



OUTLOOK

1º Semestre

2026

*Perspetivas Económicas
e de Mercado*

O presente documento tem efeitos meramente informativos e indicativos.

A IM Gestão de Ativos – SGOIC, S.A. (IMGA) não pode garantir, nem garante, a exatidão, validade, atualidade ou completude da informação disponibilizada.

Este documento poderá estar sujeito a alterações sem aviso prévio. A informação constante do presente documento reveste-se de carácter geral e preliminar, pelo que poderá não ser adequada para as particulares necessidades e finalidades prosseguidas pelos destinatários, sendo recomendável que estes procurem assessoria específica. A IMGA não é responsável pelo uso feito pelos respetivos destinatários das informações que integram o presente documento, nem pelos prejuízos, diretos ou indiretos, que daí possam advir.

A reprodução de parte ou totalidade deste documento é permitida, sujeita a indicação da fonte.

1 / 2025@Glance

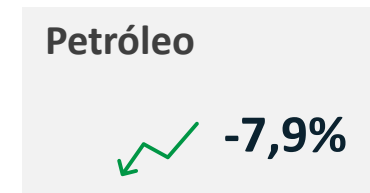
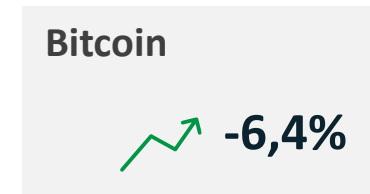
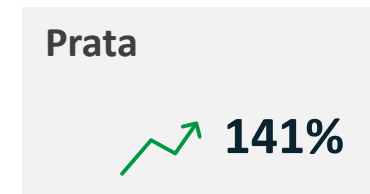
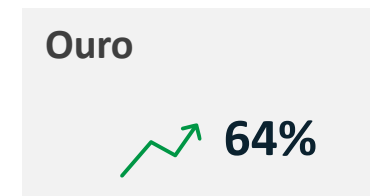
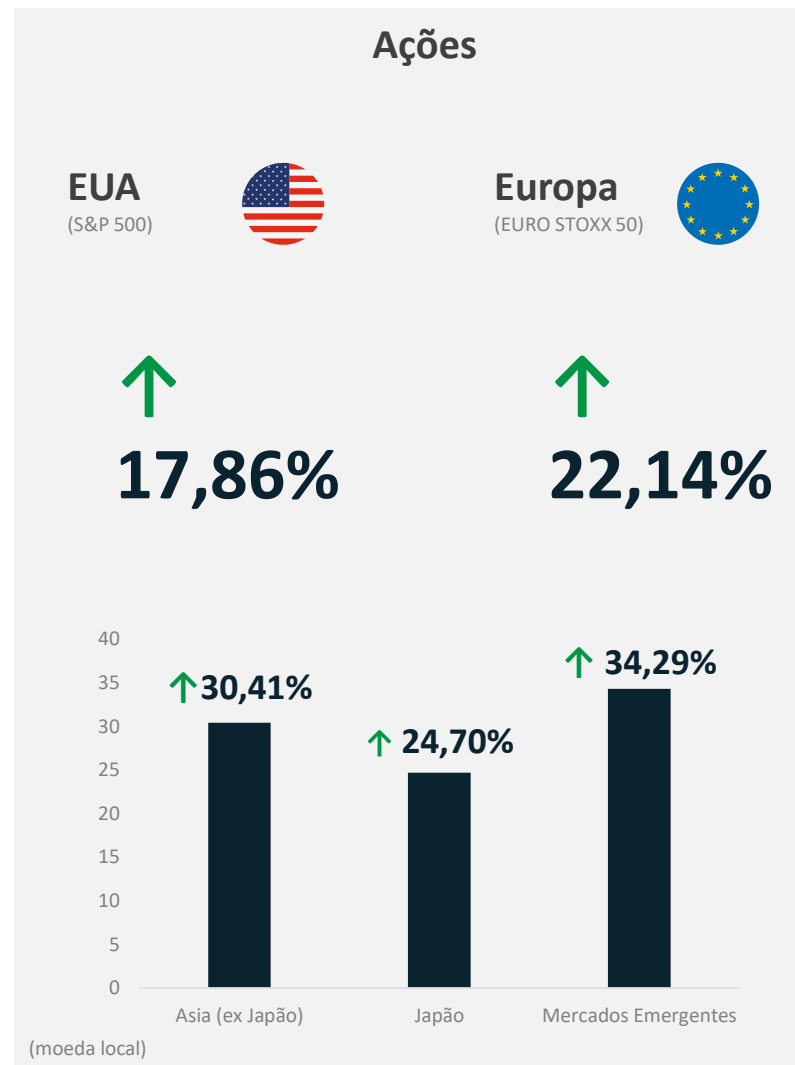
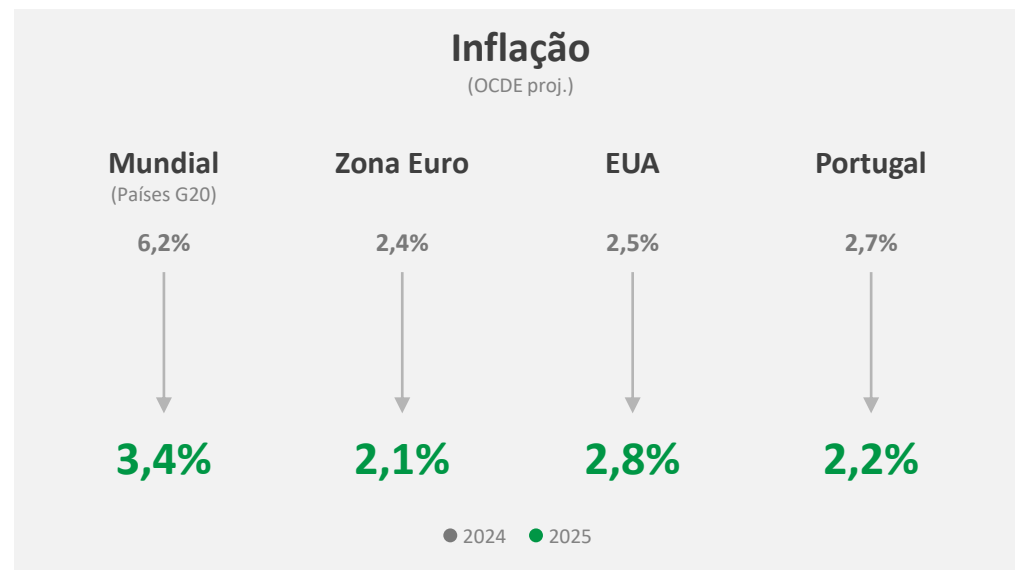
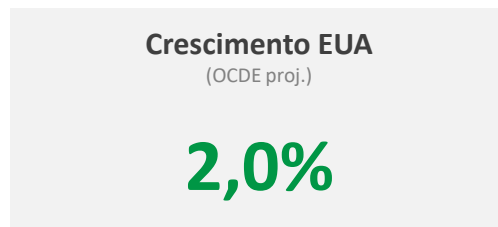
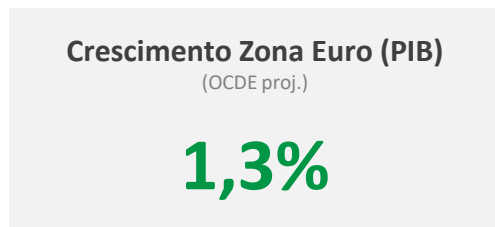
2 / Enquadramento Económico

