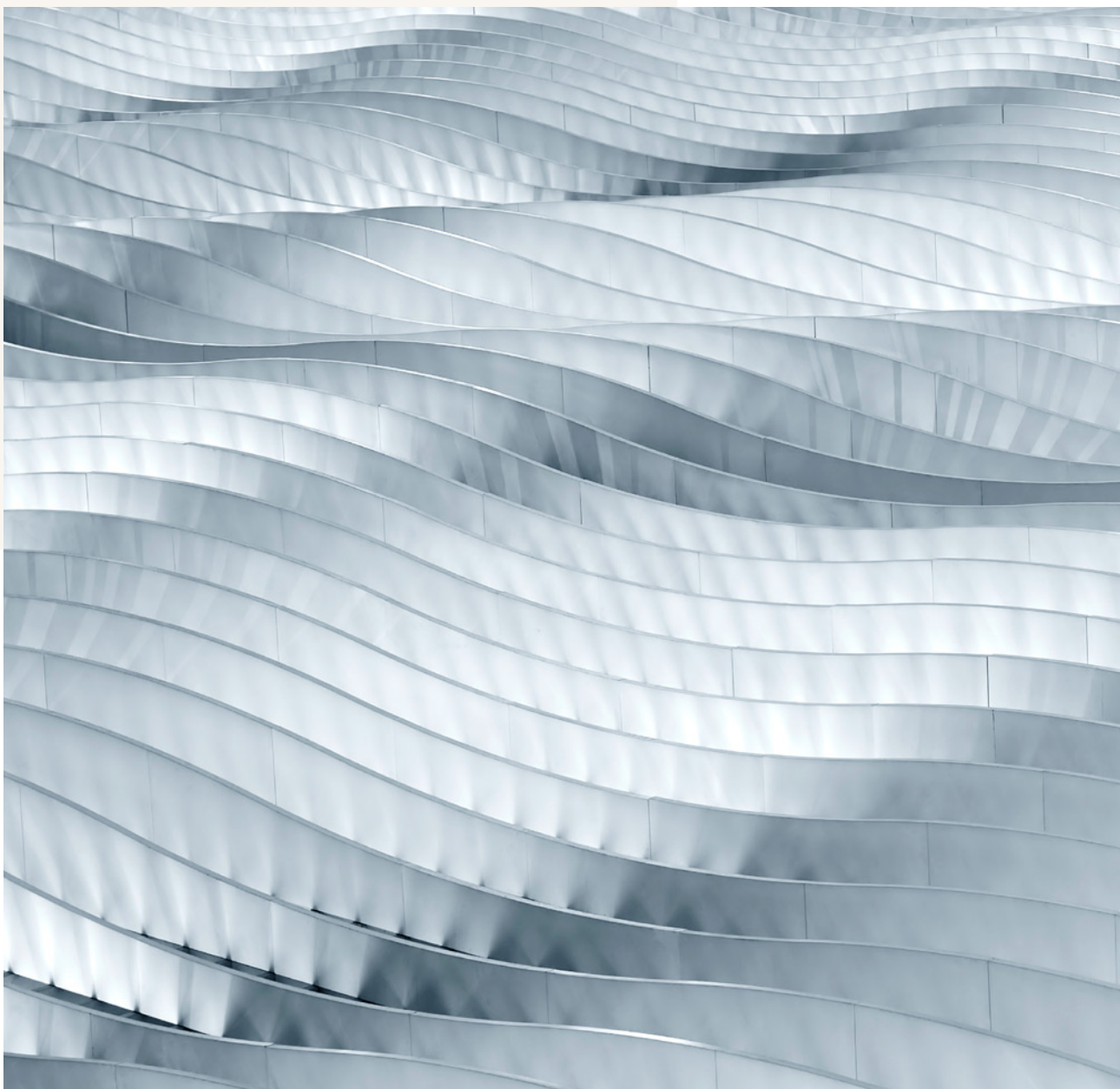


Perspetivas Outlook Inverno



1º Trimestre 2026

Editorial

Pelo Chief Investment Officer

O ano de 2026 inicia-se com a sensação rara de continuidade num mundo em mudança acelerada. A economia global mantém um equilíbrio delicado, sustentado por políticas monetárias mais previsíveis, pela resiliência do consumo e pelo vigor do investimento tecnológico. Mas este equilíbrio permanece instável: riscos geopolíticos, tensões comerciais, desafios energéticos, e níveis históricos de concentração dos mercados exigem dos investidores uma abordagem disciplinada, diversificada e ancorada na qualidade.

