



Caixa Geral de Depósitos



CGD Pensões

## Relatório e Contas 2015

**FUNDO DE PENSÕES ABERTO**

**CAIXA REFORMA GARANTIDA 2022**

---

## ÍNDICE

<b>Destaque</b>	<b>3</b>
<b>1. A CONJUNTURA ECONÓMICA E FINANCEIRA</b>	<b>4</b>
1.1 <i>Economia</i>	4
1.2 <i>Bancos Centrais</i>	5
1.3 <i>Mercados</i>	7
1.4 <i>Temas de Investimento</i>	16
1.5 <i>Perspetivas</i>	16
1.6 <i>Tabelas</i>	19
1.7 <i>Temas</i>	21
<b>2. ENQUADRAMENTO DOS FUNDOS DE PENSÕES</b>	<b>24</b>
<b>3. CARTEIRA DO FUNDO DE PENSÕES ABERTO CAIXA REFORMA GARANTIDA 2022</b>	<b>25</b>
3.1 <i>Comentário à gestão e indicadores de evolução e performance</i>	25
3.2 <i>Política de Investimento</i>	27

## ANEXOS

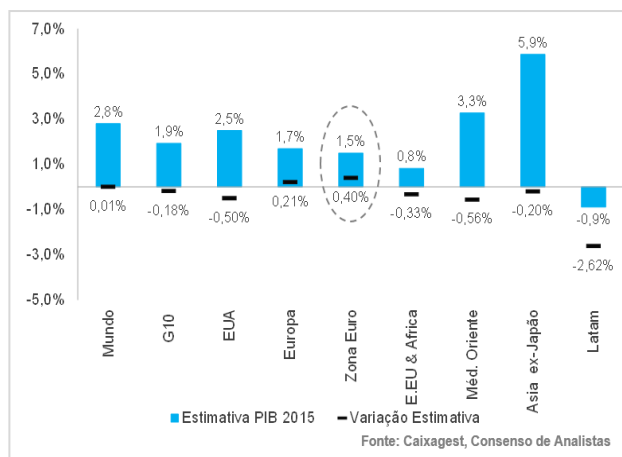
RELATÓRIOS DE RISCO NO ÂMBITO DA NORMA REGULAMENTAR N.º8/2009-R, DE 4 DE JUNHO

RELATÓRIO DO AUDITOR E CERTIFICAÇÃO LEGAL DE CONTAS

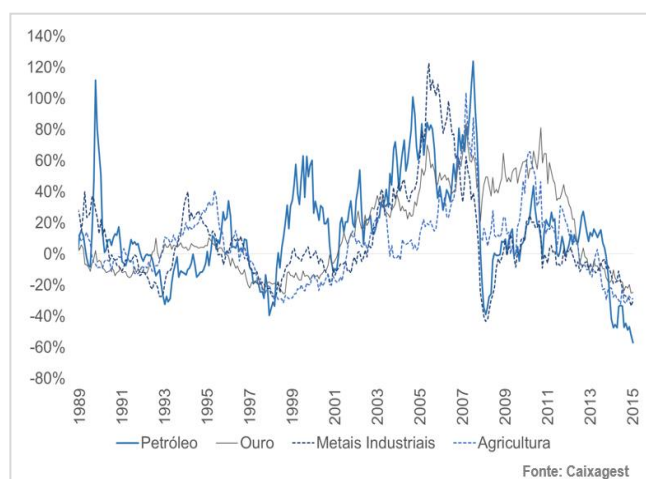
## Destaque

Em 2015, verificou-se uma melhor *performance* de mercados acionistas da Zona Euro e do Japão, onde vigoraram políticas monetárias quantitativas expansionistas. Inversamente, a tendência económica negativa no bloco emergente, o aumento da oferta de petróleo e a redução da respetiva procura, em consequência do abrandamento na China, justificaram as maiores desvalorizações dos índices acionistas emergentes e das matérias-primas. O início de 2016 caracteriza-se por uma divergência económica entre a resiliência do bloco desenvolvido e a maior fragilidade dos países emergentes. Neste contexto, a normalização de taxas nos EUA deverá ser mais gradual face à história, com principalmente o BCE e o Banco do Japão a substituírem a Fed na condução de políticas monetárias expansionistas.

*Ao longo de 2015, apenas se verificaram revisões em alta das estimativas crescimento económico na Europa e, mais concretamente, na Zona Euro.*



*O desvio dos preços das matérias-primas face à média a 5 anos confirma a magnitude significativa das correções recente face a ciclos anteriores.*



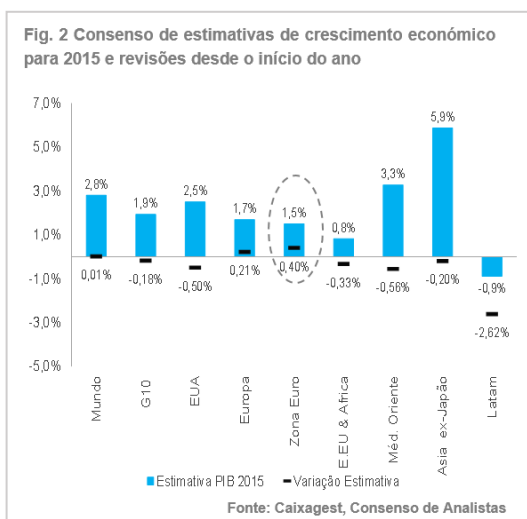
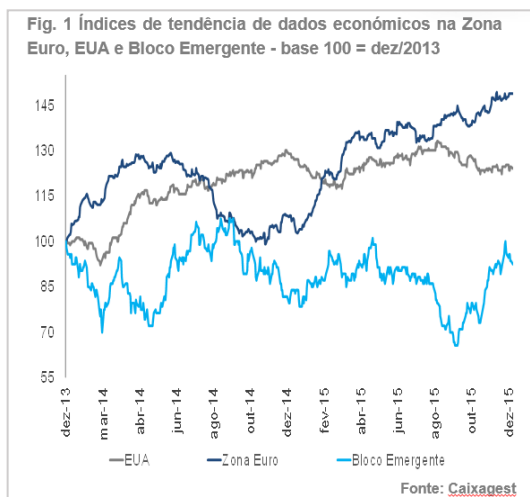
## 1. A Conjuntura Económica e Financeira

### 1.1 Economia

A evolução económica global, no decorrer de 2015, foi assimétrica nas várias regiões, com intervenção monetária por parte dos bancos centrais e fortes movimentos ao nível das taxas de câmbio. Outro fator comum global prendeu-se com a depreciação do preço das matérias-primas, em especial do petróleo, que afetou de maneira distinta os respetivos países importadores e exportadores. O diferente impacto destes eventos, com efeitos de redistribuição de riqueza a nível global, terão contribuído para a evolução díspar verificada entre os diferentes blocos económicos mundiais. Acentuou-se, assim, a divergência entre a trajetória moderadamente positiva do bloco desenvolvido enquanto que se verificou uma deterioração na tendência económica do bloco emergente (ver Fig. 1).

A Zona Euro, sendo uma região importadora de energia, foi beneficiária da queda do preço do petróleo, através do aumento do rendimento real disponível das famílias e da redução dos custos operacionais a nível empresarial. A

região beneficiou também de condições financeiras favoráveis, por via de uma política monetária expansionista, que resultou na redução das taxas de financiamento e na desvalorização do Euro. Estima-se que a atividade económica tenha registado uma recuperação de 1,5% em 2015, suportada pelo consumo privado, reduzindo-se os receios de

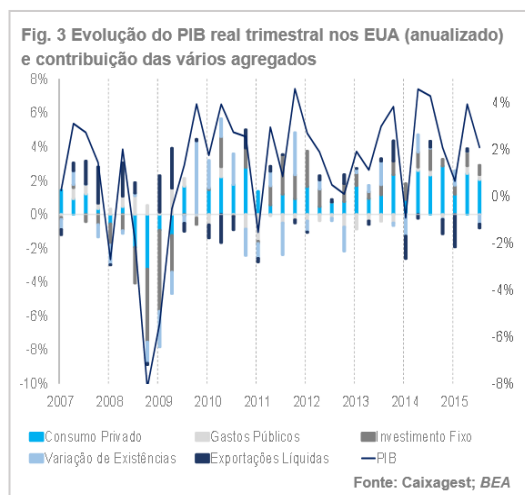


recessão (ver Fig. 2). Por outro lado, os níveis de inflação permaneceram muito reduzidos, estimando-se variar 0,1% face ao ano anterior. A desaceleração de outras economias, nomeadamente da região emergente, terão contribuído negativamente para a componente de comércio externo.

Nos EUA, estima-se que a economia tenha crescido 2,5% em 2015, solidificando a recuperação económica no ciclo atual. Tendo-se iniciado o ano com desapontamento económico, muito por via de fatores temporários, o crescimento em 2015, ainda que robusto, terá registado um ritmo mais lento do que o inicialmente estimado pelos economistas. A maior contribuição para o crescimento foi o consumo privado, apoiado pela continuação da recuperação do mercado de trabalho e do aumento do rendimento disponível das famílias por via da queda do preço do petróleo. Por

outro lado, o comportamento da matéria-prima teve um efeito adverso no investimento, dado o desinvestimento no setor energético, enquanto que a forte valorização da moeda, por via da expectativa de subida de taxas, condicionou o contributo das exportações líquidas (ver Fig. 2 e 3).

Na região emergente, o abrandamento da China, onde decorre um processo de rebalanceamento de produção para consumo, assumiu particular importância. As importações caíram 8,7% em



**Fig. 4 Evolução do Purchasing Managers' Index (PMI) para o setor da indústria nos vários blocos económicos**

PMI Indústria	2015											
	j	f	m	a	m	j	j	a	s	o	n	d
<b>Bloco Desenvolvido</b>												
Zona Euro	51	51	51	52	52	52	53	52	52	52	52	53
EUA	54	53	53	52	52	53	54	53	51	50	50	49
Reino Unido	53	54	54	54	52	52	52	52	52	52	55	53
Japão	52	52	52	50	50	51	50	51	52	51	52	53
<b>Bloco Emergente</b>												
China	50	51	51	50	49	49	49	48	47	47	48	49
Brasil	51	50	50	46	46	46	47	47	46	47	44	44
Rússia	48	50	50	48	49	48	49	48	48	49	50	50
Índia	53	51	51	52	51	53	51	53	52	51	51	50

Fonte: CaixaGest, Markit, ISM, China FLP

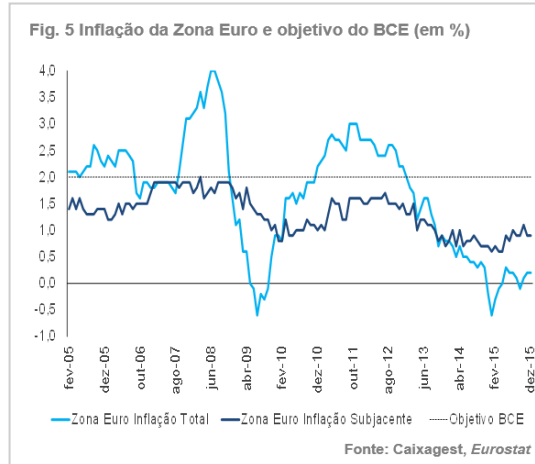
novembro face ao ano anterior, enquanto que o PMI industrial continua a sinalizar uma desaceleração no setor secundário (ver Fig. 4). A intervenção do governo e banco central, através de medidas expansionistas, geraram receios de que a economia chinesa estaria a abrandar de forma mais significativa do que o previsto, causando instabilidade nos mercados financeiros globais no decorrer do Verão.

Em 2015, os países emergentes exportadores de matérias-primas sofreram particularmente

com a forte desvalorização dos respetivos preços e com o abrandamento da procura chinesa. Adicionalmente, a apreciação do Dólar, dadas as perspetivas de subidas de taxas nos EUA, veio agravar a tendência de depreciação das moedas locais, enquanto desenvolvimentos políticos destabilizaram países como o Brasil, Argentina e África do Sul. As estimativas de crescimento para este bloco foram revistas em baixa no decorrer do ano, com principal destaque para a América Latina, onde se espera uma contração de 0,9% no ano (ver Fig. 2).

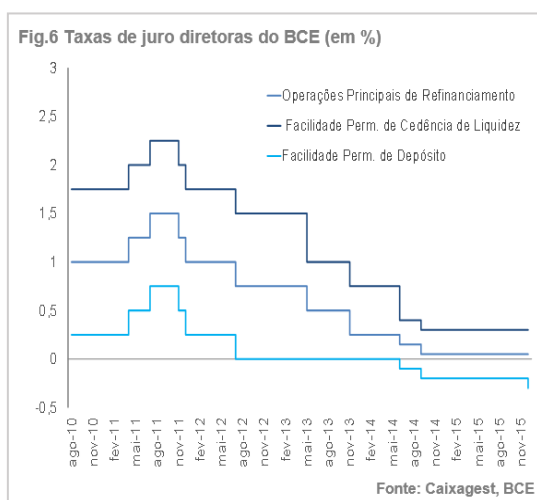
## 1.2 Bancos Centrais

Na Europa, a persistência desde 2014 de níveis de inflação inferiores ao mandato do Banco Central Europeu (BCE), levaram ao anúncio de medidas não convencionais no início do ano, através de um programa de compras de ativos financeiros (Asset Purchasing Program - APP), que se iniciou em Março. No decorrer de 2015, com a continuação da queda do preço do petróleo, os





níveis de inflação na Zona Euro têm permanecido diminutos (ver Fig. 5), levando a que na sua reunião de 3 de dezembro, o BCE tenha anunciado várias medidas adicionais ao pacote de estímulos monetários em vigor. Incluídas nessas medidas estiveram a extensão do atual APP por mais 6 meses, a redução da taxa de juro de depósito em 10 p.b., para -0,30% a incorporação de instrumentos de dívida regional e local nos ativos elegíveis no programa e o reinvestimento dos títulos adquiridos no âmbito do APP à medida que estes atinjam o respetivo prazo de vencimento (ver Fig. 6).

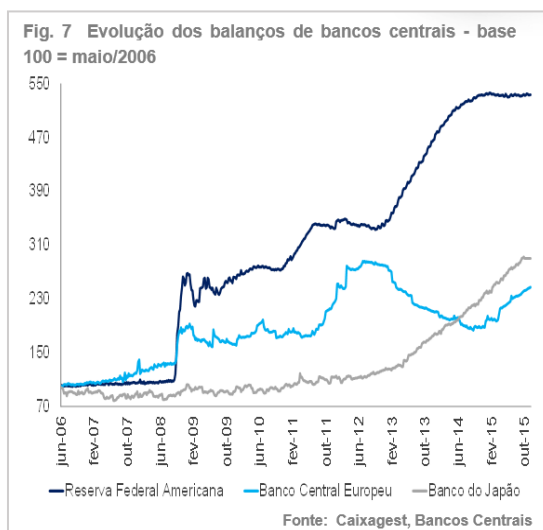


Nos EUA, a 16 de Dezembro, a Reserva Federal (Fed) iniciou a muito aguardada normalização de política monetária, o primeiro movimento das taxas diretoras desde dezembro de 2008. A decisão de subir o nível de referência das *Fed Funds* (FF) foi acompanhada por um compromisso de futuramente proceder de forma gradual e de acordo com a evolução dos dados económicos e de inflação. Foi também divulgada a mediana da projeção dos governadores para a evolução das FF, que se traduz em 100p.b. de subidas

adicionais em 2016. No seguimento desta decisão, os bancos centrais do Chile, México, Emiratos Árabes Unidos, Kuwait e Hong Kong também anunciaram subidas de taxas, evidenciando a suscetibilidade destas economias a um novo ciclo de taxas nos EUA (ver Tema 1).