- Atividade Económica
- Inflação
- Política Económica
- Principais Riscos

3 / Perspetivas de Investimento

- Dívida Pública
- Dívida Empresarial
- Mercados Acionistas
- Alternativos

4 / Alocação Global de Ativos



Principais Eventos de 2025



O regresso das tarifas alfandegárias...

O ano de 2025 consolidou-se como um dos mais complexos da última década em termos económicos e geopolíticos. A combinação de políticas comerciais agressivas, tensões estratégicas e rápidas transformações tecnológicas moldou profundamente o comportamento dos mercados e das principais economias mundiais. Os Estados Unidos, a Europa e a China enfrentaram desafios distintos, mas interligados, num contexto global marcado por incerteza e ajustamentos estruturais.

Nos Estados Unidos, a Administração Trump avançou com um conjunto de tarifas alfandegárias de grande amplitude, aplicadas a uma vasta gama de importações. Estas medidas contribuíram para uma desaceleração da economia mundial. Embora as tarifas tenham aumentado a receita fiscal e procurado proteger a indústria doméstica, também elevaram os custos para consumidores e empresas, pressionando a inflação e criaram instabilidade nos mercados financeiros. O FMI alertou ainda que, apesar de alguns efeitos terem sido menos severos do que inicialmente previsto, o impacto acumulado das tensões comerciais irá “ensombrar” as perspetivas económicas globais.

Na Europa, o impacto das tarifas fez-se sentir de forma particularmente intensa na Alemanha, cuja economia já enfrentava sinais de estagnação. Instituições económicas alemãs apontaram para um crescimento próximo de zero, refletindo a fragilidade industrial e a exposição às cadeias de abastecimento globais. Em resposta, Berlim lançou um pacote de estímulos fiscais destinado a revitalizar o investimento e apoiar a competitividade das empresas. Paralelamente, a União Europeia acelerou a implementação da iniciativa ReArm, um programa estratégico orientado para reforçar a capacidade industrial e de defesa do continente, num momento em que a autonomia europeia se tornou prioridade face ao aumento das tensões geopolíticas.

A China, por sua vez, enfrentou um ambiente externo desafiante, marcado pelas tarifas norte americanas e pela reorganização das cadeias de abastecimento globais. Ainda assim, conseguiu manter um crescimento moderado, apoiado pela procura interna e por um forte investimento em tecnologia. A integração da inteligência artificial em setores estratégicos — da indústria à logística — continuou a ser um dos pilares da sua estratégia económica.

Principais Eventos de 2025



... E o investimento em Inteligência Artificial

O investimento em inteligência artificial foi um dos temas centrais de 2025. A OCDE e o FMI destacaram que o boom da IA contribuiu para sustentar o crescimento global, embora alertassem para o risco de uma bolha especulativa associada às valorizações excessivas de empresas tecnológicas. Os mercados financeiros refletiram esta dualidade: por um lado, entusiasmo com o potencial transformador da IA; por outro, receio de correções abruptas caso as expectativas não se concretizassem.

Outro acontecimento relevante foi a crescente volatilidade nos mercados obrigacionistas, impulsionada pela incerteza monetária. Com a inflação ainda acima das metas em várias economias avançadas, os bancos centrais mantiveram políticas prudentes, o que levou a oscilações significativas nas yields soberanas.

A meio do ano, a ONU alertou que a economia mundial se encontrava num “momento precário”, sublinhando que as tensões comerciais e a incerteza política estavam a enfraquecer as perspetivas de crescimento e a dificultar o investimento global. Apesar disso, alguns setores mostraram resiliência, nomeadamente o energético, impulsionado pela transição para fontes renováveis e pela estabilização dos preços do petróleo após a volatilidade dos anos anteriores.

No conjunto, 2025 foi um ano de contrastes: entre inovação tecnológica e fragilidade económica, entre políticas protecionistas e esforços de cooperação internacional, entre crescimento moderado e riscos persistentes. As grandes potências procuraram adaptar-se a um novo equilíbrio global, num cenário em que a economia mundial continua a navegar entre incertezas e oportunidades.

Principais Eventos de 2025

Tarifa média sobre as importações dos EUA



A tarifa média sobre as importações dos EUA aumentou de forma muito significativa em 2025, após a Administração Trump implementar uma tarifa universal de 10% sobre praticamente todas as importações, medida que entrou em vigor a 5 de abril. Paralelamente, foram anunciadas tarifas “recíprocas” para mais de 50 países, com taxas entre 11% e 50%, aplicadas a partir de 9 de abril. Este novo enquadramento tarifário provocou forte antecipação de importações no início do ano, contribuindo para a deterioração do défice comercial e para distorções temporárias nos indicadores de atividade económica. Durante o período de transição, a tarifa universal funcionou como mecanismo provisório enquanto decorriam negociações bilaterais, algumas das quais resultaram em reduções tarifárias para parceiros como Reino Unido, Japão ou Coreia do Sul. No entanto, o fim da suspensão implica que as tarifas recíprocas — ou as taxas renegociadas — deverão ser plenamente aplicadas, pressionando custos de produção, inflação e cadeias de abastecimento globais.

