



Perspetivas Outlook Verão

3º Trimestre 2026

Editorial

Pelo Chief Investment Officer

O segundo trimestre trouxe um alívio real, mas parcial: a escalada geopolítica no Médio Oriente foi-se dissipando, o petróleo e o ouro corrigiram em forte medida e os mercados recuperaram de forma robusta. Este alívio coincidiu, contudo, com uma viragem *hawkish* dos bancos centrais que devolve às taxas de juro um novo protagonismo. Olhamos para este enquadramento com o distanciamento próprio de quem gere para o médio e longo prazo — atentos ao que cada dia traz de novo, mas procurando distinguir sinais genuínos de tendência do ruído e das modas que atravessam os mercados.

Posicionamento neutral confere estabilidade, num mundo desequilibrado

A reabertura do Estreito de Ormuz e o memorando de entendimento entre EUA e Irão permitiram ao petróleo recuar mais de 40% face aos máximos da crise, e os mercados acionistas e obrigacionistas recuperaram de forma robusta, aproximando-se de rentabilidades de dois dígitos em várias geografias. Mas esta normalização não foi, nem se apresentou como, uma resolução definitiva — o Estreito mantém-se sob pressão, com o petróleo e as obrigações a apresentarem elevada volatilidade. É este carácter não linear do risco geopolítico que continua a justificar algum conservadorismo na gestão do risco das carteiras. Com as taxas de curto prazo em níveis mais elevados, a liquidez remunera de forma atrativa e com baixa volatilidade. Estas características são úteis para as carteiras, pois melhoram o binómio de rentabilidade por unidade de risco e preservam a capacidade de reforçar posições nos momentos em que o mercado ofereça pontos de entrada mais favoráveis.

É também com esse olhar de mais longo prazo que deve ser lida a mudança mais relevante do trimestre: a viragem da política monetária. A nova liderança da Reserva Federal (Fed), de forma algo surpreendente, trouxe um viés mais restritivo, e o Banco Central Europeu (BCE) subiu taxas pela primeira vez desde 2023, sinalizando o regresso das taxas de juro como instrumento principal — um regime que se cruza com uma fragilidade fiscal em acumulação, com França a assumir o papel de foco de atenção na Zona Euro. Olhando em frente, este enquadramento mantém a relevância das obrigações numa carteira diversificada, com preferência por maturidades intermédias, crédito de qualidade e maior seletividade no *high yield* — temas que o capítulo de obrigações desenvolve com maior detalhe.

Nos mercados acionistas, a recuperação manteve-se concentrada em torno da inteligência artificial, mas de forma cada vez mais díspar dentro do próprio tema: os ganhos concentraram-se sobretudo nos fornecedores de semicondutores, beneficiados por volumes e preços de memória muito acima do esperado, enquanto os grandes *hyperscalers* foram penalizados pela perceção de que a sua geração de *cash-flow* continuará pressionada por esta fase de investimento avultado, e o segmento de *software* sofreu com uma leitura mais adversa sobre a pressão concorrencial. Esta dispersão não traduz um julgamento sobre a qualidade dos negócios — os *hyperscalers* penalizados continuam, no essencial, empresas de elevada qualidade —, mas sim uma reavaliação seletiva dentro do próprio ciclo de inteligência artificial, distinção que a secção dedicada às ações explora com maior profundidade. O ciclo de investimento estrutural mantém-se robusto, e os negócios de qualidade de setores mais tradicionais continuam a dar estabilidade e consistência às carteiras.

Face a este enquadramento — mais equilibrado do que há três meses, mas sem que o risco geopolítico esteja resolvido nem margem para complacência monetária — reconduzimos a alocação de ativos a uma posição globalmente neutra face ao *benchmark* nas grandes classes. O trimestre que se avizinha deverá continuar a testar a capacidade dos mercados de conciliar um ciclo de investimento em inteligência artificial ainda pujante com bancos centrais menos acomodatícios — um equilíbrio que exigirá seletividade crescente, mais do que convicções direcionais fortes. É com essa disciplina, e com o compromisso de uma gestão diversificada e orientada para o longo prazo, que o Banco Carregosa continuará a acompanhar cada investidor na construção do seu caminho patrimonial.