O Banco do Japão (BoJ) manteve o seu programa de compras de 80 triliões de ienes por ano, continuando a expansão do seu balanço (ver Fig. 7). Em dezembro, o BoJ acabaria por ajustar as definições técnicas do programa alargando a maturidade das compras dos títulos soberanos bem como os limites de outros instrumentos. Desta forma, mantém-se o intuito de proceder com o programa de estímulos atual, bem como com a respetiva calibragem, se necessário.

No decorrer do ano, o Banco Central Chinês (PBoC), implementou importantes alterações na sua política cambial, como parte de um objetivo de liberalização e de integração internacional. Em agosto, o PBoC surpreendeu os mercados ao permitir a desvalorização da sua moeda (*Yuan*), alterando o mecanismo de fixação diária da taxa de referência do *Yuan* contra o Dólar. Esta alteração abriu a possibilidade



para a sua inclusão como moeda de referência no cabaz internacional do Fundo Monetário Internacional, que acabaria por ser formalmente anunciado no final de novembro, entrando em efeito a partir de outubro de 2016. Mais recentemente, o *PBoC* anunciou a transição da referência usada para a definição da taxa de câmbio na China, com base no Dólar, para um novo índice composto pelas moedas dos seus principais parceiros comerciais. Estas alterações reposicionam a política monetária chinesa de forma relativamente mais independente da política monetária dos EUA.

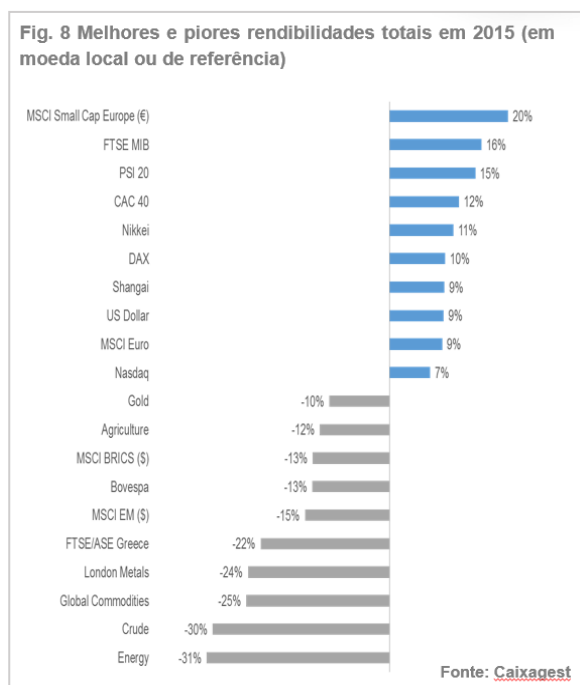
## 1.3 Mercados

### 1.3.1 Introdução

O ano de 2015 foi caracterizado por uma melhor *performance* de mercados acionistas, embora

se tenha verificado uma dispersão significativa entre as rendibilidades de mercados de países desenvolvidos e a maioria dos índices de emergentes, sobretudo do bloco *BRIC*.

Os índices de ações europeus de Itália, Portugal e França evidenciaram rendibilidades totais superiores a 10%. Adicionalmente, destacaram-se pela positiva as *performances* do mercado acionista japonês e também a do índice compósito de ações da China (Shangai) que, apesar da correção significativa e do aumento de volatilidade entre junho e setembro, acabou por registar uma valorização próxima de 10%. Ao nível do



mercado cambial, destacou-se a *performance* positiva do Dólar americano, não só em relação ao Euro, mas também face às principais moedas mundiais, em 9% (ver Fig. 8).

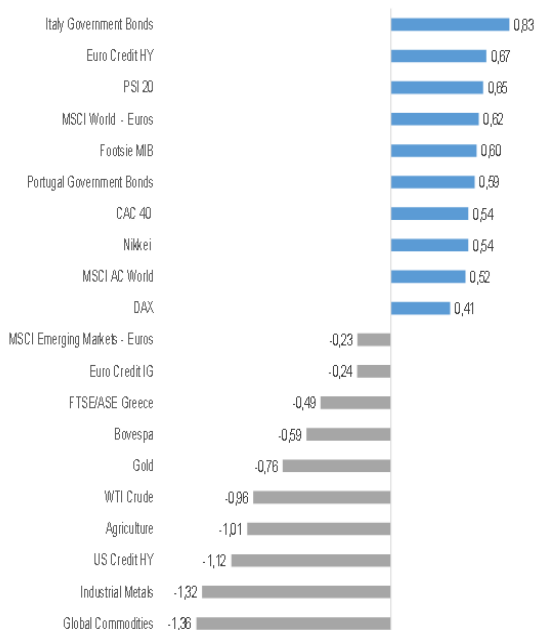
No espectro mais negativo, confirmou-se a tendência verificada ao longo do ano de *performances* dos mercados acionistas emergentes, e de Grécia, bem como da classe de matérias-primas. Neste domínio, todos os segmentos desde metais preciosos até às mais cíclicas, registaram rendibilidades negativas, destacando-se a componente de energia que evidenciou uma *performance* negativa superior a 30% (ver Fig. 8).

Para a amostra considerada de classes de ativos e de instrumentos de mercado, numa ótica de *performances* relativas face a mercado monetário ajustadas pelo risco (índice de *Sharpe*), no último ano, e contrariamente ao verificado em 2014, as melhores rendibilidades obtidas foram inferiores às respetivas volatilidades realizadas.

Em 2015, as *performances* dos mercados de ações global e europeus, das classes de obrigações de governos, como Itália e Portugal, e de crédito *high yield* (HY) em Euros evidenciaram a maior compensação em relação ao respetivo risco (ver Fig. 9).

Em linha com as rendibilidades mais negativas registadas, os mercados acionistas emergentes e o complexo de matérias-primas evidenciaram as métricas de *Sharpe* mais negativas. Adicionalmente, os segmentos de crédito de HY denominado em Dólares e de *investment grade* (IG) em Euros também atingiram rendibilidades ajustadas pelo risco negativas, destacando-se o pior comportamento do primeiro (ver Fig. 9).

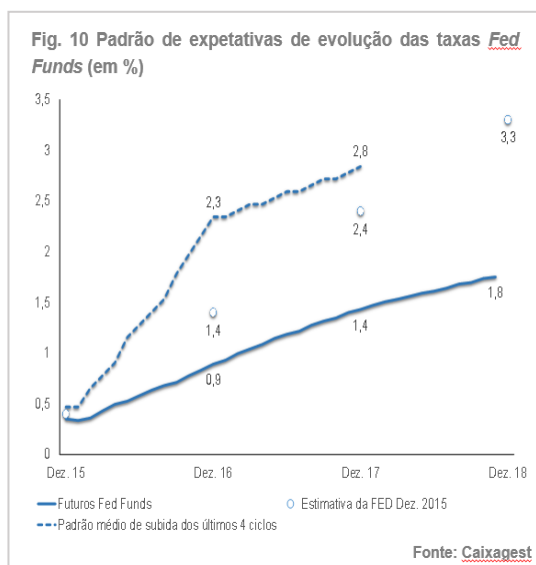
**Fig. 9 Melhores e piores diferenciais de rendibilidades vs. mercado monetário, ajustadas pelo risco - Índice de *Sharpe***



Fonte: **Caixagest**

### 1.3.2 Monetário

Nos EUA, após a decisão de subida da taxa diretora *FF*, em dezembro último, as taxas implícitas nos respetivos contratos futuros continuaram a evidenciar um padrão de subida. No final de 2015, o mercado de derivados tinha implícito um movimento de subidas acumuladas de

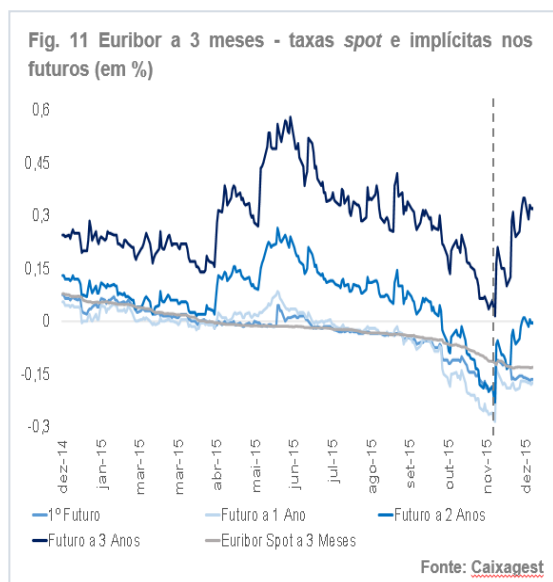


Fonte: **Caixagest**

mesmo período de tempo. No final de dezembro o mercado descontava um padrão de subida das taxas *FF* mais contido face à mediana de estimativas dos governadores da *Fed* (ver Fig. 9 e 10).



No que concerne aos indexantes de mercado monetário, as taxas *Libor* do Dólar registaram uma subida ao longo de 2015. O prazo referente aos 3 meses subiu no ano 36p.b., enquanto que a maturidade mais longa a 12 meses registou uma trajetória ascendente, mais significativa, de 55p.b.. Desde o último comité de política monetária da *Fed*, a referida tendência de subida prevaleceu com as taxas a 3 e 12 meses a subirem 8p.b. e 9p.b., respetivamente, até ao final do ano.



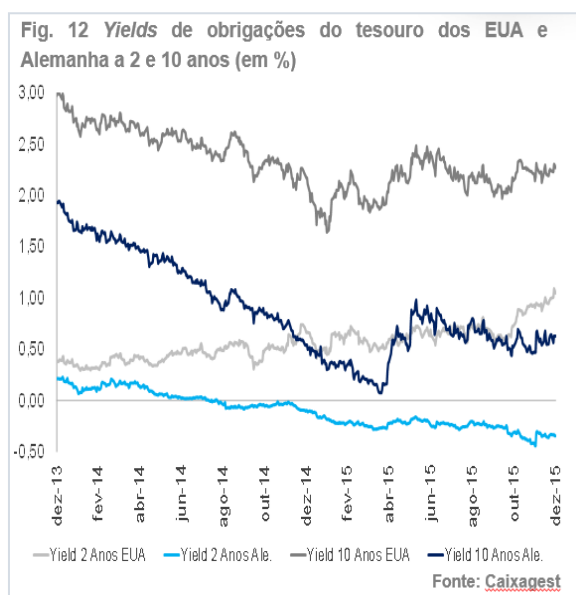
Na Zona Euro, com a decisão do conselho de governadores do BCE, em dezembro, de aumentar os estímulos quantitativos em curso, os instrumentos de mercados monetários, *spot* e futuros, registaram uma inversão do movimento anteriormente verificado que se traduzia numa maior agressividade de expectativas quanto às potenciais medidas a serem anunciadas. As taxas implícitas nos futuros sobre a *Euribor* a 3 meses, com vencimento em dezembro de 2015, registaram uma subida diária de cerca de 8p.b. e os mesmos instrumentos com

vencimento no final de 2017 aumentaram significativamente, em 17p.b. (ver Fig. 11).

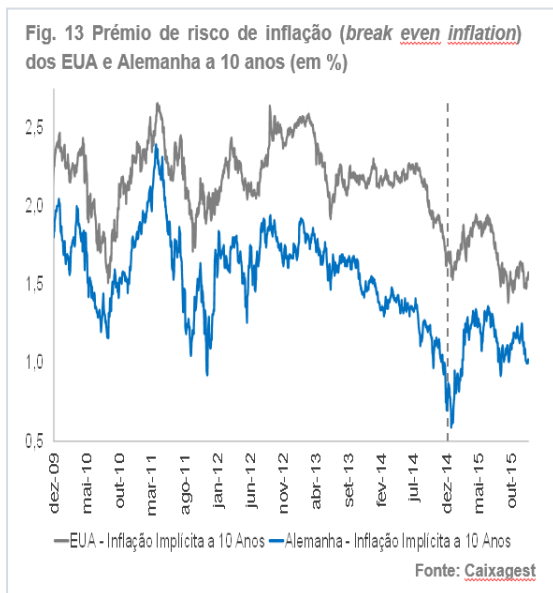
No ano de 2015, a média mensal da taxa de referência de prazo mais curto *EONIA* desceu 5p.b., com o valor de final do ano a fixar-se em -0,13%. No mesmo período temporal, as taxas *Euribor* a 3 meses desceram cerca de 21p.b., de 0,08% para -0,13%, enquanto que o indexante para o prazo de 12 meses registou uma queda de 27p.b., de 0,32% para 0,06%.

### 1.3.3 Soberanos

Os índices de obrigações do tesouro, dos EUA e da Alemanha registaram, em 2015, *performances* positivas, de 0,9% e 0,4% respetivamente, embora em magnitudes menores face ao ano anterior. Num contexto de crescimento económico real e de inflação moderados, apesar do início do ciclo de subida de taxas diretoras nos EUA, as *yields* a 10 anos de ambos os blocos registaram uma trajetória de subida moderada, com a taxa americana a subir 10p.b., para 2,27% e a de Alemanha a evidenciar uma variação semelhante de 9p.b., atingindo 0,63%. No



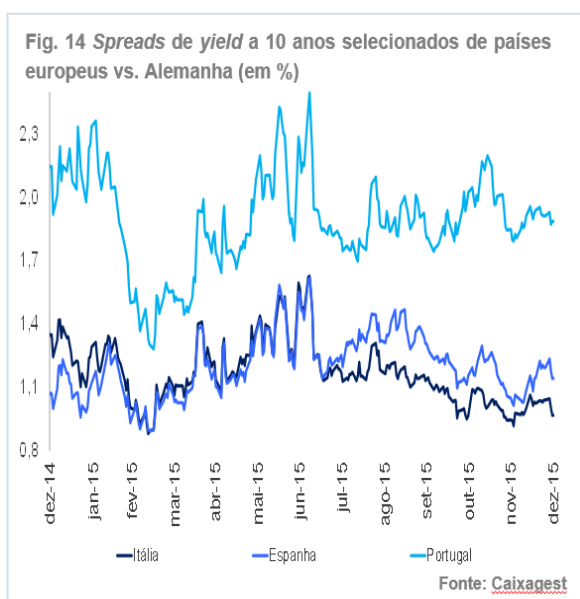
caso do prazo a 2 anos, verificou-se uma maior divergência comportamental associada à diferenciação de ciclos económicos e de políticas monetárias, com a *Fed* a decretar a primeira subida de *FF* e o BCE a continuar com as operações de mercado aberto de compra de ativos. A taxa americana subiu 38p.b., para 1,05%, constituindo o nível mais elevado desde abril de 2010, enquanto que a mesma maturidade de Alemanha continuou a registar mínimos históricos, reduzindo-se 25p.b., para -0,35% (ver Fig. 12).