Principais Eventos de 2025



Tensões geopolíticas

O ano de 2025 foi marcado por tensões geopolíticas intensas e persistentes. A guerra na Ucrânia continuou sem avanços decisivos, prolongando um conflito que desgasta a Europa e mantém a relação entre a Rússia e o Ocidente num ponto de rutura. No Médio Oriente, a guerra na Faixa de Gaza manteve-se como um dos focos de instabilidade mais graves, com repercussões humanitárias profundas e risco constante de alastramento regional. Esse risco concretizou-se parcialmente com o aumento da tensão entre Israel e o Irão, que emergiu como um novo ponto crítico no sistema internacional, agravando a volatilidade já existente.

Paralelamente, outras regiões enfrentaram conflitos prolongados, como o Sudão e Myanmar, contribuindo para um aumento global de violência e deslocações forçadas. A combinação destes focos de instabilidade, associada ao enfraquecimento do multilateralismo, tornou 2025 um ano de elevada incerteza estratégica e crescente fragmentação da ordem internacional.



Inflação a normalizar

O ano de 2025 marcou uma fase decisiva no processo de normalização da inflação, tanto na Europa como nos Estados Unidos. Na zona euro, o BCE confirmou que a desinflação está bem encaminhada, com projeções a apontar para uma inflação média de 2,3% em 2025 e uma convergência para 2% nos anos seguintes. A combinação de políticas monetárias restritivas, normalização das cadeias de abastecimento e moderação dos preços da energia contribuiu para este abrandamento, permitindo ao BCE iniciar cortes graduais das taxas de juro.

Nos EUA, o processo foi mais lento. Embora a inflação tenha continuado a descer, o FMI alertou que deverá permanecer acima da meta durante 2025, refletindo pressões persistentes no mercado laboral e o impacto das tarifas comerciais. Ainda assim, a melhoria das condições financeiras e a dissipação de choques anteriores ajudaram a estabilizar as expectativas de inflação.

Principais Eventos de 2025



Bancos Centrais

Em 2025, a atuação dos principais bancos centrais refletiu estádios diferentes no processo de desinflação e condições económicas distintas. Na área do euro, o Banco Central Europeu iniciou um ciclo cauteloso de cortes de juros, após sinais consistentes de abrandamento da inflação e alguma perda de dinamismo da atividade, sublinhando que a política monetária continua dependente dos dados económicos.

Nos Estados Unidos, a Reserva Federal manteve uma postura mais prudente, com taxas ainda em terreno restritivo, dada a persistência de pressões inflacionistas, o impacto das tarifas sobre preços de importação e a resiliência do mercado de trabalho.

No Reino Unido, o Banco de Inglaterra começou a reduzir gradualmente as taxas, mas com forte ênfase no risco de uma descida prematura. Em sentido quase inverso, o Banco do Japão prosseguiu a normalização, subindo a taxa diretora após décadas de política ultraexpansionista, apoiado em sinais de inflação mais estável e salários em alta.



Temas dominantes nos mercados acionistas

Em 2025, os mercados acionistas foram marcados por maior dispersão regional e rotação setorial, num contexto de crescimento moderado e normalização gradual da inflação. Os EUA mantiveram ganhos, sustentados pela tecnologia e pela inteligência artificial, mas perderam algum protagonismo relativo face à Europa e a vários mercados emergentes, que beneficiaram de valorizações mais atrativas e de fluxos internacionais.

A inteligência artificial continuou a ser um tema central, embora com maior seletividade dos investidores, distinguindo empresas com resultados concretos. Em paralelo, ganhou força a rotação para setores ligados à economia real, como industriais, financeiros, energia e infraestruturas, impulsionados pela transição energética, reindustrialização e aumento da despesa em defesa.

Na Europa, destacaram-se bancos e indústria, apoiados por perspetivas de política monetária menos restritiva. Nos emergentes, a estabilização macroeconómica favoreceu matérias-primas e consumo interno. No conjunto, 2025 ficou marcado por maior prudência e diversificação geográfica.

Principais Eventos de 2025



Matérias-Primas

Em 2025, as matérias-primas voltaram a ganhar relevância nas carteiras. Os metais preciosos estiveram entre os principais destaques, sustentados pela procura de proteção num contexto de incerteza política internacional e pela continuidade das compras por parte dos bancos centrais, o que suportou valorizações consistentes ao longo do ano.

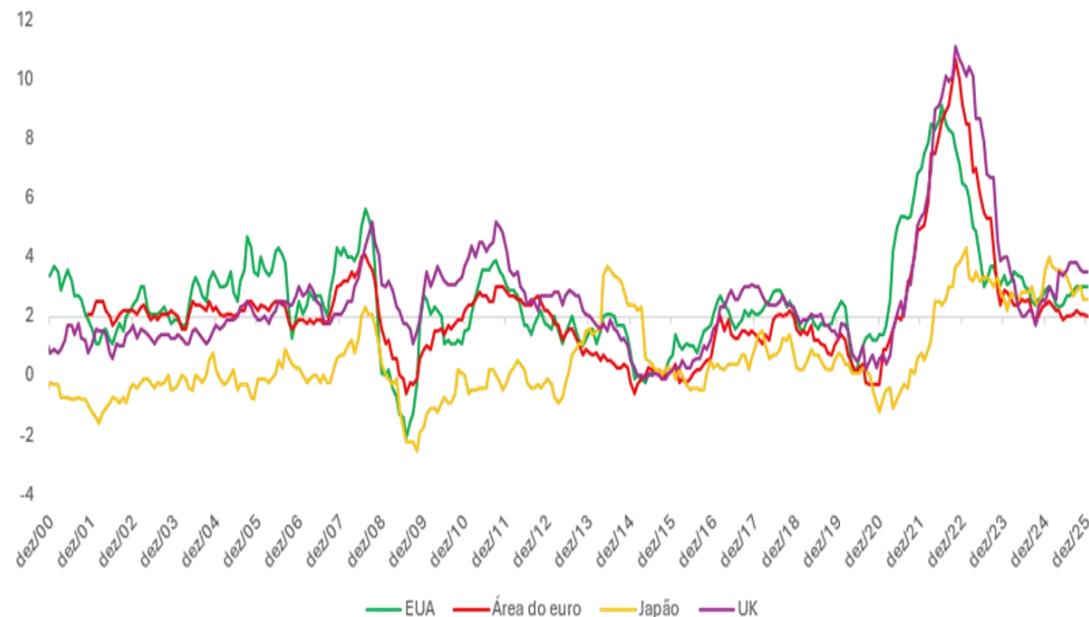
Os metais industriais também registaram uma evolução positiva, impulsionados pelo investimento em redes elétricas, mobilidade elétrica e infraestruturas, com o cobre e o alumínio a beneficiarem da necessidade crescente de materiais condutores e leves.