Mário Carvalho Fernandes

Posicionamento

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

Análise Macroeconómica

Segundo o FMI, no seu mais recente World Economic Outlook de 8 de julho, a economia mundial deverá crescer 3% em 2026 e 3,4% em 2027, num contexto marcado pelo impacto do conflito no Médio Oriente e pelo dinamismo do investimento em inteligência artificial.

No que respeita à Europa, o BCE, nas projeções de junho, reviu em baixa as perspetivas para a economia da Zona Euro face a março. O crescimento económico para 2026 foi revisto de 0,9% para 0,8%, enquanto a projeção para 2027 desceu de 1,3% para 1,2%, refletindo o impacto da maior incerteza geopolítica e da subida dos preços da energia, ambas ditadas pelo conflito no Médio Oriente. Ainda assim, o BCE continua a antecipar uma retoma gradual da atividade económica, suportada pela recuperação do rendimento real das famílias, pelo fortalecimento do consumo privado e pelo aumento do investimento, impulsionado pela digitalização, pela inteligência artificial e pela despesa pública em infraestruturas e defesa.

Quanto à inflação, as novas projeções apontam para uma revisão em alta no curto prazo, sobretudo devido ao aumento dos preços da energia e dos produtos alimentares. O BCE prevê uma inflação de 3% em 2026, acima dos 2,6% projetados em março, antes de abrandar para 2,3% em 2027 e convergir para o objetivo de 2% em 2028. A inflação subjacente, que exclui energia e alimentos, deverá manter-se em 2,5% ao longo de 2026 e 2027, refletindo os efeitos de segunda ordem do choque energético sobre os preços dos bens e dos serviços.



Relativamente ao mercado de trabalho, o BCE continua a considerar que este permanecerá resiliente, apesar do abrandamento do crescimento económico. A criação de emprego deverá desacelerar face aos anos anteriores, mas as empresas deverão, em larga medida, preservar os postos de trabalho, tendo em conta o carácter temporário do choque económico. A taxa de desemprego deverá situar-se em 6,3% em 2026, descendo gradualmente para 6,2% em 2027 e 6% em 2028, mantendo-se próxima de mínimos históricos.

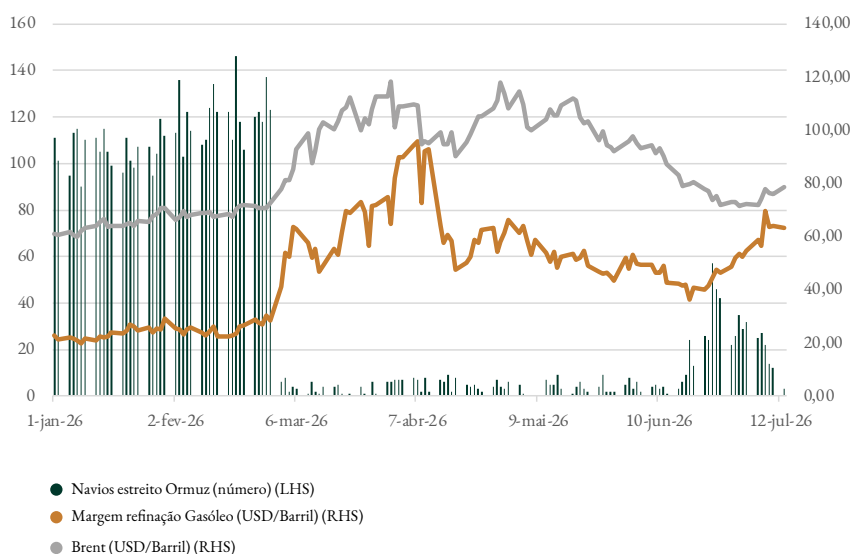
No que toca aos EUA, as projeções da Fed apontam para uma moderação da atividade económica, embora esta continue a revelar resiliência. No Summary of Economic Projections de junho de 2026, a Fed reviu em baixa o crescimento do PIB para 2,2% em 2026, face aos 2,4% projetados em março, refletindo uma perspetiva menos favorável para a evolução da economia norte-americana. Ainda assim, o crescimento deverá manter-se relativamente sólido quando comparado com o de outras economias avançadas.