Paralelamente, durante o ano, destacou-se o comportamento volátil das expectativas de inflação de mercado, medidas pela diferença entre as *yields* de obrigações do tesouro nominais e as *yields* dos mesmos instrumentos indexados à inflação (*break even inflation*). Após a forte descida verificada em 2014 para níveis historicamente reduzidos, dada a forte depreciação dos preços do petróleo, em 2015, apesar de algumas fases de correlação elevada com o preço da matéria-prima, verificaram-se comportamentos algo distintos entre as métricas de *break even inflation* americana e alemã. Enquanto que o

prémio de inflação a 10 anos dos EUA registou uma descida de 10p.b. no ano, para 1,58%, o prémio de Alemanha, num contexto de objetivo de redefinição da economia da Zona Euro por parte do BCE, subiu 24p.b., para 1,02% (ver Fig. 13).

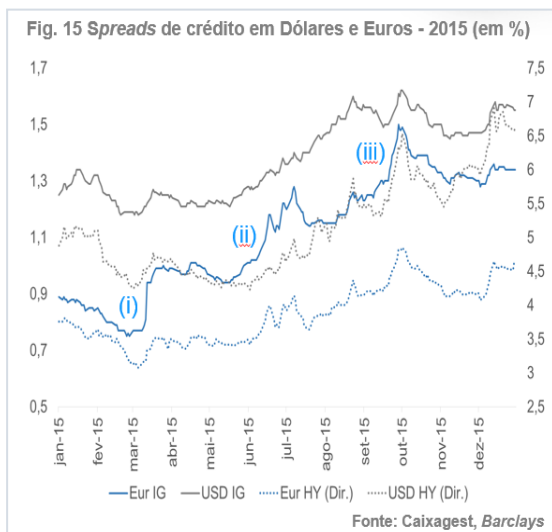
Na Zona Euro, os *spreads* a 10 anos de Itália e de Espanha registaram, em 2015, um comportamento menos direcional face aos anos anteriores. Ainda assim, verificou-se uma melhor *performance* do prémio de risco italiano, que estreitou 38p.b., face a um alargamento marginal verificado no caso do *spread* de Espanha, em 7p.b.. Apesar do registo de crescimento mais forte evidenciado pela economia espanhola, o risco associado ao resultado das eleições legislativas, de dezembro, e o crescente otimismo quanto à tração económica em Itália, em função das surpresas positivas de indicadores avançados, justificaram tal comportamento relativo. No caso de Portugal, os *spreads* registaram maiores níveis de volatilidade, dado o forte estreitamento verificado no início do ano, em função do programa de compra de ativos do BCE,



o posterior alargamento em função da instabilidade política grega e, mais recentemente, a incerteza decorrente das eleições legislativas de outubro. No entanto, no ano, o *spread* das obrigações do tesouro a 10 anos estreitou 26p.b., para 189p.b. (ver Fig. 14).

### 1.3.4 Crédito

Em 2015, os mercados de crédito, a nível global evidenciaram *performances* abaixo do verificado nos anos anteriores. No caso das emissões em Euros de melhor qualidade creditícia (IG), que perante a ação do BCE existia a expectativa da sua condição de atratividade ser

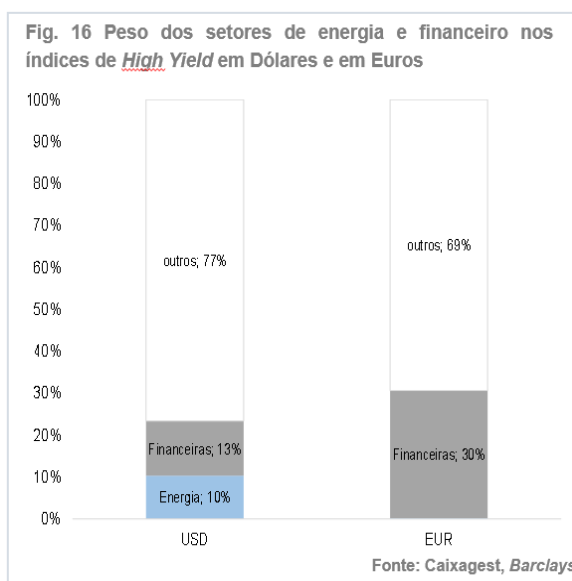


reforçada, acabou por se registar o maior alargamento relativo de *spreads*, evoluindo de 0,90% para 1,34% ao longo do ano, o que comparou com o melhor comportamento relativo do segmento de *HY* em Euros, com um alargamento de 71p.b. para 458p.b.. Paralelamente, no que respeita às emissões em *USD*, os *spreads* de *IG* e de *HY* alargaram 30p.b. e 177p.b. para 1,55% e 6,60%, respetivamente. (ver Fig. 15).

A divergência atual de *spreads*, entre os mercados de emissões em Dólares e Euros,

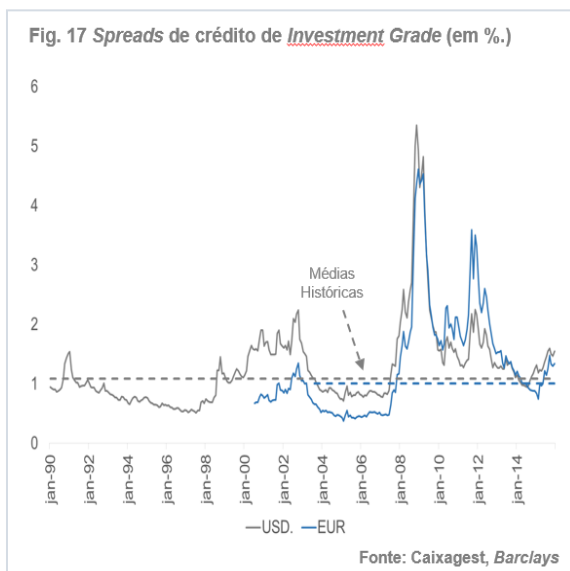
resulta do ciclo de crédito americano estar num estado mais maduro face ao europeu e que se tem traduzido num aumento mais significativo dos níveis de alavancagem corporativa. No que respeita ao caso específico do segmento de *HY*, por ter uma maior exposição relativa aos setores de energia e de recursos básicos, refletiu o impacto da forte depreciação do preço do petróleo verificada a partir da segunda metade de 2014 (ver Fig. 16).

A evolução dos *spreads* de emissões em Euros, ao longo de 2015, deu-se em três fases (ver Fig. 15). (i) No início do ano, em resultado da antecipação do programa de compra de ativos por parte do BCE, as taxas de juros obrigações de melhor qualidade de risco de crédito em Euros caíram (tal como os respetivos *spreads*) para níveis próximos de 0,40%. Estes níveis historicamente baixos



traduziram-se numa redução da atratividade da classe, no momento em que as empresas aproveitaram para acelerar a colocação de novas emissões em mercado de capitais. (ii) No entanto, entre junho e julho, em resultado do ressurgimento do risco político e económico na

Grécia, verificou-se uma tendência de alargamento. (iii) Posteriormente, durante o Verão, em resultado das crescentes preocupações com o abrandamento chinês e o contágio à economia



global, bem como as questões específicas no setor automóvel relacionadas com a *Volkswagen*, e no sector de recursos básicos, associadas aos emitentes *Glencore* e *Anglo American*, verificou-se uma nova vaga de aumento significativo dos prémios de risco.

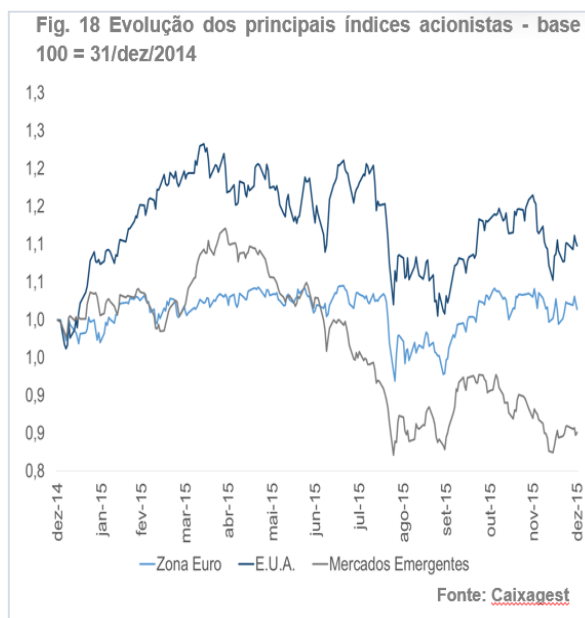
Em função do comportamento anteriormente descrito, os *spreads* de crédito, tanto em Dólares como em Euros, atingiram níveis acima das suas médias históricas de longo prazo (ver Fig. 17), o que poderá ser uma indicação de valor relativo para a classe,

numa ótica de excesso de rendibilidade adicional face aos ativos de menor risco e num contexto de taxas de juro ainda historicamente baixas.

### 1.3.5 Ações

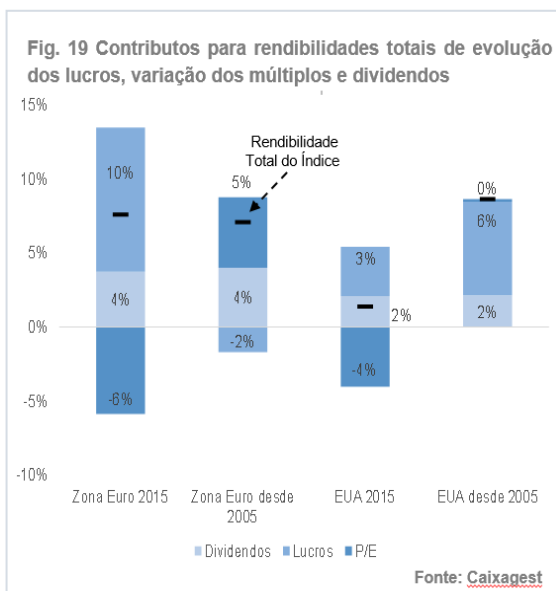
Os mercados acionistas globais terminaram as últimas semanas de 2015 a registarem perdas, com as ações americanas, europeias e de mercados emergentes (em Euros) a perderem 2%, 5% e 5%, respetivamente, no mês de dezembro. No ano, os mercados dos EUA e europeu registaram rendibilidades acumuladas positivas, de 1% e 7%, enquanto que o bloco emergente (em Euros) evidenciou uma queda de 5% (ver Fig. 18).

Posteriormente à Grande Crise Financeira, e após vários anos de fortes rendibilidades associadas a um regime de baixa volatilidade, em 2015, as *performances* do mercado de ações foram menos positivas, em reflexo da deterioração das matérias-primas e da valorização do Dólar. Este

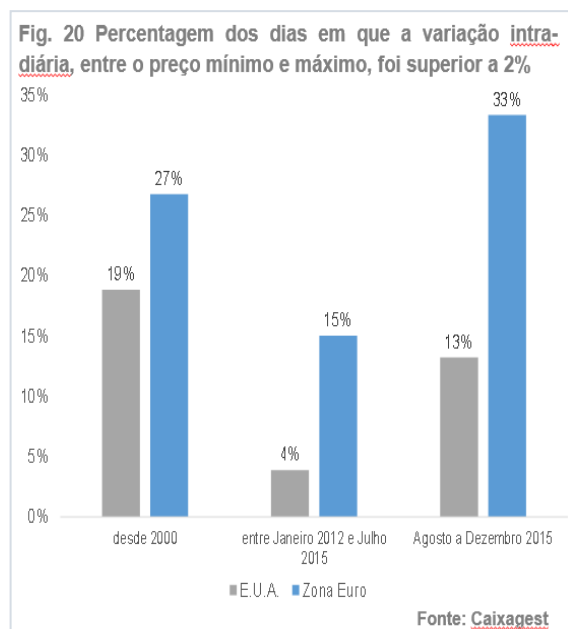


comportamento dos mercados compara com o dos últimos 5 anos, onde o índice de países desenvolvidos registou uma rendibilidade média anual de 12%, muito acima da respetiva média de longo prazo, destacando-se a *performance* do índice *S&P 500*.

Num enquadramento económico conjuntural positivo, de implementação de medidas monetárias expansionistas e de depreciação cambial, os mercados da Zona Euro chegaram a evidenciar valorizações significativas, com o índice *MSCI Euro* a registar uma variação percentual positiva superior a 20%, em abril, tendo terminado o ano de 2015 com uma rentabilidade anual de 9%. Já no caso dos índices americanos, o contexto mais avançado ao nível do ciclo macro, a subida de taxas de juro e a queda dos lucros das empresas, em especial do setor de energia, contribuíram para a menor *performance* relativa verificada desde 2008. Por sua vez, em reflexo da deterioração dos preços das matérias-primas, dos riscos associados à aproximação da subida de taxas de juro nos EUA e do fraco crescimento global, especialmente em função do abrandamento da China, 2015 constituiu o terceiro ano consecutivo de desvalorização dos mercados emergentes.



Numa conjuntura de crescimento fraco de lucros, espera-se que as empresas da Zona Euro tenham registado um crescimento superior ao dos EUA, 10% vs. 3%, em 2015. Assim, dever-se-á verificar uma contração de múltiplos nas duas geografias, com a rentabilidade a ser gerada pelo crescimento dos lucros e pela distribuição de dividendos (ver Fig. 19 e Tema 2).



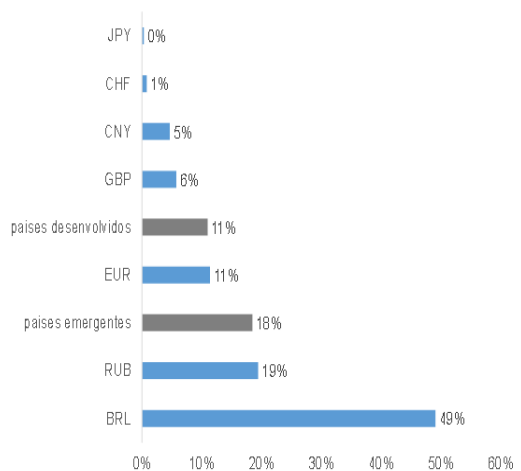
a referida percentagem a convergir para a média de longo prazo (ver Fig. 20). O período de menor volatilidade coincidiu com a recente fase de políticas monetárias expansionistas. O início da subida de taxas pela *Fed*, a divergência atual de políticas monetárias e as incertezas na China poderão contribuir para dissipar o recente regime de volatilidades baixas.