Pelo contrário, o setor energético teve um comportamento mais irregular, condicionado por decisões de produção, reconfiguração de fluxos comerciais e sinais contraditórios sobre o ritmo da atividade económica global.

Nos bens agrícolas, o desempenho foi mais contido, influenciado por colheitas desiguais, normalização gradual do comércio internacional e pressão sobre os preços em alguns mercados.

Principais Eventos de 2025

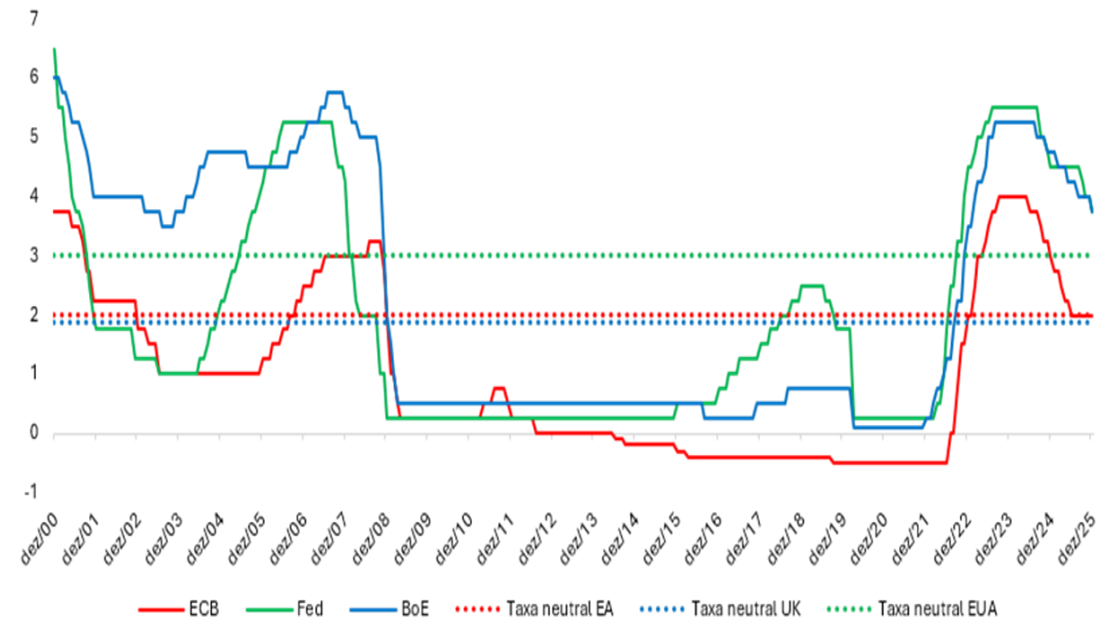
Inflação (vh%)



Em 2025, o processo de normalização da inflação não foi uniforme, com realidades distintas entre as diferentes geografias. Assim, enquanto na Zona Euro a inflação já se encontra no target do BCE, nos EUA e Reino Unido ainda falta percorrer algum caminho.

Fonte: Eurostat, BLS, ONS, Statistics Bureau, projeções Bloomberg consensus

Taxas diretoras Bancos Centrais (%)



Apesar dos cortes de taxas em 2025, apenas o Banco Central Europeu (BCE) convergiu para um nível de taxas neutral.

Fonte: Fed, BCE, Banco de Inglaterra; Bloomberg

1 / 2025@Glance

2 / Enquadramento Económico

- Atividade Económica
- Inflação
- Política Económica
- Principais Riscos

3 / Perspetivas de Investimento

- Dívida Pública
- Dívida Empresarial
- Mercados Acionistas
- Alternativos

4 / Alocação Global de Ativos

Temas Centrais para o 1º Semestre de 2026



Atividade Económica

Para 2026, as perspetivas apontam para um cenário de potencial "Goldilocks", embora com riscos significativos em ambas as direções. Nos Estados Unidos, projeta-se que o crescimento do PIB se mantenha próximo do potencial, rondando os 2%, semelhante ao verificado em 2025. Este cenário é suportado por diversos ventos favoráveis, incluindo cortes esperados nas taxas diretas da Reserva Federal, impulsos relacionados com o investimento em infraestruturas e inteligência artificial, e uma possível redução da incerteza em torno das tarifas aduaneiras, com a administração Trump a demonstrar abertura para reduções adicionais à medida que se aproximam as eleições intercalares.

Contudo, persistem preocupações significativas relativamente ao mercado laboral norte-americano com a criação de emprego a abrandar consideravelmente. Esta dinâmica alimenta receios de uma "economia em forma de K", onde as famílias de menores rendimentos enfrentam crescentes dificuldades, evidenciadas pelo aumento dos incumprimentos em cartões de crédito e empréstimos automóveis.

Na Europa, a área do euro apresenta-se numa plataforma substancialmente melhor do que no passado recente, embora as projeções anuais indiquem um ligeiro abrandamento de 1,4% em 2025 para 1,1% em 2026. Este movimento oculta dinâmicas importantes: enquanto Espanha e Irlanda deverão desacelerar, a Alemanha, França e Itália apresentam perspetivas de aceleração. O momentum subjacente será mais forte do que os números anuais sugerem, com o crescimento trimestral a passar de 1% para 1,5%.

A Alemanha emerge como uma história particularmente interessante para 2026. Após anos de estagnação, o país aprovou um orçamento que determina um aumento da dívida de 180 mil milhões de euros, possibilitado pela flexibilização do "travão da dívida" e pelo aumento dos gastos em defesa. O impulso fiscal deverá aproximar-se de 1 ponto percentual em 2026, com investimentos significativos em infraestruturas e reformas estruturais destinadas a reduzir custos energéticos e dinamizar a competitividade. Este estímulo alemão terá efeitos positivos nas economias vizinhas, estimando-se um impulso de 0,2 a 0,5 pontos percentuais para França entre 2026 e 2027.