2026: continuidade, complexidade e oportunidades reais

Entramos em 2026 após um ano que surpreendeu pela estabilidade relativa, apesar da sucessão de riscos que pairavam sobre o sentimento global. O crescimento económico manteve-se próximo do seu potencial, a inflação regressou, na maioria das economias desenvolvidas, a níveis compatíveis com os objetivos dos bancos centrais, e os mercados financeiros demonstraram uma robustez notável. Os receios de recessão não se concretizaram e o cenário de *soft landing* nos EUA — analisado de forma recorrente, mas sempre com ceticismo — acabou por prevalecer.

Contudo, a estabilidade de 2025 foi alcançada através da interação frágil de forças antagónicas, e é essa mesma fragilidade que marca o enquadramento para 2026. Os estímulos fiscais em grandes economias, a normalização gradual das políticas monetárias e a continuidade de um ciclo de investimento em Inteligência Artificial criam um pano de fundo favorável. Mas a par destas tendências surgem desafios claros: níveis elevados de dívida pública, necessidade de financiamento crescente, riscos de fragmentação comercial e pressões estruturais no mercado energético global.

Os mercados acionistas começam o ano com avaliações exigentes, fortemente influenciadas por um grupo restrito de empresas que beneficiaram da revolução da IA. Embora o crescimento dos resultados continue a justificar parte desta dinâmica, a concentração permanece um risco relevante. A próxima fase do ciclo exigirá maior discriminação, privilegiando empresas capazes de demonstrar criação de valor tangível, robustez de balanços e capacidade de navegar transições

tecnológicas complexas. O investimento em qualidade — *pricing power*, margens defendidas, geração consistente de *cash flow* — será decisivo.

No universo obrigacionista, 2026 apresenta um dos contextos mais construtivos dos últimos anos. A estabilização da inflação e a previsibilidade das taxas de juro permitem recolocar as obrigações como um eixo central das carteiras. A duração intermédia — especialmente em dívida soberana europeia — oferece um equilíbrio desejável entre proteção e rendimento. O crédito *investment grade* mantém-se atrativo, enquanto o *high yield* exige maior seletividade e preferência clara por emittentes de qualidade e maturidades mais curtas.

Do ponto de vista geográfico, mantemos uma postura equilibrada. Os EUA continuam a liderar em inovação e execução, mas com avaliações que recomendam prudência. A Europa oferece valor relativo, beneficiando da recuperação gradual da procura interna e de múltiplos mais moderados. Os mercados emergentes, por seu turno, apresentam oportunidades relevantes, sobretudo em dívida local, num contexto de um dólar estruturalmente mais fraco e taxas reais atrativas.



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

As perspetivas económicas do Banco Central Europeu (BCE) para a Zona Euro em 2026 melhoraram em dezembro, com o crescimento do PIB revisto em alta para 1,2%, apontando para uma recuperação, em particular da economia alemã, enquanto a inflação deverá convergir gradualmente para a meta de 2%.

A economia germânica registou dois anos consecutivos de recessão em 2023 e 2024 e, desde a Segunda Guerra Mundial, apenas durante o colapso das empresas tecnológicas no início dos anos 2000 se tinha verificado um período semelhante, refletindo fragilidades estruturais de um modelo fortemente dependente da indústria e das exportações. Todavia, apesar das dificuldades em 2025, os dados divulgados pela Destatis a 15 de janeiro indicam que a Alemanha evitou uma nova recessão no ano passado, registando um ligeiro crescimento de 0,2%.