### 1.3.6 Cambial

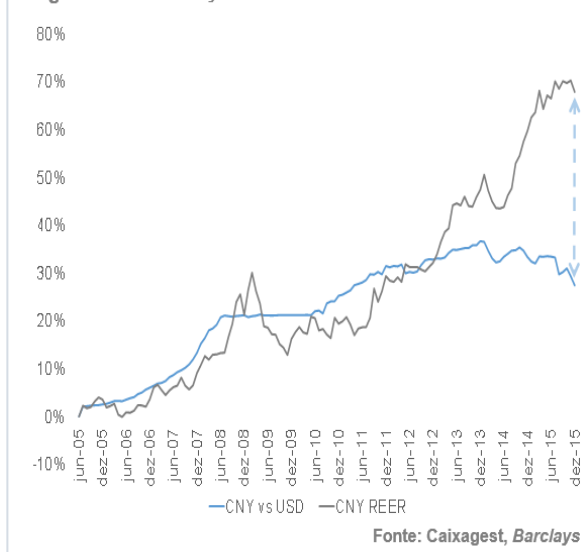
2015 marcou o início da liderança, por parte da *Fed*, na reversão das políticas monetárias expansionistas globais, mas com os mercados a incorporarem que o BCE não decreta subidas de taxas num horizonte temporal de 2 anos. Consequentemente, a divergência entre a orientação de políticas monetárias deverá perdurar ao longo de 2016. Neste enquadramento o Dólar evidenciou a melhor *performance* ao longo de 2015, atingindo uma valorização relativa face ao Euro, de 11%, e às moedas de mercados emergentes, de 18% (ver Fig. 21).

Fig. 21 Taxas de variação de cambial relativamente ao dólar em 2015



Os crescentes receios com o contexto económico da China, e os seus impactos no complexo de economias emergentes, em especial nos países exportadores de matérias-primas, colocaram pressão sobre as respetivas moedas. A valorização do Dólar relativamente ao Rublo e ao Real em 2015, de 19% e 49%, respetivamente, espelharam tal dinâmica.

Fig. 22 Yuan - Variação da taxa de câmbio real efetiva



As autoridades chinesas reviram, durante o ano, a sua política de câmbio estável relativamente ao Dólar, o que constituiu uma pressão adicional nas moedas de mercados emergentes. No entanto, a desvalorização do *Yuan* ocorreu após muitas das economias emergentes já terem registado depreciações das respetivas moedas. No entanto, quando considerada a taxa de câmbio real efetiva (ver Fig. 22), ajustada pela inflação, o *Yuan* tem vindo a apreciar-se em resultado da sua política de câmbio face ao Dólar e da tendência

recente de valorização desta última moeda. Paralelamente, o objetivo de quebrar a indexação ao Dólar poderá estar associado ao momento em que a *Fed* iniciou o ciclo de subida de taxas.

### 1.3.7 Matérias-Primas

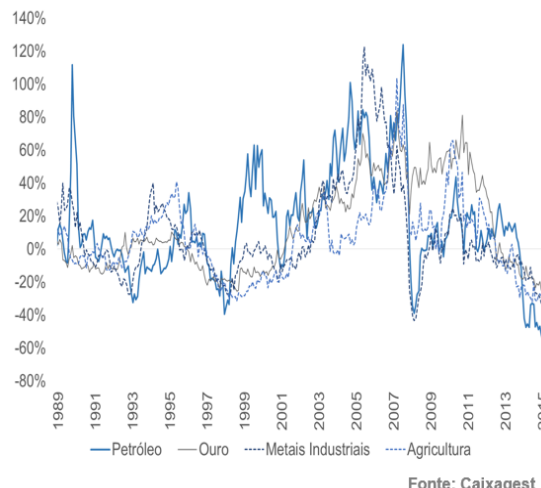
O preço das matérias-primas continuou a tendência de deterioração desde o início de 2011 em resultado do abrandamento da procura, em especial da China, da aceleração da oferta e da valorização do Dólar. As matérias-primas aceleraram a sua tendência de deterioração ao longo

de 2015, com a queda dos preços do petróleo e dos metais industriais a atingir 30% e 25%, respetivamente. Do mesmo modo, o ouro registou uma depreciação de 10% e o segmento de agricultura desvalorizou-se em 17%.

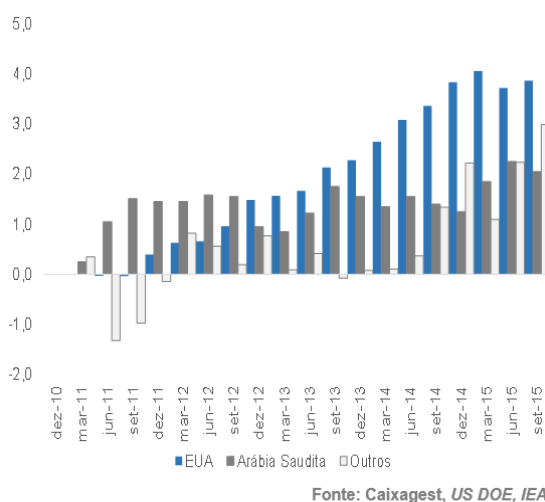
Após o recente movimento de correção, os níveis atuais em termos de dispersão relativa face a preços médios dos últimos 5 anos, estão em níveis extremados, sendo este diferencial semelhante, ou em alguns casos superior, em relação a movimentos de queda de preços ocorridos durante crises económicas anteriores (ver Fig. 23). O petróleo evidencia o registo, mais extremo, de 57% abaixo do seu preço médio nos últimos 5 anos.

No que concerne ao petróleo, a produção americana em níveis relativamente elevados, conjugada com os níveis de produção da OPEP, liderada pelos aumentos da Arábia Saudita e do Iraque e pelo regresso do Irão aos mercados mundiais no primeiro trimestre de 2016, fazem com que não seja previsível uma redução da oferta, a curto prazo (ver Fig. 24).

**Fig. 23 Relação entre o preço das matérias-primas e a respetiva média rolante dos últimos 5 anos**



**Fig. 24 Variação da Produção de Petróleo da Arábia Saudita e dos EUA (milhões de barris / dia)**



Nos metais preciosos, o ouro registou uma rentabilidade negativa ao longo do ano. Este ativo é especialmente afetado pelas expectativas quanto à tendência futura de subida de taxas de juro e percecionado como uma boa classe de proteção para contextos económicos e de mercados extremos. Deste modo, a desvalorização verificada foi também função da redução de riscos significativos de inflação ou de deflação.

Por sua vez, a transição da China para uma economia mais baseada no setor de

serviços, e menos intensiva em investimento, conjugada com o excesso de capacidade instalada, resultou num abrandamento do investimento e numa maior pressão sobre os preços dos metais industriais que, em 2015, registaram desvalorizações significativas.

---

## **1.4 Temas de Investimento**

- Potencial contexto de rendibilidades de mercados de capitais mais baixas associadas a um regime de volatilidades mais elevadas, face ao verificado nos últimos anos;
- Divergência de ciclos económicos, de crédito e de políticas monetárias entre os EUA, numa fase avançada de expansão, e a Zona Euro em processo de recuperação;
- Inversão gradual da forte divergência verificada nos últimos anos, ao nível das tendências de evolução de margens e de resultados entre as empresas americanas e europeias, através da recuperação relativa das métricas destas últimas;
- Taxas de juro de mercado dos principais blocos desenvolvidos, em níveis historicamente reduzidos, poderão inverter a trajetória de descida recente, com o início de subida de taxas diretoras nos EUA e a evidência de tração económica na Zona Euro;
- Com o objetivo explícito, por parte do BCE, de impulso de crescimento nominal, aumenta a probabilidade das expetativas de inflação, dos agentes económicos e de mercado, ajustarem para níveis superiores aos atuais historicamente baixos.

## **1.5 Perspetivas**

O enquadramento global caracteriza-se por: (i) um nível de crescimento económico nominal moderado, associado a uma convergência (negativa) do ritmo, historicamente mais elevado, do complexo de países emergentes para os níveis verificados no bloco desenvolvido e a divergências cíclicas neste último, com os EUA a liderarem uma fase de expansão plurianual; (ii) níveis de política monetária extremamente acomodaticias no bloco desenvolvido, com as autoridades monetárias da Zona Euro e do Japão ainda em processo de expansão dos seus balanços dado o contexto de inflação baixa; (iii) níveis de taxas de juro de mercado historicamente baixas que incentivam, a nível macro, o consumo e, em termos de mercado de capitais, a continuação da procura por investimentos de maior retorno relativo potencial. Estes macro fatores traduzem um ambiente em que, apesar das rendibilidades de mercados se perspectivarem inferiores aos fortes registos dos últimos anos, emergem hipóteses de valor relativo entre as classes de risco, sobretudo de ações e obrigações de risco de crédito comparativamente aos ativos de menor risco, e entre áreas geográficas.

Em termos da classe de ações, apesar do valor relativo identificado, as diferentes métricas de valorização (múltiplos) tanto para o mercado americano como para o europeu, não traduzem propriamente um potencial historicamente significativo a partir dos níveis atuais. No que respeita ao mercado americano, o ciclo económico mais avançado, os níveis de taxa de desemprego próximos do equilíbrio não indutor de inflação, a evidência de algum crescimento dos salários e o início de subida de taxas diretoras retiram potencial para a continuação do aumento de margens operacionais e do crescimento de resultados. Adicionalmente, aumentam

---

os riscos de desapontamento, face ao otimismo do consenso de analistas, que continua a traduzir níveis máximos de margens e de lucros a serem atingidos nos próximos anos. Por sua vez, no contexto europeu, a continuação dos indicadores económicos avançados em tendência positiva, as perspetivas de continuação da política monetária expansionista, por parte do BCE, e a depreciação cambial verificada suportam a recuperação económica e das margens e dos lucros das empresas. Por outro lado, e em contraposição ao consenso americano, as expetativas dos analistas para a evolução dos resultados das empresas europeias traduzem lucros ainda inferiores aos máximos verificados no último ciclo de 2003-2007. Deste modo, perspetiva-se um maior potencial de valorização do mercado acionista da Zona Euro face ao americano.

No universo de obrigações do tesouro, os níveis de *yields* atuais historicamente baixos, o início de subida de taxas nos EUA, o potencial impacto menos positivo na curva de *treasuries* e os possíveis efeitos de contágio a outros mercados desenvolvidos, tornam a classe globalmente menos atrativa. Nos EUA, e na ausência de um choque de sobreaquecimento económico, o processo mais gradual de subida das *Fed Funds*, em relação aos ciclos anteriores, deverá ser acompanhado por uma redução da inclinação da curva de rendimentos, com as *yields* de prazos mais curtos a subirem mais do que os de maturidades mais longas. No caso europeu, e apesar das medidas de *quantitative easing* em curso bem como a possibilidade de futuras calibrações, as expetativas de crescimento mais benignas, o potencial efeito de contágio de subida de *yields* americanas e os atuais níveis negativos de taxas reais retiram também valor relativo à classe. Paralelamente, e após a trajetória de forte estreitamento evidenciada nos últimos anos, os níveis atuais dos *spreads* (prémios de risco) de soberanos europeus se por um lado poderão beneficiar da procura por ativos de *yield* mais elevada, por outro os riscos idiossincráticos (económicos e políticos) ainda vigentes retiram potencial de compressão adicional significativa. Deste modo, perspetiva-se uma evolução sem grande tendência ao nível dos referidos *spreads*.

O prémio de risco de inflação de médio prazo, implícito no mercado de obrigações da Zona Euro, encontra-se em níveis reduzidos, incorporando uma continuação da tendência de descida do preço do petróleo e de consequentes pressões desinflacionistas. No atual enquadramento, verifica-se um potencial de aumento do referido prémio, tendo em conta o objetivo explícito do BCE de impulso do crescimento nominal da economia, mantendo as taxas reais em níveis baixos e propiciando o aumento das expetativas de inflação, através do referido programa de compra de ativos em curso. Deste modo, perspetiva-se uma melhor *performance* relativa de obrigações do tesouro indexadas à inflação, mesmo num enquadramento de estabilização dos preços do petróleo.

Na classe de obrigações de risco de crédito europeu, a componente de *spreads* continua a oferecer algum potencial de rentabilidade atrativa face ao instrumento de menor risco. Por outro lado, poder-se-á verificar alguma tendência de estreitamento, a curto prazo, após os alargamentos ocorridos na segunda metade de 2015. Dados os níveis de *spreads* atuais, o contexto de crescimento económico moderado para a Zona Euro, a política monetária

---

expansionista e os níveis de alavancagem ainda historicamente reduzidos continuam a constituir fatores de suporte para este mercado, apesar dos riscos associados à aceleração do endividamento no universo de empresas americanas e o padrão de menor liquidez que atualmente caracteriza os mercados de obrigações. Deste modo, o referido enquadramento deverá ser propício à continuação de uma exposição a *spreads* de crédito de maior maturidade (duração), ou seja a *spreads* da classe de obrigações de taxa fixa, com imunização do risco de taxa de juro, por contrapartida de uma menor alocação à classe de taxa indexada.