Temas Centrais para o 1º Semestre de 2026



Atividade Económica

Portugal mantém perspetivas construtivas, com projeções de aceleração do crescimento para 2,2% em 2026. O investimento associado aos fundos do Plano de Recuperação e Resiliência deverá dar um impulso significativo, enquanto o consumo privado se manterá resiliente graças aos aumentos do salário mínimo, ao suplemento extraordinário para pensões mais baixas e às descidas do IRS.

Na vertente inflacionista, as perspetivas para 2026 são geralmente construtivas, embora com disparidades significativas entre regiões. Os Estados Unidos constituem a principal exceção, com projeções de inflação a permanecer pressionada entre 2,5% e 3% ao longo do ano, potencialmente acima do objetivo da Fed até 2028.

Os primeiros meses de 2026 poderão testemunhar pressões inflacionistas adicionais, à medida que os importadores transmitem uma maior percentagem dos custos relacionados com as tarifas. Em contraste, a inflação na área do euro deverá manter-se branda e marginalmente abaixo de 2%, beneficiando do ritmo moderado de atividade e da apreciação do euro.

A política monetária global encontra-se numa encruzilhada. O ciclo de cortes de taxas diretoras não estará completamente extinto, mas existe reticência em ir além dos níveis neutros. A Reserva Federal deverá cortar as suas taxas em cerca de 50 pontos base em 2026, para níveis próximos de 3%.

O Banco Central Europeu deverá manter as suas taxas inalteradas, enquanto o Banco de Inglaterra poderá implementar dois a três cortes. A nomeação esperada de Kevin Hasset como presidente da Fed a partir de junho de 2026 introduz incerteza adicional, com potenciais implicações para a independência da instituição.

A China enfrenta desafios estruturais significativos, com projeções de abrandamento para 4,5% em 2026. O novo plano quinquenal focará na independência tecnológica e em medidas de estímulo ao consumo privado, embora a eficácia permaneça condicionada pela perceção pessimista dos consumidores. A política de "anti-involution" nos setores com excesso de capacidade continuará, e a trégua comercial com os Estados Unidos poderá proporcionar algum alívio temporário.

Temas Centrais para o 1º Semestre de 2026



Inflação

As perspetivas inflacionistas para 2026 revelam trajetórias divergentes entre regiões. Globalmente, projeta-se convergência gradual para os objetivos dos bancos centrais, embora persistam riscos. A moderação dos salários e a normalização das cadeias de abastecimento sustentam a desinflação, mas as tarifas comerciais e estímulos fiscais criam pressões contrárias. O ambiente caracteriza-se por incerteza elevada, exigindo vigilância das autoridades monetárias para equilibrar crescimento e estabilidade de preços num contexto geopolítico desafiante.

A inflação norte-americana permanecerá pressionada entre 2,5% e 3% em 2026, potencialmente acima do objetivo da Fed até 2028.

O primeiro semestre enfrentará pressões adicionais pela transmissão de tarifas aos consumidores, com importadores a aproveitarem a viragem do ano para ajustar preços. Os estímulos fiscais e o investimento em inteligência artificial adicionam riscos de sobreaquecimento. Perspetiva-se alguma moderação no segundo semestre, sustentada pelo abrandamento salarial e normalização dos preços imobiliários.

A área do euro apresenta perspetivas mais favoráveis, com inflação branda e marginalmente abaixo de 2% em 2026. O ritmo moderado de atividade económica e a apreciação do euro contrariam pressões inflacionistas do impulso fiscal alemão e gastos em defesa. Persistem riscos de reacceleração salarial, particularmente na Alemanha, que podem comprometer o retrocesso da inflação nos serviços. O BCE mantém postura cautelosa, equilibrando suporte ao crescimento com compromisso de estabilidade de preços.

Temas Centrais para o 1º Semestre de 2026



Política Económica

Globalmente, o ciclo de cortes de taxas diretoras aproxima-se do fim, com margem limitada para reduções em 2026, sendo a Fed a notável exceção. A inflação mantém-se perto das metas na maioria das economias desenvolvidas. Alguns bancos centrais emergentes poderão realizar cortes idiossincráticos, mas de forma contida. A incerteza sobre tarifas comerciais, políticas fiscais expansionistas e inteligência artificial mantém os decisores cautelosos e dependentes de dados económicos.

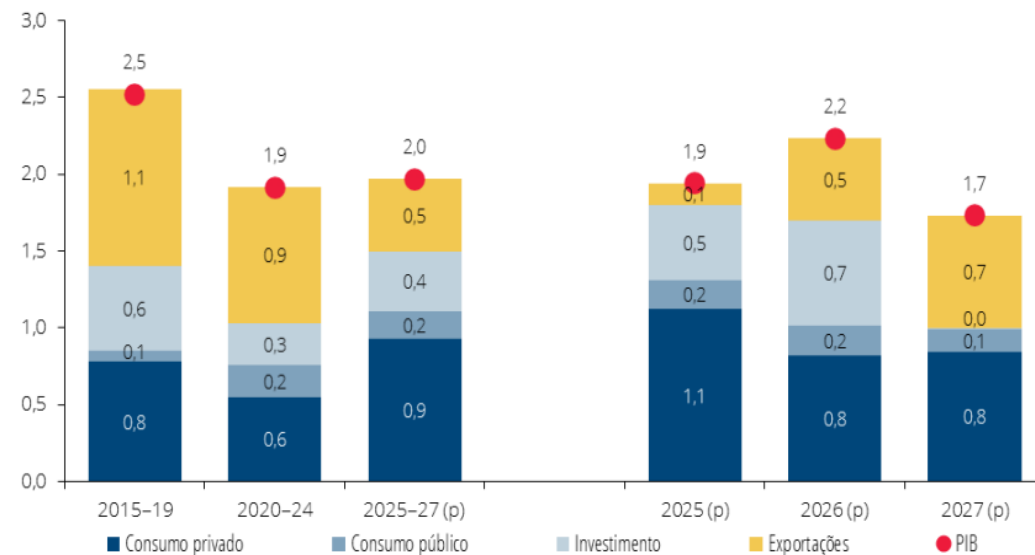
O BCE deverá manter as taxas inalteradas em 2026, após reduções para 2%. Projeta-se inflação perto da meta, influenciada pela apreciação do euro e ritmo moderado de atividade. Apenas em cenário de undershooting severo ou desapontamento económico acentuado poderá haver um corte adicional de 25 pontos base. O impulso fiscal alemão e gastos em defesa criam pressões inflacionistas moderadas. A retórica hawkish recente, especialmente sobre riscos salariais na Alemanha, reforça a estabilidade prevista.