Esta melhoria foi sustentada sobretudo pelo consumo das famílias e pelo aumento da despesa pública, em boa parte devido ao estímulo fiscal do governo germânico. Pela negativa, o investimento continuou em queda, em especial em máquinas e equipamentos, e as exportações recuaram pelo terceiro ano consecutivo, penalizadas pelas tarifas norte-americanas, pela valorização do euro e pela concorrência chinesa. Para 2026, as perspetivas permanecem contidas, e o Bundesbank estima um crescimento de cerca de 0,6%, sinalizando uma recuperação lenta após um período prolongado de estagnação.



A persistente fragilidade da economia alemã, a par das tensões orçamentais e políticas em França, enfraquece o eixo franco-alemão, pilar da integração económica europeia. Esta fragilidade é desfavorável para a coesão da Zona Euro, mas aumenta a probabilidade de o BCE adotar uma política monetária menos restritiva, num contexto de desaceleração da inflação e de crescimento económico estruturalmente fraco.

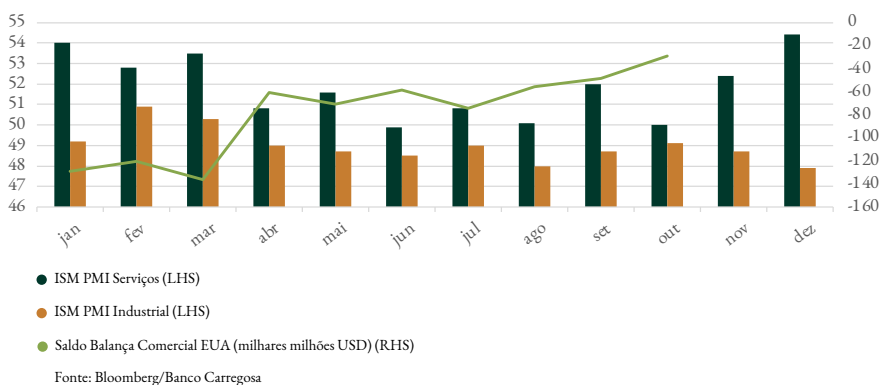
A economia dos Estados Unidos permanece resiliente, como evidencia o GDPNow da Reserva Federal de Atlanta, que estima atualmente uma expansão de 5,3% do PIB no quarto trimestre de 2025, após crescimentos de 4,3% no terceiro trimestre e 3,8% no segundo trimestre. Os pedidos de subsídio de desemprego mantêm-se em níveis historicamente baixos, embora surjam sinais de maior cautela por parte das empresas na contratação, evidenciados pela diminuição das ofertas de emprego medidas pelo JOLTS (Job Openings and Labor Turnover Survey). Assim, a fragilidade no mercado de trabalho tem ocorrido sobretudo na desaceleração das novas contratações, e não devido ao aumento dos despedimentos. Este recuo poderá estar a ser parcialmente compensado pela crescente adoção da Inteligência Artificial em determinados segmentos do mercado de trabalho, ajudando a explicar a robustez do crescimento económico norte-americano, impulsionado também pelos défices orçamentais.

Em resposta à menor oferta de emprego em 2025, a Reserva Federal dos EUA (Fed) voltou a cortar a taxa de juro, em

dezembro, em 0,25 pontos percentuais, para o intervalo de 3,50% a 3,75%. Apesar de a inflação subjacente (Core PCE) se manter acima dos 2,5%, a Fed tem sinalizado apenas um corte em 2026, reforçando uma abordagem *data dependent*, mas o mercado continua a apostar em duas descidas. Nas projeções macroeconómicas para 2026, a Fed antecipa um crescimento económico de 2,3% e um recuo da inflação para 2,4%, compatível com um cenário de *soft landing* da economia norte-americana.