## 1.6 Tabelas

Performance de Mercados		1 Mês	3 Meses	6 Meses	2015	12 Meses
<b>Monetário</b>		Variação (p.b.)				
Euribor	Nível (%)					
3 Meses	-0,13%	-2	-9	-12	-21	-21
6 Meses	-0,04%	0	-7	-9	-21	-21
12 Meses	0,06%	1	-8	-10	-27	-27
<b>Governos</b>		Variação (p.b.)				
Yields a 2 Anos	Nível (%)					
Alemanha	-0,35%	7	-9	-12	-25	-25
EUA	1,05%	12	42	41	38	38
Yields a 10 Anos						
Alemanha	0,63%	16	4	-14	9	9
EUA	2,27%	6	23	-8	10	10
Spreads a 10 Anos	Nível (p.b.)					
Itália	97	2	-17	-60	-38	-38
Espanha	114	9	-16	-39	7	7
Portugal	189	4	8	-35	-26	-26
Grécia	766	62	-4	-700	-155	-155
<b>Crédito</b>		Variação (p.b.)				
Spreads	Nível (p.b.)					
EUA IG	155	8	-5	18	30	30
Euro IG	134	4	-14	13	47	47
EUA HY	660	58	30	184	177	177
Europa HY	458	41	-20	58	71	71
<b>Ações</b>		Variação (%)				
	Índice					
M. Desenvolvidos - Euros	MSCI World	-4%	9%	-1%	11%	11%
M. Emergentes - Euros	MSCI EM	-5%	4%	-15%	-5%	-5%
EUA	S&P500	-2%	7%	0%	1%	1%
Japão	Nikkei	-3%	10%	-5%	11%	11%
Europa	MSCI Pan Euro	-5%	5%	-5%	7%	7%
Zona Euro	MSCI Euro	-6%	6%	-3%	9%	9%
Reino Unido	FTSE 100	-2%	4%	-3%	-1%	-1%
Alemanha	DAX	-6%	11%	-2%	10%	10%
França	CAC40	-6%	4%	-3%	12%	12%
Espanha	IBEX35	-8%	1%	-10%	-4%	-4%
Itália	FTSE MIB	-6%	1%	-4%	15%	15%
Portugal	PSI20	0%	6%	-3%	15%	15%
Grécia	ASE	0%	-3%	-20%	-22%	-22%
China	Hang Seng	4%	18%	-16%	12%	12%
Brasil	IBOVESPA	-4%	-4%	-18%	-13%	-13%
Rússia	MSCI RUSSIA	-3%	5%	2%	23%	23%
Índia	SENSEX	0%	0%	-5%	-4%	-4%
<b>Matérias-Primas</b>		Variação (%)				
	Nível					
Global		-9%	-17%	-33%	-33%	-33%
Petróleo	37,0 Crude Oil Future	-11%	-18%	-38%	-30%	-30%
Ouro	1.060 Gold Future	-1%	-5%	-10%	-10%	-10%
Agricultura		-1%	-4%	-16%	-17%	-17%
Metais Industriais		3%	-7%	-16%	-25%	-25%
<b>Moedas</b>		Variação (%)				
	Nível					
EUR/USD	1,0866	3%	-3%	-3%	-10%	-10%
GBP/EUR	1,3559	-5%	0%	-4%	5%	5%
EUR/CHF	1,0863	0%	0%	4%	-10%	-10%
USD/JPY	120,20	-2%	0%	-2%	0%	0%
EUR/JPY	130,61	0%	-2%	-4%	-10%	-10%
USD/CNY	6,4875	1%	2%	5%	5%	5%
USD/BRL	3,9608	2%	0%	27%	50%	50%
NOTA: DADOS A 31 DE DEZEMBRO DE 2015; AS RENDIBILIDADES OBTIDAS CONSTITUEM PERFORMANCES TOTAIS, EM MOEDA LOCAL OU DE REFERÊNCIA; A BASE PARA O CÁLCULO DE VARIAÇÃO DE YIELDS, SPREADS E PREÇOS DAS CLASSES DE GOVERNOS, CRÉDITO E MATÉRIAS-PRIMAS SÃO OS ÍNDICES JP MORGAN, BARCLAYS E S&P GSCI, RESPECTIVAMENTE.						

PIB Real Anual (% Crescimento Homólogo)					PIB Real Trimestral (% Crescimento Homólogo)				Índice de Preços do Consumidor (% Crescimento Homólogo)			
Estimativas Económicas												
	2014	2015	2016	2017	3T 15	4T 15	1T 16	2T 16	2014	2015	2016	2017
Bloco Desenvolvido												
EUA	2,4	2,5	2,5	2,4	2,1	2,1	2,4	2,6	1,6	0,1	1,7	2,2
Zona Euro	0,9	1,5	1,7	1,7	1,7	1,6	1,4	1,5	0,4	0,1	1,0	1,5
Reino Unido	2,6	2,4	2,3	2,2	2,4	2,1	2,3	2,3	1,5	0,1	1,2	1,9
Japão	0,2	0,6	1,1	0,7	-0,2	0,8	1,3	1,4	2,7	0,8	0,8	2,0
Austrália	2,7	2,3	2,6	3,0	2,3	2,5	2,4	2,7	2,5	1,5	2,3	2,5
Suíça	1,9	0,9	1,2	1,7	0,8	0,1	0,8	0,9	0,0	-1,1	-0,3	0,4
Suécia	1,9	3,2	2,8	2,7	3,3	3,3	3,5	3,1	-0,2	0,0	1,2	1,8
Bloco Emergente												
Brazil	0,1	-3,6	-2,5	1,0	-3,9	-4,5	-4,5	-3,0	6,3	9,0	7,0	5,5
Rússia	0,5	-3,8	-0,5	1,3	-4,3	-4,0	-2,2	-0,7	7,8	15,5	8,0	6,5
Índia	4,7	7,4	7,4	7,7	7,3	7,4	7,7	7,9	7,2	6,2	5,0	5,4
China	7,4	6,9	6,5	6,3	6,8	6,9	6,7	6,6	2,0	1,5	1,7	2,0
África do Sul	1,4	1,3	1,4	2,0	1,3	0,5	0,5	1,2	6,1	4,6	5,9	5,8
Túrcia	3,0	3,3	3,0	3,5	3,0	3,0	2,2	3,0	8,9	7,6	7,8	7,0
Polónia	3,3	3,5	3,5	3,5	3,4	3,5	3,4	3,5	0,0	-0,9	1,0	1,9
Bloco Europeu												
Alemanha	1,6	1,5	1,8	1,7	1,9	1,5	1,6	1,6	0,8	0,2	1,2	1,7
França	0,4	1,1	1,4	1,5	1,1	1,3	1,0	1,4	0,6	0,1	0,9	1,3
Espanha	1,3	3,1	2,7	2,2	3,4	3,4	3,2	2,7	-0,1	-0,6	0,8	1,5
Itália	-0,4	0,7	1,3	1,2	1,0	1,3	1,1	1,2	0,2	0,1	0,8	1,3
Portugal	0,9	1,5	1,5	1,6	1,7	1,4	1,3	1,2	-0,1	0,5	1,0	1,4

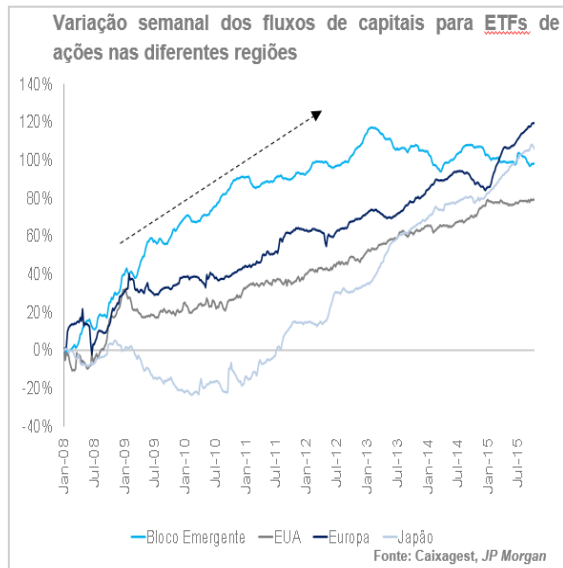
Dados Económicos						Bancos Cent						
	Região/País	Período	Último	Anterior	Próxima divulgação		Taxa de Referência	Taxa Atual (%)	Variação 12M (p.b.)	Última Alteração	Próxima Reunião	
						Bloco Desenvolvido						
PMI Indústria	EUA	Jan	48,2	48,6	2016/02/01	EUA	Fed Funds	0,50	25	dez-08	2016/01/27	
	>50 = "expansão" económica	Zona Euro	Jan	53,2	52,8	2016/01/22	Zona Euro *	Refi Rate	0,05	0	set-14	2016/01/21
	<50 = "contração" económica	Japão	Jan	52,6	52,6	2016/01/22	Reino Unido	Bank Rate	0,50	0	mar-09	2016/01/14
		China	Jan	49,7	49,6	2016/02/01	Japão	O/N call rate	0,08	0	out-10	2015/12/18
		Brasil	Jan	45,6	43,8	2016/02/01	Austrália	Cash Target Rate	2,00	-50	mai-15	2016/02/02
PMI Serviços	EUA	Jan	55,3	55,9	2016/02/03	Suíça	Rate on Sight Deposit	-0,75	-50	jan-15	2016/03/17	
	>50 = "expansão" económica	Zona Euro	Jan	54,2	54,2	2016/01/22	Suécia	Repo Rate	-0,35	-35	jul-15	2016/02/11
	<50 = "contração" económica	Japão	Jan	51,5	51,6	2016/02/03	Bloco Emergente					
		China	Jan	54,4	53,6	2016/02/01	Brazil	Selic O/N	14,25	200	jul-15	2016/01/20
		Brasil	Jan	43,5	45,5	2016/02/03	Rússia	Key Pol Rate	11,00	-400	jun-15	2016/01/29
Produção Industrial	EUA	Dec	-1,2	0,3	2016/01/15	Índia	Repo Rate	6,75	-125	set-15	2016/02/02	
	Variação homóloga anual (%)	Zona Euro	Nov	1,9	1,3	2016/01/13	China	1-yr working	4,35	-125	out-15	-
		Japão	Nov	1,6	-1,4	2016/01/18	África do Sul	Repo Rate	6,25	50	jul-15	2016/01/28
		China	Dec	6,2	5,6	2016/01/19	Túrcia	1-wk Repo	7,50	-25	fev-15	2016/01/19
		Brasil	Dec	-12,4	-11,1	2016/02/02	Polónia	Reference Rate	1,50	-50	mar-15	2016/01/14
Vendas a Retalho	EUA	Dec	1,4	1,7	2016/01/15	* a última variação do BCE incidiu sobre a taxa de depósitos e não sobre a taxa de referência						
	Variação homóloga anual (%)	Zona Euro	Dec	1,4	2,4	2016/02/03	Principais Eventos no Próximo Mês					
		Japão	Dec	-1,0	1,8	2016/01/27						
		China	Dec	11,2	11,0	2016/01/19						
		Brasil	Nov	-5,6	-6,3	2016/01/13						
Produto Interno Bruto	EUA	4Q	2,1	2,7	2016/01/29	2016-01-14 Reunião do Banco de Inglaterra						
	Variação homóloga anual (%)	Zona Euro	4Q	1,6	1,6	2016/02/12	2016-01-21 Reunião do Banco Central Europeu					
		Japão	4Q	1,6	0,7	2016/03/07	2016-01-27 Reunião da Reserva Federal Americana					
		China	3Q	6,9	7,0	2016/03/03						
		Brasil	4Q	-4,5	-3,0	2016/03/03						
Taxa de Desemprego	EUA	Dec	5,0	5,0	2016/02/05							
	Mensal (%)	Zona Euro	Dec	10,5	10,6	2016/02/02						
		Japão	Dec	3,3	3,1	2016/01/28						
		Brasil	Dec	7,5	7,9	2016/01/28						
Índice de Preços do Consumidor	EUA	Dec	0,5	0,2	2016/01/20							
	Variação homóloga anual (%)	Zona Euro	Dec	0,2	0,2	2016/01/21						
		Japão	Dec	0,3	0,3	2016/01/28						
		China	Dec	1,5	1,3	2016/01/09						
		Brasil	Dec	10,7	10,5	2016/02/05						

NOTA: AS ESTIMATIVAS ECONÓMICAS SÃO REFERENTES AO CONSENSO DE ANALISTAS; OS VALORES RELATIVOS A 2014 CONSTITUEM DADOS FINAIS JÁ DIVULGADOS; O PERÍODO DOS DADOS ECONÓMICOS ALUDE À RESPECTIVA DATA DE DIVULGAÇÃO E NÃO AO PERÍODO DE COMPILAÇÃO, QUE NA GENERALIDADE É REFERENTE AO MÊS ANTERIOR (COM EXCEÇÃO DO PRODUTO INTERNO BRUTO, EM QUE O PERÍODO DE DIVULGAÇÃO É COINCIDENTE COM O TRIMESTRE A QUE OS DADOS SE REFEREM).

## 1.7 Temas

### 1.7.1 Tema 1 – Mercados emergentes e subida de taxas diretoras nos EUA

Desde a crise financeira de 2008 que os bancos centrais dos países desenvolvidos, nomeadamente a Fed, o BoJ e, mais recentemente, o BCE, mantiveram políticas monetárias com taxas de juro a zero ou negativas e fortes injeções de liquidez no sistema financeiro.

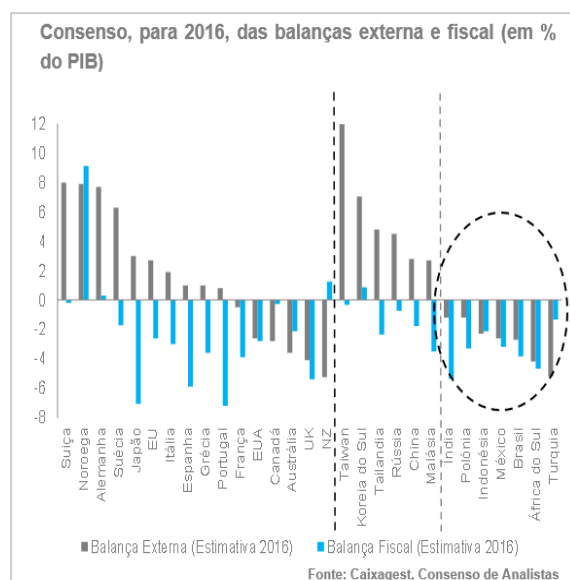


Os mercados emergentes, por via do diferencial das suas taxas de juro com as taxas dos países desenvolvidos e da abundância de liquidez existente no mercado, usufruíram de influxos de capitais externos significativos nas suas economias. A procura pelos seus ativos financeiros e os baixos custos de financiamento, geraram incentivos para o endividamento das economias emergentes, tanto dos governos como das empresas e dos particulares.

Com o fim deste tipo de política monetária nos EUA, em dezembro último, os custos do serviço da dívida acumulada naquelas regiões têm tendência a aumentar, possivelmente exacerbados com o regresso do capital para remunerações a taxas mais normalizadas nos EUA.

Os países particularmente expostos a estes riscos são aqueles que dependem de financiamento externo para os seus défices internos, como é o caso do Brasil, África do Sul, Indonésia e México, entre outros. Para os países cuja dívida foi emitida em Dólares também subsiste o problema das suas moedas locais se desvalorizarem face a uma moeda americana mais forte, no caso da Fed ser mais rápida do que o esperado no seu trajeto de normalização de taxas.

Após o anúncio da subida de taxas nos EUA, os bancos centrais do México, Colômbia, Peru, Chile, UAE, Kuwait e Hong Kong anunciaram também subidas de taxas. Espera-se que estes países possam continuar o ciclo de subidas e que África do Sul e Turquia implementem o mesmo tipo de decisão. No entanto, com o BCE, BoJ e PBoC a continuarem a conduzir políticas monetárias expansionistas, o impacto desta divergência com os EUA nas moedas locais e na balança comercial dos países emergentes será um tema a monitorizar no decorrer de 2016.