A Fed deverá realizar dois cortes de 25 pontos base em 2026, reduzindo as taxas para cerca de 3%. A trajetória depende do mercado laboral e da inflação, que deve manter-se entre 2,5% e 3%. A nomeação de Kevin Hassett como possível presidente em junho adiciona incerteza sobre a independência institucional. Em caso de deterioração laboral acentuada, poderão ocorrer cortes adicionais. A permanência de Powell no Board deverá ser crucial para preservar credibilidade.

Economia portuguesa continua em plano de destaque no panorama europeu

- O crescimento do PIB deverá continuar a superar a média europeia, projetando-se mesmo uma aceleração em 2026 para 2,2%. O consumo privado deverá manter-se suportado pelos aumentos do salário mínimo, pelo suplemento extraordinário para as pensões mais baixas, pelas descidas do IRS e pela situação do mercado laboral.
- Os desembolsos do NGEU contribuirão para um aumento do investimento público em 2026.
- O crescimento das exportações deverá ser apenas moderado, com base no clima internacional adverso e em particular às tarifas aduaneiras dos EUA - embora as exportações diretas de bens e serviços para os EUA sejam apenas 2,8 % do PIB, Portugal enfrenta também uma menor procura externa pelos seus principais parceiros comerciais europeus.
- A política orçamental deverá manter-se expansionista em 2026, com um alívio fiscal que poderá atingir 0,5% do PIB. O ritmo de crescimento e os sucessivos excedentes primários permitiram uma queda significativa do rácio da dívida pública, que deverá retroceder para 87% em 2026.

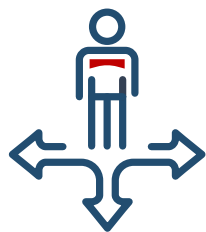
Portugal: Crescimento do PIB



Fontes: Banco de Portugal e INE. | Notas: (p) — projetado. A soma das barras em diferentes tons de azul (consumo privado, consumo público e investimento) corresponde ao contributo da procura interna. A metodologia de cálculo dos contributos líquidos de conteúdo importado está descrita em Cardoso e Rua (2021), "O real contributo da procura final para o crescimento do PIB", *Revista de Estudos Económicos* do Banco de Portugal, Volume VII, n.º 3.

Temas Centrais para 2026

Principais Riscos para o 1º semestre de 2026:



Incertezas

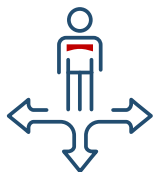
- Reaceleração da inflação
- Perda de credibilidade da Fed
- Implosão da bolha da inteligência artificial



Oportunidades

- Menor incerteza associada às tarifas
- Desvanecer dos riscos geopolíticos
- Desregulação e política fiscal expansionista nos EUA
- Maiores estímulos orçamentais da China

Temas Centrais para o 1º Semestre de 2026



Principais **Incertezas** para o 1º semestre de 2026:

Reaceleração da inflação

Existe o risco de que a tendência de desinflação seja interrompida por novas pressões de custos, especialmente devido a políticas protecionistas e gastos elevados com investimentos tecnológicos. Fatores como o aumento de tarifas podem encarecer produtos importados, forçando os bancos centrais a manterem juros elevados por mais tempo.

Perda de credibilidade da Fed

A independência da Fed está sob escrutínio devido à pressão crescente da administração Trump para influenciar as decisões de política monetária. Nomeações recentes ou previstas de perfis alinhados com o executivo alimentam o receio de uma politização do banco central. Esta erosão da autonomia pode comprometer a eficácia no controlo da inflação, abalando a confiança dos mercados globais na instituição.

Implosão da bolha da inteligência artificial

O entusiasmo com a IA poderá ter sido excessivo, tendo potencialmente gerado avaliações extremadas. Se as empresas não conseguirem demonstrar um retorno sobre o investimento em 2026, poderá ocorrer uma correção nos preços das ações, afetando a confiança e o investimento global no setor tecnológico.

Temas Centrais para o 1º Semestre de 2026



Principais Oportunidades para 1º Semestre de 2026:

Desvanecer dos riscos geopolíticos

Embora as tensões persistam, há a possibilidade de uma estabilização gradual em conflitos regionais ou uma adaptação dos mercados a esses choques. A redução da incerteza geopolítica pode aliviar os preços da energia e das matérias-primas, permitindo um ambiente mais favorável para o crescimento económico sustentado.

Menor incerteza associada às tarifas

Após um período de forte volatilidade e imposição de novas taxas, 2026 pode trazer uma estabilização das regras comerciais. Com as tarifas já precificadas, as empresas conseguem reorganizar suas cadeias de suprimentos e encontrar novos parceiros comerciais, reduzindo o risco associado às trocas internacionais.

Desregulação e política fiscal expansionista nos EUA

A implementação de políticas fiscais expansionistas e medidas de desregulação pode impulsionar os resultados das empresas e incentivar o investimento doméstico nos Estados Unidos. Esse estímulo à maior economia do mundo tem o potencial de gerar efeitos positivos para o crescimento global e para os mercados financeiros.

Maiores estímulos orçamentais da China

O governo chinês prometeu manter uma política fiscal "proativa" para sustentar o crescimento em torno de 5% em 2026. Esses estímulos, focados tanto no consumo interno quanto em novos investimentos estratégicos, representam uma importante âncora de estabilidade para a economia mundial e para os exportadores globais.

1 / 2025@Glance

2 / Enquadramento Económico

- Atividade Económica
- Inflação
- Política Económica
- Principais Riscos

3 / Perspetivas de Investimento

- Dívida Pública
- Dívida Empresarial
- Mercados Acionistas
- Alternativos

4 / Alocação Global de Ativos

Mercados

Dívida Pública

Em 2026, o cenário para os mercados de taxa de juro, tanto na Europa como nos Estados Unidos, deverá ser marcado por estabilidade nas taxas de curto prazo e pressões de subida nos prazos mais longos.