A economia chinesa deverá crescer 5% em 2025, de acordo com números do FMI em 10 de dezembro, suportada sobretudo pelo investimento público, pelas exportações e por medidas de estímulo direcionadas, num contexto marcado pelas fragilidades persistentes no setor imobiliário e na procura interna. A inflação permanece próxima de zero, refletindo a fraqueza do lado da procura e riscos pontuais de deflação. Para 2026, as perspetivas apontam para uma desaceleração gradual do crescimento, com estimativas em torno de 4,5%, em linha com a estratégia delineada pelo Comité Central Chinês, que privilegia um crescimento mais equilibrado e sustentável. A política económica deverá continuar a apoiar setores estratégicos, como tecnologia e indústrias avançadas, enquanto a inflação deverá manter-se baixa e controlada, compatível com o objetivo de estabilidade macroeconómica.

EUA: Atividade empresarial e Balança comercial (em 2025)



A evolução da economia norte-americana evidencia uma divergência entre o setor dos serviços e o setor industrial. Em dezembro, o ISM dos serviços subiu para 54,4 pontos, o nível mais elevado desde outubro de 2024, evidenciando aumento da atividade e retoma do emprego no setor, sustentado sobretudo pela procura interna por serviços. Todavia, o setor industrial contraiu em dezembro pelo décimo mês consecutivo, com o ISM manufatureiro a recuar para 47,9 pontos, o nível mais baixo desde outubro de 2024. A queda das novas encomendas, a desaceleração da produção e o enfraquecimento do emprego industrial refletem o impacto das tarifas, o aumento dos custos de produção e a fraca procura de bens.

A redução do défice da balança comercial dos EUA ao longo de 2025 resultou sobretudo da queda das importações de bens, ditada pelas tarifas que encareceram os produtos importados, levando as empresas a ajustar volumes e a adiar encomendas externas, e não de um aumento significativo das exportações. O abrandamento da procura doméstica por bens, em particular bens duradouros e equipamentos, está em linha com a contração do ISM industrial. Em dezembro, as importações de mercadorias recuaram 5,9%, incluindo uma queda de 21,8% das importações provenientes da China.

Perspetivas para obrigações

Após um ano de 2025 marcado pela maior vaga de flexibilização monetária desde a crise financeira de 2008 — com mais de 40 bancos centrais a cortarem taxas — o mercado obrigacionista entra em 2026 numa nova fase. Enquanto o Japão e o Brasil seguiram caminhos distintos, subindo as suas taxas em contraciclo, o consenso global aponta agora para uma fase de equilíbrio.

A narrativa de 2026 deixa de ser "até onde descem as taxas" para se focar em como capturar rendimento através de uma seleção criteriosa e disciplinada de ativos.

Na Zona Euro, a inflação convergiu para níveis consistentes com as metas dos bancos centrais, pelo que a principal preocupação passa agora por gerir o risco de uma recessão técnica. Este enquadramento torna a política monetária mais previsível, e 2026 deverá ser, em grande medida, um ano de pausa para o BCE. Assim, uma parte relevante do retorno deverá ser captada via cupões — atualmente mais elevados do que os observados em períodos anteriores.

A manutenção das taxas em torno de 2% poderá também servir de suporte ao tecido empresarial europeu, em particular à economia alemã, onde a sensibilidade ao custo de financiamento é elevada. Do lado dos riscos, destacamos a possibilidade de fragmentação política, que, caso se intensifique, terá impacto direto nos *spreads* — hoje já bastante comprimidos. Itália poderá continuar a beneficiar de uma trajetória de convergência se mantiver o ritmo observado, num contexto em que as agências de *rating* reforçaram a perceção de melhoria ao reverem a sua avaliação em outubro.

Nos EUA, tem-se assistido a uma normalização da curva de rendimentos, afastando gradualmente o sinal típico de recessão implícito na inversão observada anteriormente. O próximo

movimento da Fed deverá ser um corte de taxas, embora seja provável que aconteça só em junho. O foco dos investidores começa, entretanto, a deslocar-se para riscos estruturais, com destaque para o elevado défice da economia norte-americana — mais visível nas maturidades longas, onde os prazos de 10 e 30 anos apresentam *yields* mais elevadas.

