,37	1 528,09	1 610,70	1 397,20	-0,51%	-13,26%
Taxas juro longo prazo						
Yield Treasury 10 yr	4,17%	4,24%	3,94%	4,32%	15,0 pb	37,9 pb
Yield Bund 10 yr	2,86%	2,84%	2,64%	3,00%	14,9 pb	36,1 pb
Yield OT Portugal 10 yr	3,15%	3,20%	3,00%	3,45%	30,0 pb	44,9 pb
Taxas de juro curto prazo						
Libor USD 3 meses	3,65%	3,66%	3,67%	3,68%	3,1 pb	1,7 pb
Libor EUR 3 meses	2,03%	2,03%	2,01%	2,08%	5,3 pb	6,6 pb
Cambial						
EUR/USD	1,1746	1,1851	1,1812	1,1553	-1,64%	-2,19%
EUR/GBP	0,8717	0,8662	0,8764	0,8735	0,20%	-0,34%
Matérias-Primas						
Brent (USD barril)	60,25	68,04	72,29	103,97	72,56%	43,82%
WTI (USD barril)	57,00	64,32	66,89	101,38	77,86%	51,56%
Ouro (USD onça troy)	4319,37	4894,23	5278,93	4668,06	8,07%	-11,57%

Fonte: Bloomberg; Banco Carregosa

seu estatuto de ativo de refúgio, algo que desta vez nem mesmo o Ouro conseguiu manter.

A evolução futura dos índices estará agora muito dependente da concretização de um cessar-fogo e, caso isso aconteça, da avaliação de quando a economia global poderá voltar a uma situação mais protegida de pressões sobre disponibilidade de bens essenciais ou margens operacionais.

Por outro lado, os principais índices deverão ser suportados pela recente redução dos seus múltiplos para níveis mais próximos das suas médias históricas, num momento em que o consenso quanto às respetivas taxas de crescimento de resultados ainda excede 10%.

Neste contexto de mercado, 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

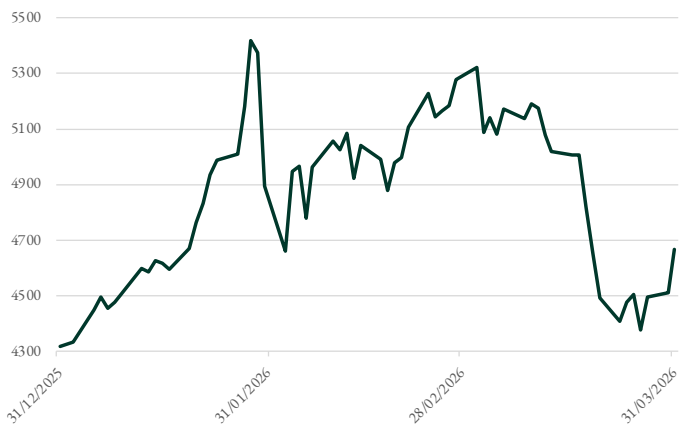
No universo dos ativos alternativos, o ambiente atual oferece oportunidades distintas, embora com perfis de risco e requisitos de seleção muito heterogéneos.

No segmento das matérias-primas, o petróleo mantém-se dominado pela componente geopolítica de curto prazo, com o Brent a registar uma valorização de 59% até ao final de março, tendo sido a maior parte impulsionada pela tensão no Golfo. A exposição preferencial passa por futuros, ETFs com função de *hedge* tático ou por produtores com balanços robustos e disciplina de *capex*. O ouro, após atingir níveis superiores a 5.100 dólares por onça em janeiro, corrigiu com a recuperação do dólar e um tom menos *dovish* da Fed, mas preserva a sua função de proteção sistémica estrutural para alocações de dimensão pequena a média. A prata apresenta convexidade interessante no contexto de reindustrialização e eletrificação, embora mais vulnerável a choques de *funding*. O cobre mantém uma tese estrutural sólida, com consenso em torno dos 10.500 dólares por tonelada, cotado na LME (London Metal Exchange), sujeito a percurso irregular pela volatilidade macro e pela dinâmica chinesa.

No imobiliário, o ajustamento de preços ocorrido entre 2022 e 2025 criou pontos de entrada mais atrativos, embora a recuperação se antecipe desigual e seletiva. A preferência recai sobre logística *last-mile*, residencial acessível de arrendamento institucional e escritórios *prime* escassos. O crédito imobiliário (dívida sénior e *rescue capital*) representa uma oportunidade adicional, num contexto em que o refinanciamento se tornou mais exigente e a seletividade dos investidores mais marcada.

Nas infraestruturas, a corrida à IA acelera o financiamento de *data centers* e ativos de *power enabling*, enquanto o choque petrolífero reforça a urgência da transição energética europeia.

Ouro (dólares/onça)



Fonte: Bloomberg; Banco Carregosa

O ouro iniciou 2026 com novos máximos, ditados sobretudo por fatores geopolíticos e estruturais. A invasão russa da Ucrânia em 2022 e o consequente congelamento de ativos russos aumentaram a perceção de risco das reservas, principalmente em dólares e euros. Em resposta, vários bancos centrais, em particular o Banco Popular da China, têm reforçado as suas reservas em ouro, por ser um ativo dificilmente confiscável. A China é não só o maior importador global, como também o maior produtor atual de ouro. Esta procura sustentada, aliada à tendência de 'desdolarização', suportou novamente o ouro no início deste ano.

Todavia, desde o início da guerra no Irão, o ouro tem sido um dos ativos mais penalizados. Esta descida é sobretudo justificada pelo aumento do preço do petróleo, que reacendeu as expectativas de inflação elevada e de subida das taxas de juro. Como não gera rendimento, o ouro perde atratividade face a ativos com juros. A isto juntam-se a realização de lucros e as *margin calls*, ditadas principalmente pelas quedas das ações. Ainda assim, no longo prazo, o conflito no Médio Oriente é mais uma fonte de incerteza, pelo que a procura de ativos geopolíticos como o ouro, sem risco de contraparte, poderá regressar.

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_04-26