Na Zona Euro, as expectativas de inflação ancoradas perto dos 2% deverão permitir ao Banco Central Europeu (BCE) manter as taxas de juro estáveis e em território neutral ao longo do próximo ano.

O crescimento económico da região deverá manter-se resiliente, apoiado por políticas fiscais expansionistas, nomeadamente na Alemanha, que irá aumentar a oferta de dívida pública para financiar investimentos em infraestruturas e defesa.

Este aumento do supply poderá pressionar os prazos mais longos, elevando o “term premium” e levando a taxa de juro alemã a 10 anos a testar os 3%. Os spreads governamentais deverão continuar a estreitar face à Alemanha, embora a instabilidade política em França possa provocar alguma volatilidade. Entre os riscos identificados estão a deflação exportada da China, a queda do preço do petróleo e um eventual crescimento económico aquém do esperado, fatores que poderão levar o BCE a reconsiderar a sua política.

Nos Estados Unidos, a incerteza quanto à atuação da Reserva Federal permanece elevada. Embora o crescimento global se mantenha resiliente, o mercado laboral começa a dar sinais de fraqueza e a inflação permanece acima do objetivo, podendo voltar a subir devido a políticas comerciais e de imigração da administração Trump e ao impacto da Inteligência Artificial.

O cenário central aponta para dois cortes nas taxas de juro em 2026, mas com acentuação do steepening da curva e a yield a 10 anos a atingir os 4,5%. O aumento do stock de dívida pública deverá continuar a pressionar o “term premium”, implicando rentabilidades próximas de 2% para a dívida governamental norte-americana em moeda local.

Em suma, 2026 deverá ser um ano de estabilidade nas taxas de curto prazo, mas com tendência de subida nos prazos longos, refletindo o aumento do endividamento público e os desafios macroeconómicos e políticos em ambas as regiões.

Mercados

Dívida Empresarial

Em 2026, o mercado de dívida empresarial deverá ser marcado por uma dinâmica de “carry”, com riscos assimétricos ao nível dos spreads. Apesar dos spreads de crédito se encontrarem em níveis historicamente estreitos, o contexto macroeconómico benigno deverá suportar a estabilidade dos mesmos e manter as taxas de incumprimento em patamares baixos, mesmo nos segmentos de maior risco, como o high yield (HY).

No segmento europeu, projeta-se um alargamento dos spreads, uma vez que as valorizações atuais parecem excessivas e vulneráveis a episódios de “risk-off”. Os fatores que sustentaram o crédito em 2025 perderão intensidade: a escassez de obrigações diminuiu, o supply deverá continuar elevado (com maior emissão de Reverse Yankees associada ao financiamento de projetos de Inteligência Artificial) e o diferencial de taxas caiu, reduzindo o apelo relativo do crédito. Apesar dos fundamentais das empresas se manterem sólidos, há pouco espaço para aumentar a alavancagem num contexto de crescimento europeu fraco.

Nos Estados Unidos, a queda das taxas diretoras suporta mais os spreads, enquanto o governo despesista dá suporte ao crescimento e aos spreads. No segmento HY americano, apesar do contexto favorável de crescimento e política monetária, há empresas mais opacas e o private debt apresenta taxas de default mais elevadas, embora ainda baixas em termos históricos.

O investimento massivo em Inteligência Artificial terá de ser financiado em breve, o que deverá testar a capacidade de absorção do mercado e os níveis a que transaciona. Esta conjuntura implica remunerações próximas de 3% para o crédito europeu e abaixo de 2% para o USD HY e mercados emergentes em moeda local.

Em suma, os retornos para esta classe de ativos deverão ser positivos, suportados sobretudo pelo carry atrativo da classe de ativos. Não excluimos a possibilidade de algum estreitamento adicional de spreads nos primeiros meses do ano, suportado por fatores técnicos favoráveis. Contudo, o risco de episódios de volatilidade permanece, exigindo monitorização contínua do contexto macroeconómico e dos fluxos de mercado.

Mercados

Mercados Acionistas

As perspetivas para os mercados acionistas globais mantêm-se positivas, suportadas sobretudo pelo crescimento dos resultados empresariais, num contexto de políticas fiscais expansionistas nos EUA, Alemanha e Japão, e cortes de taxas de juro por parte de bancos centrais como a Reserva Federal e o Banco de Inglaterra.

As estimativas de crescimento de resultados são superiores à média histórica em todas as geografias. No entanto, os múltiplos de valorização (P/E) encontram-se em níveis historicamente exigentes, o que poderá limitar a expansão adicional e até originar alguma correção. Os dividendos deverão assumir maior relevância, especialmente na Europa, onde os múltiplos são mais baixos e a composição setorial é mais defensiva.

Os mercados emergentes e a Ásia Pacífico ex-Japão destacam-se pelas projeções de retornos superiores, beneficiando de múltiplos mais atrativos, crescimento robusto dos resultados e um ambiente de desvalorização do dólar. A Europa, apesar de apresentar menor crescimento dos resultados, poderá beneficiar dos planos de investimento em infraestruturas e defesa. O Japão poderá ser impulsionado por estímulos fiscais e reformas corporativas.

Nos EUA, o excecionalismo americano continua a ser um importante fator a considerar, com empresas inovadoras e líderes globais, embora em grande parte já refletido nas valorizações.

A inteligência artificial é um tema central, contudo, a incerteza quanto à sua rentabilização e as políticas da administração Trump possam adicionar volatilidade. Small caps norte-americanas e mid caps europeias são segmentos com potencial, beneficiando de políticas fiscais e monetárias favoráveis e de um perfil de crescimento mais agressivo.

Os riscos principais incluem a possibilidade de correção dos múltiplos, incertezas políticas (nomeadamente na Europa e nos EUA), e a evolução das políticas monetárias. Ainda assim, antecipa-se retornos positivos entre 5% e 10% para a classe de ações em 2026, com os mercados emergentes e asiáticos a destacarem-se pelo potencial de valorização.