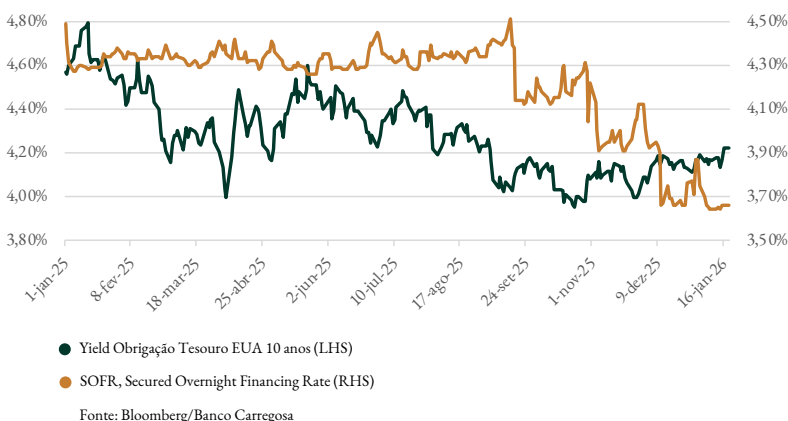
Dentro desta curva, o segmento onde identificamos o melhor binómio risco/retorno situa-se, em geral, entre os 5 e os 7 anos, combinando atratividade de *yield* com menor sensibilidade aos riscos de 'duração' extrema.

O Banco do Japão alterou significativamente o seu enquadramento, abandonando o controlo da curva de rendimentos, permitindo uma subida das taxas para o intervalo dos 0,75% a 1%. No longo prazo, a subida foi mais expressiva, com a dívida de maturidades mais extensas já a transacionar acima dos 2%.

A dívida *investment grade* entra em 2026 sem pressão significativa de refinanciamento, o que é um fator positivo para a classe. No segmento *high yield*, as empresas apresentam maior resiliência e balanços mais robustos, mantendo as taxas de *default* em níveis historicamente baixos.

Em termos de posicionamento, privilegamos 'duração' intermédia, qualidade e seletividade no crédito, complementadas pela exploração de oportunidades em mercados emergentes cuidadosamente selecionados. Mantemos uma visão construtiva sobre o crédito subordinado, que, graças aos seus cupões mais elevados, pode contribuir para um retorno adicional nas carteiras, reforçando a componente de rendimento num ano em que o *carry* tende a ser a principal fonte de *performance*.

EUA: Taxas de juro de curto e de longo prazo



A partir de outubro de 2025, as taxas de juro de curto e de longo prazo nos EUA começam a divergir. Enquanto as de curto prazo continuam a descer, refletindo uma postura mais acomodatória da Fed, procurando garantir o pleno emprego à medida que a taxa de desemprego aumenta, a *yield* da obrigação soberana norte-americana a 10 anos subiu 20 pontos base.

O aumento das taxas de longo prazo não reflete expectativas de maior crescimento. Também não evidencia maior receio quanto à atividade económica, uma vez que, em cenários de desaceleração acentuada, seria expectável uma maior procura por dívida soberana e, consequentemente, uma descida das *yields*. Assim, esta subida sugere um aumento do prémio exigido pelos investidores, refletindo preocupações crescentes relativamente às contas públicas dos EUA. Apesar de uma ligeira melhoria, o défice orçamental no ano fiscal de 2025 foi de 5,9%, após 6,3% em 2024. Acresce ainda o aumento das necessidades de financiamento, num contexto de elevados volumes de dívida pública a vencer. Assim, a inclinação positiva da curva de rendimentos acentua-se, revelando sobretudo riscos fiscais e aumento da oferta de dívida.

Perspetivas para ações

O quarto trimestre de 2025 reforçou a trajetória ascendente dos mercados acionistas, que encerraram o ano em níveis próximos de máximos históricos. A evolução favorável foi sustentada, sobretudo, pela robustez dos lucros das empresas cotadas, em particular nos EUA, enquanto na Europa o avanço das cotações resultou maioritariamente da expansão dos múltiplos de valorização.

No início de 2026, o sentimento positivo permanece sólido, refletindo-se num consenso de crescimento dos resultados por ação superior a 10% para os principais índices acionistas, tanto europeus como norte americanos. Estas projeções sugerem a

continuação de um ciclo económico em ambiente próximo de *goldilocks*, cuja duração já excede a média histórica, não obstante os receios — até agora infundados — de abrandamento económico ou de pressões inflacionistas adicionais.