No mercado de trabalho, a taxa de desemprego deverá situar-se em 4,3% no quarto trimestre de 2026, ligeiramente abaixo dos 4,4% projetados em março, evidenciando a relativa resiliência

do mercado laboral. Quanto à inflação, medida pelo índice PCE, a Fed reviu significativamente em alta a projeção para 3,6% em 2026, face aos 2,7% estimados em março, enquanto a inflação subjacente (Core PCE) foi igualmente revista em alta para 3,3%, refletindo a persistência das pressões inflacionistas. Neste contexto, a Fed continua a antecipar uma abordagem cautelosa na condução da política monetária, projetando uma trajetória para a taxa dos fundos federais superior à anteriormente prevista, em linha com a necessidade de assegurar o regresso sustentado da inflação ao objetivo de 2%.

Quanto à China, o FMI reviu em alta a projeção de crescimento económico para 2026, de 4,4% para 4,6%. Ainda assim, a instituição alerta que a subida dos preços da energia, o abrandamento da procura externa e a persistência das tensões geopolíticas deverão continuar a condicionar a evolução da economia chinesa nos próximos trimestres. Por outro lado, as autoridades chinesas mantêm uma perspetiva mais otimista, reiterando o compromisso com uma política monetária acomodatória e com medidas de apoio ao consumo, ao investimento em tecnologia e inovação e ao desenvolvimento de infraestruturas, procurando assegurar um crescimento económico estável e em linha com os objetivos definidos para este ano.

Navios no Estreito de Ormuz vs. preço do Brent e margem de refinação do gasóleo



Antes do início do conflito entre os EUA, Israel e o Irão, a 28 de fevereiro, atravessavam o Estreito de Ormuz, em ambos os sentidos, cerca de 120 navios por dia, e a margem de refinação (*crack spread*) do gasóleo era um terço da cotação do Brent. Nos três meses seguintes, o número de navios a cruzar este estreito, uma das mais importantes rotas energéticas mundiais, caiu para quase zero. Todavia, desde meados de junho, o tráfego recuperou gradualmente, refletindo o otimismo em torno das negociações para um acordo de paz duradouro entre os EUA e o Irão.

O Brent antecipou esse cenário mais favorável, recuando dos 120 dólares por barril para quase 70 dólares, aproximando-se dos níveis anteriores a 28 de fevereiro. Também a margem de refinação do gasóleo corrigiu, atingindo um mínimo de 40 dólares em meados de junho. Contudo, essa margem voltou a subir gradualmente, funcionando como um *leading indicator* do que viria a seguir, ou seja, um novo agravamento das tensões nas últimas semanas. Como consequência, a margem de refinação do gasóleo subiu para 70 dólares por barril, voltando a alimentar os receios de inflação.

Fonte: Bloomberg; Banco Carregosa

Perspetivas para obrigações

O arranque do terceiro trimestre de 2026 fica marcado por um regime de *yields* estruturalmente mais elevadas e por uma convergência inédita entre restrições fiscais, disrupções geopolíticas e necessidades de investimento estratégico. Com a *yield* das *Treasuries* a 10 anos próxima dos 4,5% e a *yield* a 10 anos da Zona Euro perto de 3%, o rendimento das obrigações continua atrativo — mas estas *yields* não são apenas uma oportunidade: refletem também inflação mais persistente a nível global, maior incerteza geopolítica e bancos centrais menos disponíveis para cortar taxas rapidamente.

No que diz respeito aos bancos centrais dos países desenvolvidos, a mensagem dominante passou a ser de firmeza. Nos EUA, a Fed, agora liderada por Kevin Warsh, abandonou os possíveis cortes e admite novas subidas caso a inflação permaneça acima da meta — as projeções de junho apontam para uma ou duas subidas em 2026, uma inversão relevante face às expectativas anteriores do mercado. Acresce a intenção de reduzir de forma mais ativa o balanço, o que poderá pressionar as maturidades longas. Na Zona Euro, o BCE subiu a taxa de depósito para 2,25% em junho e, embora a surpresa em baixa da inflação dê margem para uma pausa em julho, o mercado continua a atribuir probabilidade de pelo menos mais uma subida nos próximos doze meses. A mensagem de Sintra foi clara: regresso ao básico, com as taxas de juro como principal instrumento e o fim da era do *quantitative easing* e do *forward guidance*.