## 1.7.2 Tema 2 – Ciclo de resultados americano e europeu

Tendo em consideração os últimos dois ciclos de lucros, é possível inferir que as empresas europeias manifestam uma componente cíclica mais pronunciada dos seus resultados face às

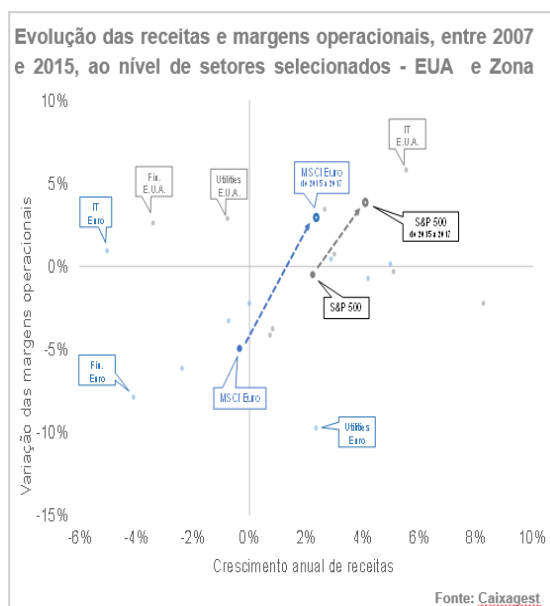
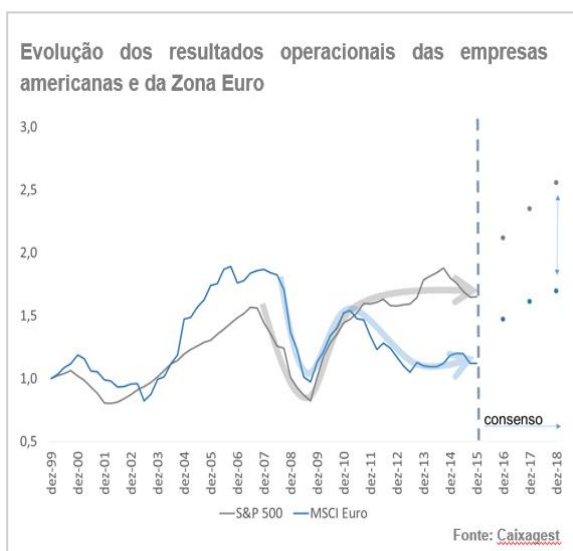
compráveis americanas. Este facto poderá ser reflexo do maior nível agregado de alavancagem, bem como do maior peso de setores atualmente poucos cíclicos, como tecnologia e farmacêuticas, no índice americano.

No ciclo atual, em resultado da queda de receitas e da deterioração das margens, os lucros das empresas da Zona euro estão ainda 52% abaixo dos máximos registados em 2006, o que compara com lucros em 30% acima dos máximos por parte das empresas americanas. Desde então, as

receitas das empresas da Zona euro caíram em média 0,5% ao ano, enquanto que a mesma métrica para as empresas americanas cresceu em média 2,2%. Adicionalmente, as margens das empresas da Zona Euro contraíram, entre 2007 e 2015, aproximadamente 5 pontos percentuais (p.p.), o que compara com uma relativa estabilidade das margens operacionais das empresas do S&P 500.

Em termos setoriais, a deterioração dos resultados das empresas na Zona Euro, relativamente aos EUA, foi especialmente em resultado de quedas das margens operacionais dos setores de financeiras e de *utilities*. Por outro lado, os lucros das empresas americanas do setor tecnológico cresceram 120%, entre 2007 e 2015, em resultado não só do incremento médio anual das receitas, de 6%, mas também do crescimento das margens operacionais em 6p.p..

O consenso dos analistas, tem implícito uma perspetiva mais otimista para a dinâmica de receitas e margens ao longo dos próximos anos, para o universo de empresas americanas, incorporando a prevalência da uma melhor dinâmica operacional relativamente à das empresas europeias. Os analistas esperam que os resultados operacionais das empresas dos EUA possam atingir, ao longos dos próximos dois anos, novos máximos, em resultado de anual



---

crescimento de receitas, em 4%, e uma expansão de margens, em 4p.p.. Estas estimativas, por sua vez, comparam com um crescimento médio anual esperado de receitas, em 2,4%, e de margens operacionais, em 3 p.p., para as empresas do índice de referência da Zona Euro.



---

## 2. ENQUADRAMENTO DOS FUNDOS DE PENSÕES

A Norma 8/2009-R de 4 de junho do ISP vem regulamentar os “Mecanismos de Governação no âmbito dos fundos de pensões no que respeita à gestão de riscos e controlo interno”.

Assim, a CGD Pensões, no âmbito da sua função de gestão concluiu, no último trimestre de 2012, o trabalho conjunto com a Direção de Gestão de Risco (DGR), do controlo, avaliação e monitorização das medidas definidas pela medição dos seguintes riscos:

- Risco de mercado;
- Risco de crédito;
- Risco de concentração;
- Risco de liquidez:
  - Nos fundos de pensões fechados são tidas em linha de conta as necessidades de se assegurarem os *cash-flows* dos passivos bem como as pensões que já se encontram em pagamento;
  - Nos fundos de pensões abertos é tida em linha de conta a estrutura etária dos Participantes, o histórico de transferências entre fundos ou para outros fundos e o histórico de reembolsos.

Ao nível da Caixa Gestão de Ativos houve necessidade de rever a política de gestão de risco, decorrente da transposição da diretiva dos investimentos alternativos. Nesse sentido, conforme deliberação da Comissão Executiva de 21 de dezembro de 2015 foi criada uma Função Transversal de Supervisão e Gestão de Risco.

O risco operacional é já tratado e monitorizado no âmbito do processo ROCI da CGD, transversal a todo o Grupo e o risco de investimento é controlado através do cálculo periódico da margem da solvência da CGD Pensões.

O Plano de Continuidade de Negócio (PCN) é assegurado transversalmente a todo o Grupo pela CGD encontrando-se implementado e com testes regulares levados a cabo ao longo do ano.

A auditoria interna foi subcontratada em 2012 à CGD, mediante celebração de contrato específico sendo assegurada pela respetiva direção da Caixa Geral de Depósitos.

---

## 3. CARTEIRA DO FUNDO DE PENSÕES ABERTO CAIXA REFORMA GARANTIDA 2022

### 3.1. Comentário à gestão e indicadores de evolução e performance

Durante o ano de 2015, a carteira do Fundo continuou a ser constituída por títulos representativos de dívida, situação que se prolongará até 21 de março de 2022, por forma a assegurar nessa data o capital (5 euros por unidade de participação) e rendimento mínimo estabelecido no seu Regulamento de Gestão.

O rendimento mínimo será dado pela incidência de uma taxa de 30%, acrescida de 50% da melhor valorização positiva do índice *DJ Eurostoxx 50* registada entre 19 de março de cada ano (ou, caso não haja observação nessa data, na data imediatamente posterior em que exista observação), sobre uma base de 5 euros por unidade de participação.

A cotação da unidade de participação do Fundo sofreu algumas oscilações ao longo do ano, influenciada pelo mercado de taxa de juro, tendo registado, em 31/12/2015, o valor de 6.4244 euros. O Fundo obteve uma rentabilidade de 1.03%<sup>1</sup> em 2015. No final do ano em análise, o valor da carteira do Fundo era de EUR 14.681.927,73, representada por 2.260.704,5562 unidades de participação.

<sup>1</sup> Rendibilidade não líquida de comissão de subscrição e de reembolso, as quais para o período de referência e para Adesões Individuais são as seguintes:

Comissão de subscrição:

- contribuições efetuadas em 19/03/2007: 0%;
- contribuições efetuadas após 19/03/2007: 10%

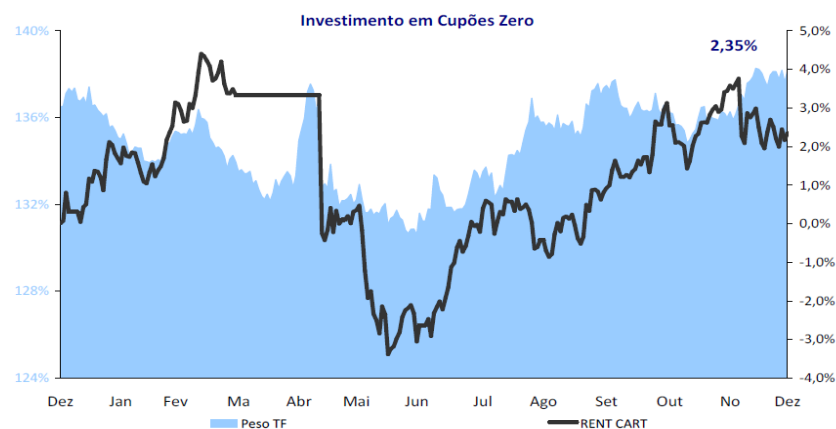
Comissão de reembolso:

- por morte do participante: 0%
- reembolsos (restantes motivos) efetuados até 21/03/2022: 1%
- reembolsos (restantes motivos) após 21/03/2022: 1,5% para adesões inferiores a 1 ano; 1% para adesões inferiores a 2 anos a contar da data da primeira entrega; 0% para adesões iguais ou superiores a 2 anos a contar da data da primeira entrega

As rendibilidades representam dados passados, não constituindo garantia de rendibilidade futura, porque o valor do investimento pode aumentar ou diminuir em função do nível de risco que varia entre 1 (risco baixo) e 6 (risco muito alto). Os valores das unidades de participação variam de acordo com a evolução do valor dos ativos que constituem o património do fundo. As rendibilidades apresentadas são valores brutos de comissões e de reembolso. A rendibilidade depende do regime de tributação de rendimentos e de eventuais benefícios fiscais.

## Fundo Pensões Aberto Caixa Reforma Garantida 2022

31-dez-15

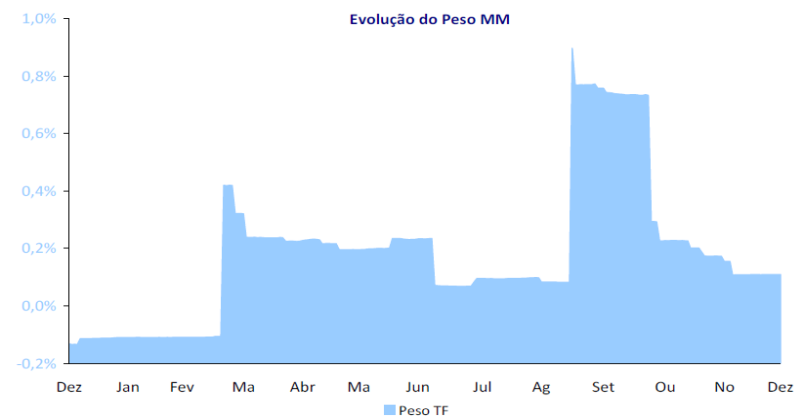


Composição da carteira	30-set-15	31-dez-15
Cupões Zero	138,038%	138,968%
Mercado Monetário	-38,038%	-38,968%
Valores a Regulariza (VF)	-38,394%	-38,485%
Liquidez	0,356%	-0,482%
	100,000%	100,000%

Performance	TRIM	YTD
Carteira Total	1,38%	1,03%
Carteira de Cupões Zero		
Contributo Absoluto	1,41%	2,35%
Carteira de Cupões Zero + Opção		
Contributo Absoluto	1,58%	1,62%
Contributo Relativo	1,57%	1,63%

Valor da Carteira **14.678.360** (euros)

Opção : Esta opção está repartida em 50% para cobertura dos cupões zero e 50% na valorização de um cabaz do Eurostoxx



Direcção Gestão de Risco

## **3.2. Política de Investimento**

### **Introdução**

O presente Anexo tem por objetivo estabelecer um conjunto de diretrizes e princípios orientadores, com base nos quais a Entidade Gestora deverá conduzir e controlar a gestão do Fundo de Pensões Aberto “Caixa Reforma Garantida 2022” (adiante apenas designado por Fundo).

### **Estratégia de Investimento e Perfil do Investidor Objetivo**

O Fundo caracteriza-se, durante a Fase I adiante referida, por uma gestão que pretende assegurar a garantia de capital e rendimento mínimo estabelecida no Art.º 11.º do Regulamento de Gestão de que a presente política de investimento constitui o Anexo I e, durante a Fase II adiante referida, por uma gestão conservadora. Destina-se, assim, a investidores avessos à volatilidade dos mercados financeiros que procuram a construção de complementos de reforma e cuja data de reforma previsível seja igual ou posterior a 21 de março de 2022.

### **Benchmarks e Limites de Investimento**

Considerando que o Fundo apresenta, na data de 21 de março de 2022, garantia do capital nele investido na data da sua constituição e uma remuneração mínima desse mesmo capital, conforme estipulado no ponto 1 do Artigo 11.º do Regulamento de Gestão do Fundo, deixando depois de 21 de março de 2022 de oferecer qualquer garantia de capital, a política de investimento será distinta nessas duas fases da sua existência, na medida em que durante a primeira fase a gestão será realizada de forma a poder cumprir a referida garantia de capital e de rendimento mínimo.

#### **FASE I – Desde a Constituição do Fundo Até ao dia 21 de março de 2022**

O património do Fundo será constituído por títulos representativos de dívida, de taxa fixa ou variável, emitidos por entidades públicas ou privadas de Estados-membros da União Europeia ou da OCDE.

Acessoriamente, com vista a conseguir uma gestão eficiente da liquidez, o Fundo investirá em instrumentos do mercado monetário, nomeadamente vocacionados para a gestão de tesouraria, cujo prazo de vencimento seja inferior a 12 meses. Prevê-se que, em situações normais de mercado, a liquidez não exceda 5% do Fundo.

#### **FASE II – Após 21 de março de 2022**

É definido, para cada classe de ativos, o seguinte *benchmark* central e os seguintes intervalos de investimento:

Classes de Ativos	<b>Benchmark Central (%)</b>	<b>Intervalos Permitidos (%)</b>
Obrigações	<b>70</b>	<b>50 – 90</b>
Taxa Fixa (a)	20	0 – 40
Taxa Variável (b)	50	30 – 70
<b>Ações (c)</b>	<b>10</b>	<b>0 – 35</b>
<b>Imobiliário</b>	<b>15</b>	<b>0 – 25</b>
Investimento Direto (d)	5	0-25
Investimento Indireto (e)	10	0-25
<b>Investimentos Alternativos (e)</b>	<b>0</b>	<b>0-10</b>
<b>Liquidez (f)</b>	<b>5</b>	<b>0 – 25</b>
<b>Total</b>	<b>100</b>	<b>-</b>

Em que:

- (a) Inclui títulos representativos de dívida de taxa fixa emitidos por entidades públicas ou privadas e unidades de participação de fundos de investimento mobiliário cuja política de investimento seja constituída maioritariamente por obrigações de taxa fixa;
- (b) Inclui títulos representativos de dívida de taxa variável emitidos por entidades públicas ou privadas e unidades de participação de fundos de investimento mobiliário cuja política de investimento seja constituída maioritariamente por obrigações de taxa variável. O papel comercial é incluído nesta classe de ativos;
- (c) Inclui ações, *warrants* e obrigações convertíveis, bem como instrumentos que confirmam o direito à subscrição das mesmas ações tais como obrigações e unidades de participação em fundos de investimento mobiliário constituídos maioritariamente por essas ações;
- (d) Inclui aplicações em terrenos e edifícios, créditos decorrentes de empréstimos hipotecários e ações de Sociedades imobiliárias;
- (e) Inclui unidades de participação em fundos de investimento imobiliário, em fundos de fundos de investimento imobiliário ou em quaisquer outros organismos de investimento coletivo que invistam maioritariamente, de forma direta ou indireta, em ativos imobiliários;
- (f) Inclui aplicações, cujo objetivo é obter rendimentos positivos, estáveis e independentes das direcções dos mercados financeiros. Utilizam para atingir estes objetivos diferentes



---

estratégias de investimento (nomeadamente Fundos de *Hedge Funds*, Fundos de *Private Equity*, entre outros);

- (g) Inclui instrumentos do mercado monetário nomeadamente vocacionados para a gestão de tesouraria cujo prazo de vencimento residual é inferior a 12 meses. Ex: Depósitos à ordem, depósitos a prazo, certificados de depósito.