O setor tecnológico mantém um contributo determinante para este contexto construtivo. Todavia, o último trimestre evidenciou uma maior dispersão de retornos entre as empresas ligadas ao tema da Inteligência Artificial. Verificou-se uma forte *outperformance* da Alphabet, impulsionada pelo sucesso da nova versão do Gemini e pelo avanço dos semicondutores desenvolvidos internamente, contrastando com a marcada

Evolução nos últimos 3 meses

	30-set	31-out	30-nov	31-dez	Últimos 3 meses	Último mês (dez)
Ações						
S&P 500	6 688,46	6 822,34	6 849,09	6 845,50	2,35%	-0,05%
Nasdaq 100	24 679,99	25 734,81	25 434,89	25 249,85	2,31%	-0,73%
DAX 40	22 163,49	24 118,89	23 836,79	24 490,41	10,50%	2,74%
Stoxx 600	558,18	574,83	576,43	592,19	6,09%	2,73%
Nikkei 225	35 617,56	51 325,61	50 253,91	50 339,48	41,33%	0,17%
Shanghai Composite	3 882,78	3 279,03	3 888,60	3 968,84	2,22%	2,06%
MSCI World	4 306,70	4 381,34	4 398,44	4 430,38	2,87%	0,73%
MSCI Emergentes	1 346,05	1 411,65	1 366,92	1 404,37	4,33%	2,74%
Taxas juro longo prazo						
Yield Treasury 10 yr	4,15%	4,10%	4,01%	4,17%	1,7 pb	15,4 pb
Yield Bund 10 yr	2,71%	2,64%	2,69%	2,86%	14,4 pb	16,6 pb
Yield OT Portugal 10 yr	3,12%	3,01%	3,01%	3,15%	3,3 pb	14,5 pb
Taxas de juro curto prazo						
Libor USD 3 meses	3,98%	3,85%	3,79%	3,65%	-32,5 pb	-13,6 pb
Libor EUR 3 meses	2,03%	2,05%	2,06%	2,03%	-0,6 pb	-3,4 pb
Cambial						
EUR/USD	1,1734	1,1565	1,1598	1,1746	0,10%	1,28%
EUR/GBP	0,8727	0,8794	0,8764	0,8717	-0,11%	-0,53%
Matérias-Primas						
Brent (USD barril)	65,14	63,64	61,97	60,85	-6,59%	-1,81%
WTI (USD barril)	61,48	59,91	58,29	57,42	-6,60%	-1,49%
Ouro (USD onça troy)	3858,96	4024,54	4239,43	4319,37	11,93%	1,89%

underperformance de modelos de negócio ainda não comprovados e suportados por balanços mais alavancados. A elevada concentração setorial nos índices dos EUA permanece um risco relevante: a tecnologia já ultrapassa 40% do peso do S&P 500, tornando o desempenho de 2026 particularmente dependente da evolução do segmento de IA.

As valorizações agregadas do mercado continuam elevadas face aos padrões históricos. Contudo, num cenário de resiliência empresarial e de ausência de choques significativos — como o impacto do Liberation Day em abril —, o comportamento

dos investidores tem permanecido condicionado pelo mantra dominante dos últimos meses: *buy the dip*.

Neste enquadramento, mantemos uma estratégia de alocação equilibrada entre temas de crescimento secular e setores de perfil mais defensivo. Reiteramos a preferência por empresas de elevada qualidade, caracterizadas por menor volatilidade dos resultados, solidez financeira e forte capacidade de geração de fluxos de caixa.

Perspetivas para Alternativos

Num contexto de cortes de taxas mais moderados e assimétricos entre geografias, 2026 reposiciona os alternativos como motores centrais de diversificação. A procura por retornos menos dependentes de *beta* direcional (dado o nível de *valuations* e a incerteza política/fiscal) e as fricções de financiamento que elevam prémios em crédito privado e imobiliário fundamentam esta dinâmica. A contrapartida: margens de erro reduzidas e crescente dispersão exigem disciplina rigorosa na seleção.