Este novo paradigma tem uma implicação estrutural: política monetária e política fiscal deixam de ser forças separadas. O espaço orçamental dos governos está limitado pelos níveis elevados de

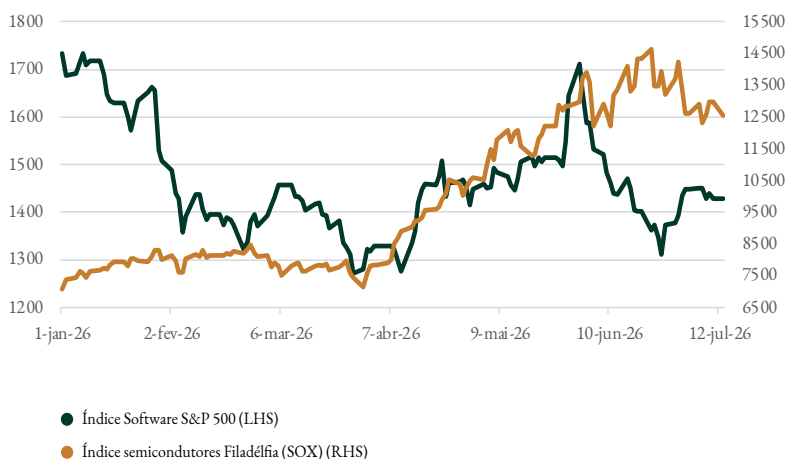
dívida e pelo aumento dos custos de financiamento, enquanto defesa, energia e autonomia estratégica se afirmam como prioridades. Esta maior procura estrutural por capital — pública e privada, com as empresas a investirem em inteligência artificial e cadeias de abastecimento — tem elevado as *yields* reais e nominais.

Neste contexto, o *carry* volta a ser uma fonte central de retorno, mas exige disciplina de duração. Parte significativa do risco já parece incorporada nos preços, sem que o ambiente justifique uma queda rápida das taxas longas.

A mensagem central é qualidade e seletividade. O *investment grade* norte-americano mantém-se ligeiramente positivo, sustentado por empresas com fluxos de caixa relativamente protegidos. No *high yield*, a compressão recente foi muito influenciada pelo *rally* das ações, mas os fundamentais são mais exigentes — preferimos, por isso, *overweight* em *investment grade*. Na Europa, o *investment grade* parece mais atrativo em termos relativos, enquanto no *high yield* europeu a escolha setorial será determinante.

Em resumo, o terceiro trimestre de 2026 oferece uma janela favorável para capturar rendimento, mas a carteira não deve depender de uma queda rápida das taxas. A prioridade está em combinar *carry*, qualidade e disciplina de ‘duração’: maturidades intermédias, preferência por *investment grade* e financeiros com grau de investimento, *high yield* apenas de forma seletiva e ‘duração’ flexível, a reforçar apenas se a inflação e a energia confirmarem uma trajetória de alívio. A conclusão é prudente, mas construtiva: este é um trimestre para capturar rendimento — com qualidade e flexibilidade como condições essenciais.

Software S&P 500 vs. índice de semicondutores (SOX)



Fonte: Bloomberg; Banco Carregosa

A revolução da inteligência artificial tem favorecido nos últimos meses os fabricantes de semicondutores, em detrimento das empresas de *software*. Enquanto os *chips* representam a infraestrutura indispensável para treinar e executar modelos de IA, permitindo captar desde já a forte procura por capacidade computacional, muitas empresas de *software* continuam pressionadas pelas expectativas quanto à rentabilização dos elevados investimentos realizados nesta tecnologia. Acrescem ainda os receios de que a IA possa tornar alguns produtos obsoletos e reduzir as barreiras à entrada no desenvolvimento de *software*, tornando a sua produção relativamente mais barata e intensificando a concorrência no setor. Esta divergência explica a rotação nos últimos meses, com o índice de semicondutores (SOX) a superar o índice de *software* do S&P 500.

Desde o início do ano, o índice de semicondutores de Filadélfia acumula uma valorização de quase 80%, enquanto o índice de *software* do S&P 500 perde cerca de 20%. À semelhança da corrida ao ouro nos EUA, no século XIX, também na corrida à inteligência artificial os investidores têm privilegiado nos últimos meses sobretudo as empresas de *picks and shovels* (pás e picaretas), isto é, os fabricantes de semicondutores, que fornecem a infraestrutura indispensável ao desenvolvimento desta tecnologia.