Os intervalos definidos para as aplicações do Fundo poderão ser incumpridos se essa violação for efetuada de forma passiva, designadamente por (des)valorização de ativos financeiros ou entradas e saídas de capital ou for justificada por uma elevada instabilidade dos mercados financeiros, devendo a mesma ser delimitada num período de tempo razoável.

## Restrições / Indicações

Para além das restrições impostas pela legislação em vigor a cada momento, a gestão da carteira do Fundo deverá ainda ter em consideração os seguintes pontos:

### Durante a FASE I

#### I. Instrumentos Derivados, Operações de Reporte e Empréstimo de Valores:

Para além dos valores mobiliários referidos na Fase I do Ponto 3. do presente Anexo, a carteira do Fundo incluirá um contrato de venda a prazo dos valores mobiliários em carteira para a data da garantia (21 de março de 2022), negociado com uma instituição de crédito ou com uma empresa de investimento habilitada para o efeito. A contraparte será uma entidade sediada na União Europeia ou na OCDE, sujeita a regime de supervisão prudencial e com *rating* igual ou superior a BBB ou equivalente.

O contrato de venda a prazo dos valores mobiliários em carteira destina-se a:

- assegurar, na data da garantia, o capital inicialmente investido pelos Participantes, adicionado de um rendimento mínimo de 30% e, ainda, a conferir uma participação, caso positiva, de 50% da melhor valorização acumulada, desde a data da constituição do Fundo e apurada no dia 19 de março de cada ano (ou, caso não haja observação nessa data, na data imediatamente posterior em que exista observação), do índice DJ *EuroStoxx 50*. Em virtude de tal exposição ao mercado acionista ser efetuada através desse contrato de venda a prazo, as ações incluídas no índice *DJ Eurostoxx 50* não integram o património do Fundo;
  - aproximar as diferentes maturidades dos valores mobiliários em carteira com a data da garantia do Fundo.
- II. A exposição a um único emitente de dívida pública não poderá exceder o limite de 20% do Fundo, com exceção dos casos em que o emitente tenha *rating* superior a A- ou equivalente, em que a exposição poderá exceder esse limite até um máximo de um terço do Fundo;

- 
- III. As obrigações adquiridas deverão ter um *rating* mínimo de *Investment Grade* ou equivalente;
- IV. Considerando as características da política de investimentos durante esta fase, a CGD Pensões salvaguardará, a todo o momento, uma prudente diversificação geográfica e setorial dos ativos do Fundo;
- V. O limite de exposição a valores mobiliários que não se encontrem admitidos à negociação em Bolsas de valores ou em outros mercados regulamentados é de 15% do valor global da carteira do Fundo, entendendo-se o conceito de mercados regulamentados, ao longo da presente política de investimentos, conforme o mesmo se encontra definido na legislação em vigor;
- VI. O conjunto das aplicações expressas em moedas que não o Euro, sem cobertura cambial, não pode representar mais que 30% do valor global da carteira do Fundo.

#### **Durante a FASE II**

##### **VII. Instrumentos Derivados:**

O Fundo poderá utilizar instrumentos financeiros derivados para cobertura do risco e para prossecução de outros objetivos de adequada gestão do seu património, nos termos e limites definidos na lei e nas normas regulamentares do ISP, bem como na presente política de investimentos.

As operações que envolvam instrumentos derivados poderão estar relacionadas com os seguintes riscos:

- Risco de taxa de juro - risco de variação da cotação das obrigações que compõem a carteira do Fundo, a qual depende da evolução das taxas de juro de curto e longo prazo. Assim, o Fundo está dependente das expectativas de crescimento económico, evolução das taxas de inflação e de condução da política monetária;
- Risco de crédito - risco de investir em obrigações com risco de crédito nomeadamente, risco de descida das cotações devido à degradação da qualidade de crédito do emitente dos ativos, risco associado à possibilidade de ocorrer incumprimento por parte dos emitentes dos ativos;
- Risco cambial - risco de investir em moeda estrangeira ou em ativos denominados em moeda estrangeira. A apreciação do euro face a essas moedas traduz-se numa perda de valor desses ativos;
- Risco de mercado - risco de variação da cotação das ações que compõem a carteira do Fundo, a qual depende do crescimento económico, da evolução dos mercados financeiros e da evolução das taxas de juro;
- Risco específico - risco de variação da cotação das ações que compõem a carteira do Fundo, a qual depende da evolução do negócio das empresas e do setor onde esta

---

está inserida. Esta evolução está associada à capacidade de gestão da empresa nas suas vertentes financeira, operacional e estratégica.

O Fundo poderá, designadamente, transaccionar contratos de futuros e opções sobre índices ou sobre valores mobiliários individuais, poderá realizar operações de permuta de taxas de juro e de taxas de câmbio (*swaps*), celebrar acordos de taxas de juro, câmbios a prazo (*FRA's* e *forwards*) e utilizar “*credit default swaps*”.

O Fundo utilizará instrumentos financeiros derivados que se encontrem admitidos à cotação em Bolsas de valores e mercados regulamentados.

O Fundo poderá ainda utilizar instrumentos derivados transaccionados fora de mercado regulamentado desde que as operações sejam efetuadas com uma instituição financeira que, cumulativamente, esteja legalmente autorizada para o efeito num Estado membro do Espaço Económico Europeu ou noutro país da OCDE e cujo *rating* seja qualitativamente igual ou superior a “BBB”/“Baa2”, conforme notações universalmente utilizadas, ou a outras classificações comprovadamente equivalentes.

A exposição resultante de instrumentos derivados, considerada conjuntamente com a exposição resultante dos ativos em carteira, terá que respeitar os limites de exposição estabelecidos no Ponto 3. do presente Anexo. Para efeitos da determinação da exposição, serão equiparados a derivados os ativos financeiros com produtos derivados incorporados, bem como de produtos estruturados com características idênticas.

Adicionalmente, no caso dos produtos derivados serem utilizados no âmbito de uma gestão agregada dos riscos afetos aos ativos ou responsabilidades do Fundo, o acréscimo da perda potencial máxima resultante da sua utilização não poderá exceder, a todo o momento, 20% da perda potencial máxima a que, sem a utilização desses produtos, a carteira do Fundo estaria exposta.

Pela utilização de instrumentos e produtos derivados o Fundo incorre, nomeadamente, no risco de aumento ou diminuição da exposição a um determinado ativo.

#### VIII. Operações de Reporte e Empréstimo de Valores:

Com o objetivo de incrementar a sua rentabilidade, o Fundo pode efetuar operações de reporte e de empréstimo, desde que estas sejam efetuadas com uma instituição financeira que, cumulativamente, esteja legalmente autorizada para o efeito num Estado membro do Espaço Económico Europeu ou noutro país da OCDE e cujo *rating* seja qualitativamente igual ou superior a “BBB”/“Baa2”, conforme notações universalmente utilizadas, ou a outras classificações comprovadamente equivalentes.

As operações de reporte e de empréstimo serão realizadas em Bolsas de valores e mercados regulamentados.

As garantias associadas às operações de reporte e de empréstimo de valores efetuadas por conta do Fundo, devem revestir a forma de:

- 
- (a) numerário;
  - (b) valores mobiliários emitidos ou garantidos por Estados membros da União Europeia, admitidos à negociação num mercado regulamentado de um Estado membro da União Europeia;
  - (c) instrumentos do mercado monetário, emitidos em conjuntos homogéneos, nomeadamente bilhetes do tesouro.

As operações de reporte e empréstimo não poderão comprometer os limites de alocação definidos para cada uma das classes de ativos a que respeitam e o valor de mercado dos ativos cedidos no conjunto dessas operações não poderá exceder, em qualquer momento, 40% do valor do património do Fundo.

IX. Investimento Obrigacionista

As obrigações adquiridas deverão ter um *rating* mínimo de *Investment Grade* ou equivalente. Poderá no entanto existir até ao limite de 5% da carteira total, o investimento em obrigações de *rating* inferior a *Investment Grade*.

X. Valores Não Admitidos em Mercados Regulamentados

O limite de exposição a valores mobiliários que não se encontrem admitidos à negociação em mercados regulamentados é de 15% do valor global da carteira do Fundo.

XI. Aplicações em Moeda Diferente do Euro

O conjunto das aplicações expressas em moedas que não o Euro, sem cobertura cambial, não pode representar mais que 30% do valor global da carteira do Fundo.

XII. Organismos de Investimento Coletivo Não Harmonizados

O Fundo de Pensões poderá investir em organismos de investimento coletivo não harmonizados dentro dos seguintes limites:

- (a) As aplicações em organismos de investimento coletivo em valores mobiliários de índices não harmonizados, que não façam uso do efeito de alavancagem, não poderão ultrapassar 30% do valor global do Fundo;
- (b) As aplicações em organismos de investimento coletivo não harmonizados que se enquadrem no âmbito da alínea e) do n.º 1 do artigo 19.º da Diretiva n.º 85/611/CEE, de 20 de dezembro, alterada pela Diretiva n.º 2001/108/CE, de 21 de janeiro de 2002, não poderão representar mais que 30% do valor global do Fundo;
- (c) As aplicações em outros organismos de investimento coletivo não harmonizados não poderão ultrapassar 10% do Fundo.

As estratégias de investimento prosseguidas por estes organismos enquadram-se nas categorias de *Trading* Direcional, Valor Relativo (*Arbitragem*), *Equity Long/Short*, e Crédito. Os tipos de ativos com os quais estas estratégias são implementadas incluem ações, obrigações, moedas, taxas de juro e matérias-primas, bem como ativos

---

derivados com subjacentes destes tipos. Estes organismos podem também ter uma filosofia de gestão multi-estratégia e investir em outros organismos de investimento coletivo não harmonizados. Sendo organismos de investimento coletivo não harmonizados, não estão sujeitos aos mesmos limites prudenciais a que estão sujeitos os organismos de investimento coletivo harmonizados e, nessa medida, poderão apresentar um nível de risco mais elevado.

### XIII. Diversificação e Dispersão do Investimento

O investimento do Fundo deverá respeitar os seguintes limites de diversificação e dispersão prudenciais:

- (a) O investimento numa mesma Sociedade não pode representar mais do que 10% do valor do património do Fundo, sendo o limite de 5% quando se tratar de investimento em Associados do Fundo ou em Sociedades que se encontrem em relação de domínio ou de grupo com esses Associados;
- (b) O investimento no conjunto das Sociedades que se encontrem entre si ou com a Entidade Gestora em relação de domínio ou de grupo não pode representar mais do que 20% do valor do património do Fundo, sendo o limite de 10% quando se tratar de investimentos efetuados no conjunto dos Associados do Fundo e das Sociedades que se encontrem em relação de domínio ou de grupo com esses Associados;
- (c) O investimento em unidades de participação de um único organismo de investimento coletivo não harmonizado não pode representar mais do que 2% do valor do património do Fundo;
- (d) No caso de organismos de investimento coletivo não harmonizados que invistam noutros organismos de investimento coletivo não harmonizados, não é aplicável o limite estabelecido na alínea anterior, mas o investimento em unidades de participação de cada um destes outros organismos não pode representar mais do que 2% do valor do património do Fundo;
- (e) Para efeitos das anteriores alíneas (a) a (d), excluem-se depósitos em instituições de crédito que sejam efetuados com vista à gestão de liquidez do Fundo.

### XIV. Investimentos Vedados

Não poderão ser adquiridos nem entregues como contribuição para o Fundo títulos emitidos:

- (a) Pela Entidade Gestora;
- (b) Por Sociedades que sejam membros do órgão de administração da Entidade Gestora, ou que com esta estejam em relação de domínio ou de grupo, ou que possuam, direta ou indiretamente, mais do que 10% do capital social ou dos direitos de voto desta, salvo se os títulos se encontrarem admitidos à negociação num mercado regulamentado;

- 
- (c) Por Associados do Fundo ou Sociedades que estejam em relação de domínio ou de grupo com esses Associados, salvo se os títulos se encontrarem admitidos à negociação num mercado regulamentado;
  - (d) Por Sociedades cujo capital social ou direitos de voto pertençam, direta ou indiretamente, em mais do que 10% a um ou mais administradores da Entidade Gestora, em nome próprio ou em representação de outrem, ou aos seus cônjuges e parentes ou afins no 1.º grau, salvo se os títulos se encontrarem admitidos à negociação num mercado regulamentado;
  - (e) Por Sociedades de cujos órgãos de administração ou de fiscalização façam parte um ou mais administradores da Entidade Gestora, em nome próprio ou em representação de outrem, seus cônjuges e parentes ou afins no 1.º grau, salvo se os títulos se encontrarem admitidos à negociação num mercado regulamentado.

## **Medidas de Referência Relativas à Rendibilidade**

### **I. Medidas de Referência**

Deverão ser utilizados, como medidas de referência relativas à rendibilidade de cada classe de ativos da carteira do Fundo, os índices constantes nas tabelas abaixo:

#### **FASE I**

Considerando as características da Política de Investimentos desta fase, durante a mesma não existirá qualquer índice de referência para a carteira do Fundo.

#### **FASE II**

Classes de Ativos	Índice de Referência	Ticker Bloomberg
<b>Obrigações</b>		
Taxa Fixa	JP Morgan EMU <i>Investment Grade</i>	JPMGEMUI Index
Taxa Variável	Euribor 3 Meses NM	EUR003M Index
<b>Ações</b>	MSCI Euro	MSER Index
<b>Imobiliário (Invest. Direto e Invest. Indireto)</b>	Índice APFIPP	-
<b>Liquidez</b>	<i>Euribor 3 Meses NM</i>	EUR003M Index

## II. Cálculo da Rendibilidade da Carteira

Como base de cálculo da rendibilidade dos ativos financeiros deverá ser utilizada a *Time Weighted Rate of Return*, cujo cálculo exato requer uma avaliação completa da carteira sempre que se dá um movimento de *cashflows*. A fórmula utilizada para o cálculo das rendibilidades diárias será a seguinte:

$$r_t = \frac{(MV_t - CF_t) - MV_{t-1}}{MV_{t-1}}$$

Onde

$r_t$  = rendibilidade diária da carteira no dia t;

$MV_t$  = valor de mercado da carteira no final do dia t;

$CF_t$  = valor dos *cashflows* líquidos ocorridos no dia t;

t = unidade de tempo diária.

As rendibilidades diárias deverão ser compostas, por forma a obter as rendibilidades mensais, trimestrais e anuais e acumuladas desde o início do ano (YTD):

### Rendibilidade do Período

$$R_P = \left( \prod_{t=1}^n (1 + r_t) \right) - 1$$

Onde

$R_P$  = rendibilidade acumulada da carteira no período P;

P = período de tempo (mês, trimestre ou ano);



---

$t$  = unidade de tempo diária;

$n$  = número de observações diárias no período.