No universo das matérias-primas, o petróleo mantém tensão entre constrangimentos geopolíticos e excesso fundamental de oferta. O ouro preserva o papel de diversificador sustentado por bancos centrais, enquanto o cobre apresenta fundamentais estruturais robustos (eletrificação, infraestrutura digital), com défice projetado pela ICSG (International Copper Study Group), favorecendo produtores de baixo custo ou estruturas de *royalties*.

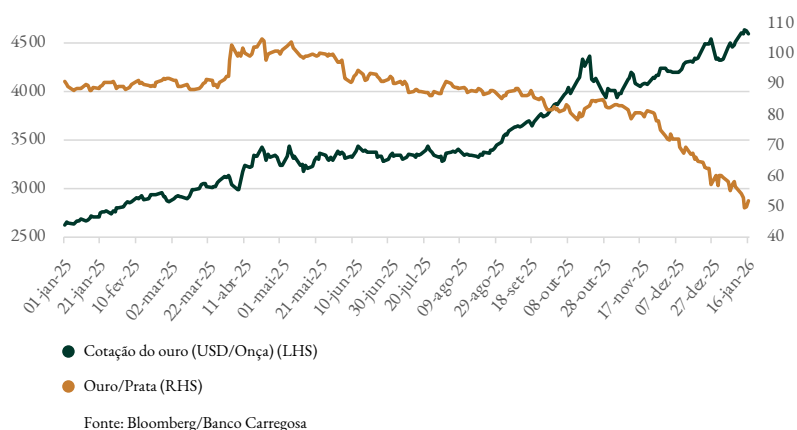
A recuperação imobiliária será gradual, com preferência por logística *last-mile* e nichos estruturais. As maturidades

concentradas em 2026 reabrem oportunidades em dívida sénior estruturada e recapitalizações. As infraestruturas combinam visibilidade de *cash-flows*, proteção parcial à inflação e exposição a megatendências (transição energética, digitalização), com qualidade regulatória e capacidade de execução como fatores críticos na Europa.

Em *private equity*, a reativação privilegia criação de valor operacional sobre expansão de múltiplos, com melhor perfil em *software* crítico, saúde especializada e B2B com *pricing power*. No segmento de *hedge funds*, a dispersão favorece estratégias *long/short* com baixo *beta* e *multi-strategy*, enquanto componentes macro beneficiam de divergências de políticas monetárias.

A concentração de maturidades em *private debt* e a migração para financiamento não-bancário criam ambiente favorável para originação disciplinada, particularmente na Europa. O posicionamento privilegia alocação Barbell combinando ativos reais para geração defensiva de *cash-flows* com *alpha* líquido, mantendo critérios rigorosos de seleção.

Cotação do ouro (USD/Onça) e Rácio ouro/prata



Em 2025, o ouro valorizou cerca de 65%. O congelamento de ativos russos pelo Ocidente em 2022, após a invasão da Ucrânia, reforçou as compras de ouro pelo Sul Global, em particular pela China, a segunda maior economia do mundo, como forma de diversificação e de redução da dependência dos ativos ocidentais, sobretudo do dólar. As tensões geopolíticas são um terreno fértil para o principal metal precioso global, uma vez que a importância do ouro como reserva de valor desde o início da civilização, há cerca de seis mil anos, é transversal a todas as sociedades e intemporal.

As expectativas de descidas das taxas de juro pela Reserva Federal dos EUA, ao reduzirem o custo de oportunidade de deter ouro, têm reforçado igualmente a procura.

Quanto à prata, esta tem beneficiado do efeito de contágio do ouro e de uma procura industrial crescente, associada à transição energética. Após o rácio ouro/prata ter superado os 100 em abril de 2025, sinalizando forte subavaliação da prata, a queda para 50 reflete uma acentuada valorização deste metal, agora relativamente caro face ao ouro, tendo em conta o histórico dos últimos 40 anos.



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.