Perspetivas para ações

Contrariando os receios sobre os potenciais impactos globais do conflito no Irão, o segundo trimestre de 2026 resultou em subidas pronunciadas dos principais índices de ações mundiais, que atingiram novos máximos históricos. A exemplo do sucedido no mesmo trimestre do ano passado, nessa altura com o Liberation Day, o *drawdown* que se seguiu à emergência de um fator de risco geopolítico inesperado acabou por se traduzir numa excelente oportunidade para compradores com um horizonte de investimento mais alargado.

Numa fase inicial do trimestre, os ganhos foram liderados por Tecnologia, que agregadamente funcionou como refúgio, já que o desenvolvimento do tema AI é visto como independente do momento do ciclo económico. No entanto, a evolução do

setor foi dispar: os grandes *hyperscalers* foram prejudicados pela visão de que a sua geração de *cash-flow* continuará fraca durante esta longa fase de investimentos avultados e área de *software* continuou a sofrer com ameaças concorrenciais, enquanto os ganhos se concentraram no segmento de semicondutores, especialmente em reação às subidas fortes dos preços das memórias.

Mais tarde, as negociações entre EUA e Irão avançaram no sentido da reabertura do estreito de Ormuz, o que conduziu a uma correção substancial do preço do petróleo. Desta forma, reduziu-se o risco de assistirmos a uma aceleração da inflação a nível global, o que permitiu com que a recuperação do mercado se alargasse a outros setores de atividade.

Evolução nos últimos 3 meses

	31-mar	30-abr	31-mai	30-jun	Últimos 3 meses	Último mês (jun)
Ações						
S&P 500	6 528,52	7 209,01	7 580,06	7 499,36	14,87%	-1,06%
Nasdaq 100	23 740,19	27 452,12	30 333,18	30 276,35	27,53%	-0,19%
DAX 40	24 490,41	24 292,38	25 104,70	24 995,81	2,06%	-0,43%
Stoxx 600	583,14	611,28	626,00	641,73	10,05%	2,51%
Nikkei 225	50 339,48	59 284,92	66 329,50	70 062,32	39,18%	5,63%
Shanghai Composite	3 891,86	3 279,03	4 068,57	4 094,40	5,20%	0,63%
MSCI World	4 258,31	4 660,70	4 864,59	4 825,50	13,32%	-0,80%
MSCI Emergentes	1 397,20	1 600,21	1 752,15	1 722,89	23,31%	-1,67%
Taxas juro longo prazo						
Yield Treasury 10 yr	4,32%	4,37%	4,44%	4,47%	14,9 pb	3,0 pb
Yield Bund 10 yr	3,00%	3,04%	2,94%	2,86%	-14,4 pb	-7,8 pb
Yield OT Portugal 10 yr	3,45%	3,44%	3,30%	3,24%	-20,7 pb	-5,5 pb
Taxas de juro curto prazo						
SOFR 3 meses	3,68%	3,66%	3,66%	3,73%	5,1 pb	7,6 pb
Euribor 3 meses	2,08%	2,20%	2,27%	2,32%	24,5 pb	5,6 pb
Cambial						
EUR/USD	1,1553	1,1731	1,1659	1,1422	-1,13%	-2,03%
EUR/GBP	0,8735	0,8625	0,8665	0,8613	-1,39%	-0,60%
Matérias-Primas						
Brent (USD barril)	85,91	97,93	89,11	72,95	-15,09%	-18,13%
WTI (USD barril)	81,63	93,47	85,30	69,50	-14,86%	-18,52%
Ouro (USD onça troy)	4668,06	4617,85	4540,26	4008,02	-14,14%	-11,72%

Neste contexto agora mais otimista, é esperado um ritmo de crescimento de resultados bastante saudável para os próximos anos - sempre liderado por Tecnologia, mas acompanhado pela generalidade dos outros setores. A recente valorização dos índices foi consistente com essa tendência, pelo que na verdade os múltiplos de mercado não ficaram mais caros nos últimos meses. O principal risco continua a consistir na concentração dos índices, o que significa que uma eventual alteração

significativa quanto às perspetivas futuras do tema AI teria implicações notórias na sua *performance* futura.