Mercados

Alternativos

Em 2026, os investimentos alternativos continuam a assumir um papel relevante na diversificação das carteiras, funcionando como importantes fontes de geração de alfa e mitigação de risco.

Entre as estratégias alternativas, destaca-se o otimismo em relação a Merger Arbitrage, que deverá beneficiar do aumento das operações de fusões e aquisições, impulsionadas por uma menor regulação e taxas de juro mais baixas. Também as estratégias Equity Market Neutral deverão encontrar oportunidades num contexto de políticas diferenciadas entre bancos centrais, estímulos fiscais assimétricos e maior volatilidade, fatores que favorecem a dispersão de retornos e a geração de alfa.

Por outro lado, a perspetiva para os fundos CTA é menos positiva, uma vez que estes tendem a beneficiar de mercados com tendências bem definidas, algo que não se espera para 2026 devido ao ambiente volátil.

No segmento das matérias-primas, o ouro mantém-se como a principal preferência.

O metal precioso é suportado pela procura dos bancos centrais, que procuram diversificar reservas, especialmente após o congelamento das reservas russas em dólares e o aumento da desconfiança geopolítica. Adicionalmente, cortes nas taxas diretoras e políticas monetárias expansionistas favorecem o ouro, que também serve como hedge tradicional contra a inflação, especialmente num contexto de inflação persistente nos EUA, alimentada por tarifas e políticas fiscais expansionistas.

O momentum positivo do ouro, aliado ao contexto de conflitos geopolíticos e polarização global, reforça o seu papel como ativo de refúgio. No entanto, a forte valorização recente e os máximos históricos sugerem alguma cautela na adição de ouro às carteiras.

Em termos cambiais, a perspetiva é negativa para o dólar norte-americano, devido a potenciais riscos à independência da Reserva Federal, políticas monetárias mais expansionistas e défices gémeos persistentes. O USD perde atratividade como ativo de refúgio, em contraste com o iene, euro, franco suíço e ouro. Contudo, um eventual aumento da inflação poderá limitar cortes adicionais de taxas e sustentar o dólar.

1 / 2025@Glance

2 / Enquadramento Económico

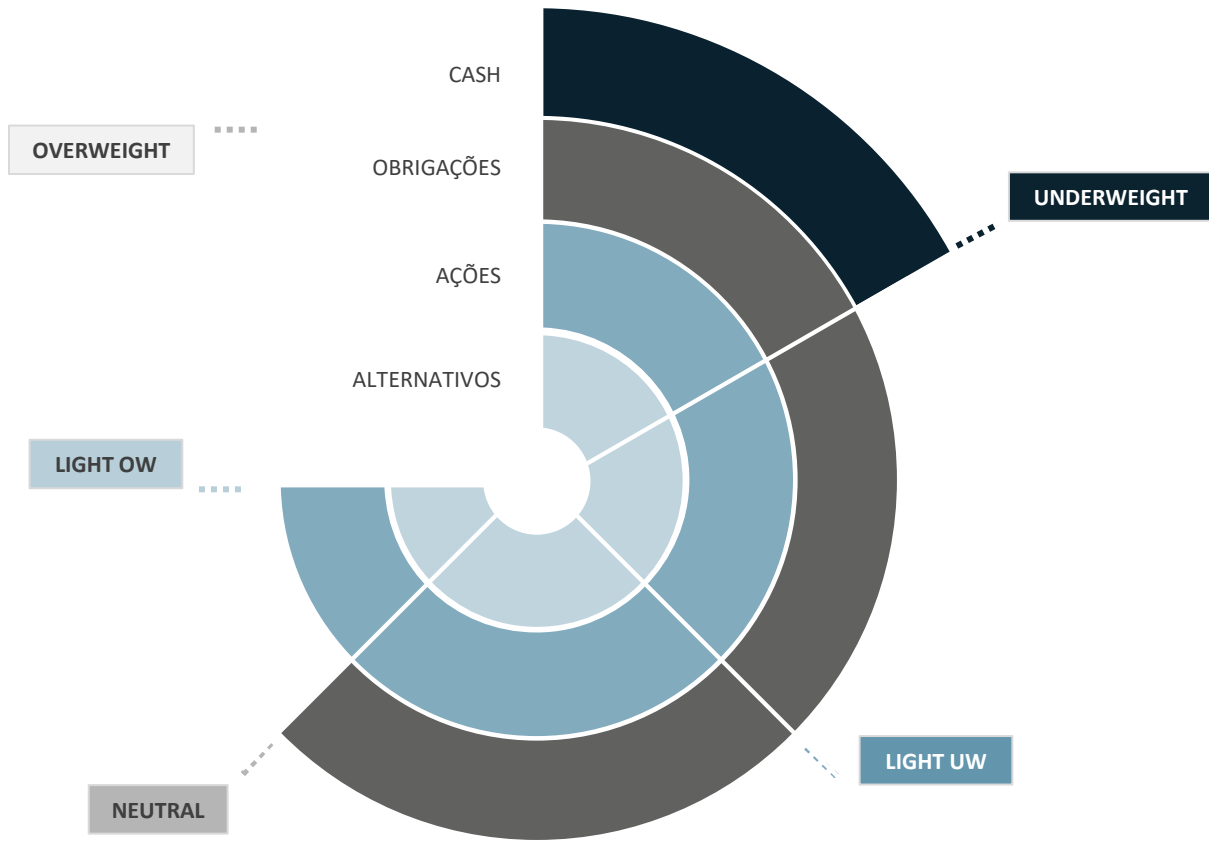
- Atividade Económica
- Inflação
- Política Económica
- Principais Riscos

3 / Perspetivas de Investimento

- Dívida Pública
- Dívida Empresarial
- Mercados Acionistas
- Alternativos

4 / Alocação Global de Ativos

	UW	LIGHT UW	NEUTRAL	LIGHT OW	OW
CASH	UW	←			
OBRIGAÇÕES			NEUTRAL		
AÇÕES			→	LIGHT OW	
ALTERNATIVOS				LIGHT OW	





gestão de ativos
sgoic

LISBOA (SEDE)

Av. da República 25, 5-A,
1050-186 Lisboa - Portugal

(+351) 211 209 100

imgainfo@imga.pt

www.imga.pt

PORTO

Atria Center Porto, Av. da Boavista
2609, 4100-135 Porto

(+351) 220 936 055