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

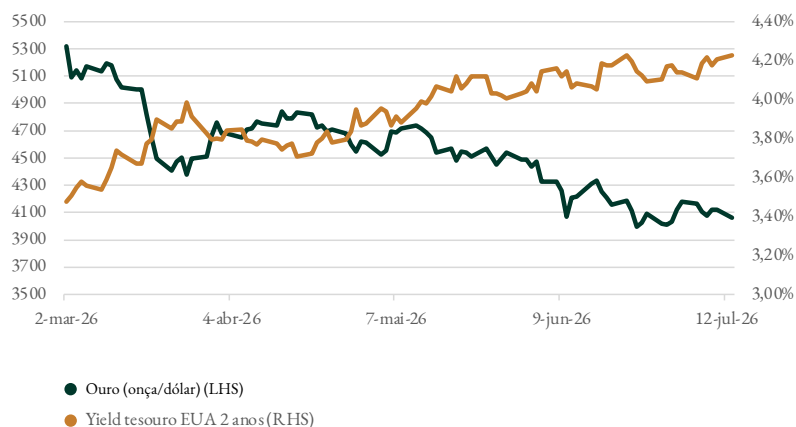
O momento aconselha uma carteira polarizada: ativos reais e infraestruturas a suportar o núcleo defensivo, *alpha* líquido a assegurar o contrapeso. Num regime de crescimento resiliente e inflação persistente (a Fed em pausa, e o BCE a administrar subidas de "prudência"), os ativos reais conferem proteção, mas o encarecimento do financiamento estreita a margem de erro e recomenda-se favorecer fontes de rendimento com colateral e senioridade, em detrimento de duração longa e de *beta* indiscriminado.

Nas matérias-primas, o petróleo serve sobretudo de cobertura geopolítica tática e o ouro de diversificador de regime, reservando-se ao cobre a exposição estrutural, de preferência por via de produtores de baixo custo; no imediato, contudo, o cobre transaciona acima do justo valor, enquanto o petróleo reflete a nova intensificação do risco em Ormuz, cujo encerramento voltou a impulsionar o prémio geopolítico. No imobiliário, o reajustamento de preços abriu

pontos de entrada seletivos, com destaque para a logística, o residencial acessível e a saúde, bem como para o crédito imobiliário sénior. As infraestruturas afiguram-se o segmento mais promissor (energética e digital), desde que ancoradas em qualidade regulatória e estrutura de capital prudente. Em *private equity* e *private debt*, a reativação faz-se de forma gradual e recompensa a qualidade do *underwriting* acima da busca de *yield*; os *hedge funds*, por seu turno, colhem o benefício de uma dispersão elevada e de correlações baixas, que favorecem plataformas *multi-strategy*, *relative value* e *long/short* de risco controlado.

Em concreto, isto traduz-se em sobreponderar ouro, infraestruturas *core* e de transição e *secondaries* de qualidade; conservar neutralidade seletiva no crédito sénior garantido e nos *hedge funds* líquidos; e subponderar cobre, escritórios antigos e crédito de qualidade inferior, não sem antes escrutinar a liquidez dos veículos *evergreen*.

Subida das *yields* penaliza o ouro



Fonte: Bloomberg; Banco Carregosa

O rendimento das obrigações do Tesouro dos EUA a 2 anos é um dos melhores indicadores das expectativas do mercado para a evolução das taxas de juro da Reserva Federal. Como o ouro não gera qualquer rendimento, a subida dos juros aumenta o custo de oportunidade de deter este ativo, tornando mais atrativas alternativas como os depósitos a prazo ou as obrigações de curto prazo. Nos últimos meses, a subida dos juros ditou boa parte da queda do ouro. Também a forte valorização no último ano contribuiu para esta correção, incentivando alguma tomada de lucros.

Estruturalmente, porém, a crescente desdolarização da economia mundial e a deterioração das contas públicas dos EUA e de outras economias ocidentais poderão continuar a sustentar o ouro.

Após o início da guerra na Ucrânia, em 2022, e o consequente congelamento dos ativos russos no Ocidente, sobretudo em dólares, mas também em euros, países como a China reforçaram significativamente as suas reservas de ouro. Além de ser o maior importador mundial, a China é também o maior produtor, procurando reduzir a dependência do dólar e reforçar a sua autonomia financeira.



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.