#### Rendibilidade YTD

$$R_T = \left( \prod_{t=1}^n (1 + r_t) \right) - 1$$

Onde

$R_T$  = rendibilidade acumulada da carteira no período T;

$T$  = período de tempo (dias decorridos desde o início do ano);

$t$  = unidade de tempo diária;

$n$  = número de observações diárias no período.

### **Medição e Controlo de Risco**

O risco dos investimentos é avaliado através da utilização de diversas medidas estatísticas e financeiras, baseadas em observações *a posteriori* da evolução da *performance* da carteira do Fundo e dos ativos que a compõem.

Esses indicadores são regularmente calculados e a gestão da carteira global do Fundo e da carteira de cada classe de ativos que o compõem poderá ser ajustada, sempre que tal seja considerado necessário face ao valor dos mesmos.

No âmbito do processo de medição e controlo de risco são, nomeadamente, utilizados os seguintes indicadores:

Desvio-padrão anualizado das rendibilidades diárias para calcular a volatilidade das carteiras de ativos e dos respetivos *benchmarks* segundo as fórmulas (1):

$$(1) \sigma_{r_T} = \sqrt{\left( \frac{\sum_{t=1}^n (r_t - \bar{r}_T)^2}{n-1} \right)} \times \sqrt{365}$$
$$\sigma_{b_T} = \sqrt{\left( \frac{\sum_{t=1}^n (b_t - \bar{b}_T)^2}{n-1} \right)} \times \sqrt{365}$$

$\sigma_{r_T}$  = desvio-padrão das rendibilidades da carteira no período T;

$\sigma_{b_T}$  = desvio-padrão das rendibilidades do *benchmark* no período T;

---

$T$  = período de tempo (dias decorridos desde o início do ano);

$t$  = unidade de tempo diária;

$n$  = número de observações diárias no período;

$r_t$  = rendibilidade diária da carteira no dia  $t$ ;

$\overline{r_T}$  = média das rendibilidades  $r_t$  no período  $T$ .

$b_t$  = rendibilidade diária do benchmark no dia  $t$ ;

$\overline{b_T}$  = média das rendibilidades  $b_t$  no período  $T$ .

Este é um indicador de dispersão pelo que quanto maior for o valor encontrado maior o risco histórico dos investimentos. Pelo contrário, quanto mais perto de zero estiver o valor do desvio-padrão, mais estáveis são as rendibilidades obtidas e, portanto, menor o risco.

Tracking Error. O cálculo deste indicador é igual à volatilidade das diferenças entre a rendibilidade da carteira e a rendibilidade do *benchmark* segundo a fórmula (2). A taxa apresentada está anualizada.

$$(2) TE_T = \sqrt{\left( \frac{\sum_{t=1}^n (D_t - \overline{D_T})^2}{n-1} \right)} \times \sqrt{365}$$

$TE_T$  = *tracking error* da carteira no período  $T$ ;

$T$  = período de tempo (dias decorridos desde o início do ano);

$t$  = unidade de tempo diária;

$n$  = número de observações diárias no período;

$D_t = r_t - b_t$  ;

$r_t$  = rendibilidade diária da carteira no dia  $t$ ;

$b_t$  = rendibilidade diária do *benchmark* no dia  $t$ ;

$\overline{D_T}$  = média dos  $D_t$  no período  $T$ .

O *Tracking Error* pretende medir o grau de fiabilidade com que a carteira de investimentos replica o *benchmark* ou a consistência com que a *performance* da carteira supera ou fica abaixo da *performance* do *benchmark*. Assim, um valor próximo de zero indica que existe uma elevada consistência na diferença de rendibilidades, seja essa diferença positiva, negativa ou nula. Um elevado valor do *Tracking Error* sugere uma política de gestão ativa que não procura replicar

---

fielmente o *benchmark* originando, assim diferenças de rendibilidade, ora positivas, ora negativas.

Como medidas de eficiência utiliza-se o Índice de Sharpe e o *Information Ratio*. Ambos avaliam o acréscimo de rendibilidade por unidade de risco assumida. No entanto, o primeiro assume o risco como o desvio-padrão das rendibilidades diárias fórmula (3) e o segundo assume o *Tracking Error* (4). Relativamente ao acréscimo de rendibilidade, o Índice de Sharpe calcula-o face ao índice de rendibilidade da taxa de juro sem risco (assume-se a *Euribor* a 3M) e o *Information Ratio* face à rendibilidade do *benchmark*.

$$(3) S_T = \frac{\left((R_T + 1)^{(365/T)} - 1\right) - \left(rf_T + 1\right)^{(365/T)} - 1}{\sigma_{r_T}}$$

Em que:

$S_T$  = Índice de Sharpe da carteira no período T;

T = período de tempo (dias decorridos desde o início do ano);

$R_T$  = rendibilidade acumulada da carteira no período T;

$rf_T$  = índice de rendibilidade da taxa de juro sem risco no final do período T. Este índice resulta da diarização da média móvel das observações diárias dos últimos 3 meses da *Euribor* 3M;

$\sigma_{r_T}$  = desvio-padrão das rendibilidades da carteira no período T.

$$(4) I_T = \frac{\left((R_T + 1)^{(365/T)} - 1\right) - \left(B_T + 1\right)^{(365/T)} - 1}{TE_T}$$

Em que:

$I_T$  = *Information Ratio* da carteira no período T;

T = período de tempo (dias decorridos desde o início do ano);

$R_T$  = rendibilidade acumulada da carteira no período T;

$B_T$  = rendibilidade acumulada do *benchmark* no período T;

$TE_T$  = *tracking error* da carteira no período T.

O *Information Ratio* indica o excesso de rendibilidade obtida em relação ao *benchmark*, por unidade de risco adicional suportada em relação a esse mesmo *benchmark*. Quanto maior o valor, mais eficiente é a gestão da carteira na medida em que se pretende maximizar o excesso de rendibilidade face ao *benchmark*, minimizando o acréscimo de risco suportado.

- 
- a) Risco de Perda da carteira é uma medida semelhante ao *Tracking Error*, difere em apenas se considerar as diferenças negativas existentes entre a rendibilidade da carteira e a rendibilidade do *benchmark*, fórmula (5):

$$RP_T = \sqrt{\left( \frac{\sum_{t=1}^n (d_t - \bar{d}_T)^2}{n-1} \right)} \times \sqrt{365}$$

$RP_T$  = risco de perda da carteira no período T;

T = período de tempo (dias decorridos desde o início do ano);

t = unidade de tempo diária;

n = número de observações diárias no período;

$d_t = \text{Min}(0, r_t - b_t)$ ;

$\bar{d}_T$  = média dos  $d_t$  no período T;

$r_t$  = rendibilidade diária da carteira no dia t;

$b_t$  = rendibilidade diária do *benchmark* no dia t.

## Intervenção e Exercício de Direitos de Voto

A política de intervenção e exercício de direitos de voto nas Sociedades emitentes será decidida pelo Conselho de Administração da Entidade Gestora, ouvida a Comissão de Investimentos, tendo sempre subjacente o melhor interesse para o Fundo.

No que respeita ao exercício dos direitos de voto inerentes a ações de empresas nacionais detidas pelo Fundo, a CGD Pensões não participará nas assembleias gerais das respetivas entidades emitentes, exceto nos casos em que a defesa dos interesses dos Participantes o justifique, nomeadamente deliberações sobre fusões e aquisições relevantes.

Nestes casos, a CGD Pensões participará através de um representante exclusivo e vinculado às suas instruções.

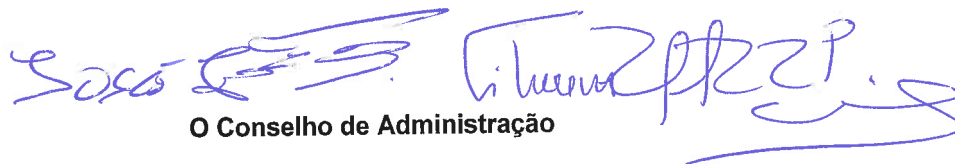
A CGD Pensões não participará nas assembleias gerais de empresas sedeadas no estrangeiro.

A CGD Pensões não poderá exercer o direito de voto no sentido de apoiar a inclusão ou manutenção de cláusulas limitativas do direito de voto ou outras cláusulas susceptíveis de impedir o êxito de ofertas públicas de aquisição.

---

### Definição da Política de Investimentos

A decisão do teor da Política de Investimentos e de eventuais alterações à mesma compete ao Conselho de Administração da Entidade Gestora, ouvida a Comissão de Investimentos, tendo sempre subjacente o melhor interesse para o Fundo e a defesa dos interesses dos seus Participantes e Beneficiários.

  
O Conselho de Administração

**RELATÓRIOS DE RISCO NO ÂMBITO DA NORMA  
REGULAMENTAR N.º8/2009-R, DE 4 DE JUNHO**

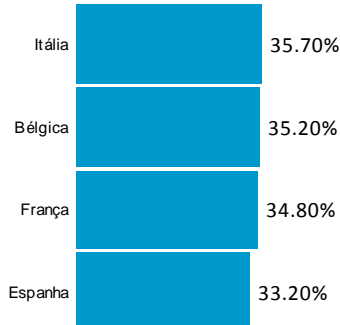
Montante Total

14,678,360.39 €

### Sectores

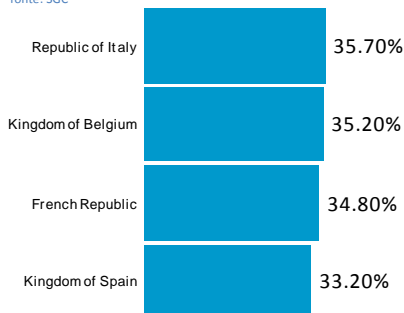


### Países



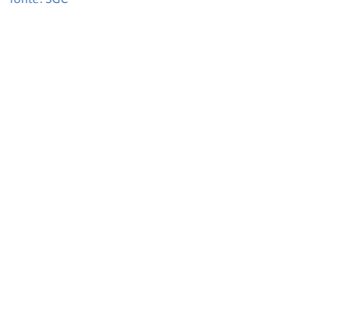
### Emitentes - Investimento Directo

fonte: SGC



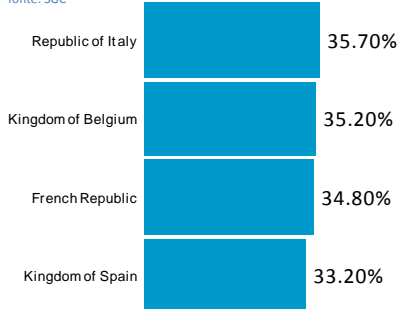
### Emitentes - Investimento Indirecto

fonte: SGC



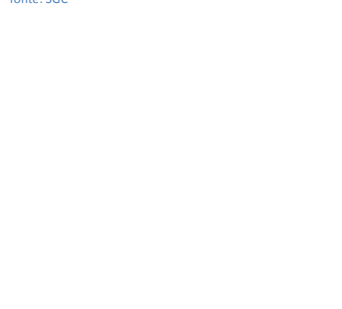
### Grupos Económicos - Investimento Directo

fonte: SGC



### Grupos Económicos - Investimento Indirecto

fonte: SGC



### Ratings



### Classes de Activos



### Indicadores de Liquidez



### Risco de Mercado

VaR Mercado Capitais	460,564
VaR com Derivados	460,564
% Mercado Capitais	139.0%
% Derivados	0.0%
Stress Testing	-2,775,018

Indicadores de Liquidez: 1º Nível: considera ações, títulos com preço diário (ainda que a data do preço seja anterior à data de valorização), restantes títulos com contribuidor CBBT e MM (incluindo comissões e custos); 2º Nível: engloba obrigações de contribuidores que não CBBT; 3º Nível: considera restantes Fundos de Investimento; 4º Nível: engloba imóveis, títulos valorizados a preços de convergência, custo de aquisição ou com modelos de avaliação. Stress Testing: Os resultados do cenário de taxa de juro não receberam a validação da DGR, sendo por isso meramente indicativos.

■ consumo  
■ limite  
■ excesso



# RELATÓRIO DO AUDITOR E CERTIFICAÇÃO LEGAL DE CONTAS

## CERTIFICAÇÃO LEGAL DAS CONTAS

### Introdução

1. Nos termos do nº 3 do artigo 56º do Decreto-Lei nº 12/2006, de 20 de janeiro, alterado pela Lei nº 147/2015, de 9 de setembro e do artigo 11º da Norma Regulamentar nº 7/2010-R, de 4 de junho, examinámos as demonstrações financeiras anexas do Fundo de Pensões Aberto Caixa Reforma Garantida 2022 (adiante igualmente designado por “Fundo”), as quais compreendem a Demonstração da posição financeira em 31 de dezembro de 2015, que evidencia um total do ativo de 20.412.022 euros e um valor do Fundo de 14.678.360 euros, incluindo um resultado líquido negativo de 11.495 euros, as Demonstrações de resultados e dos fluxos de caixa do exercício findo naquela data e os correspondentes Anexos.

### Responsabilidades

2. É da responsabilidade do Conselho de Administração da CGD Pensões – Sociedade Gestora de Fundos de Pensões, S.A. (Sociedade Gestora) a preparação de demonstrações financeiras que apresentem de forma verdadeira e apropriada a posição financeira do Fundo, o resultado das suas operações e os seus fluxos de caixa, bem como a adoção de políticas e critérios contabilísticos adequados e a manutenção de um sistema de controlo interno apropriado. A nossa responsabilidade consiste em expressar uma opinião profissional e independente, baseada no nosso exame daquelas demonstrações financeiras.

### Âmbito

3. O exame a que procedemos foi efetuado de acordo com as Normas Técnicas e as Diretrizes de Revisão/Auditoria da Ordem dos Revisores Oficiais de Contas, as quais exigem que seja planeado e executado com o objetivo de obter um grau de segurança aceitável sobre se as demonstrações financeiras estão isentas de distorções materialmente relevantes. Este exame incluiu a verificação, numa base de amostragem, do suporte das quantias e informações divulgadas nas demonstrações financeiras e a avaliação das estimativas, baseadas em juízos e critérios definidos pelo Conselho de Administração da Sociedade Gestora, utilizadas na sua preparação. Este exame incluiu, igualmente, a apreciação sobre se são adequadas as políticas contabilísticas adotadas e a sua divulgação, tendo em conta as circunstâncias, a verificação da aplicabilidade do princípio da continuidade das operações e a apreciação sobre se é adequada, em termos globais, a apresentação das demonstrações financeiras. O nosso exame abrangeu também a verificação da concordância da informação financeira constante do Relatório de Gestão com as demonstrações financeiras. Entendemos que o exame efetuado proporciona uma base aceitável para a expressão da nossa opinião.

### Opinião

4. Em nossa opinião, as demonstrações financeiras referidas no parágrafo 1 acima apresentam de forma verdadeira e apropriada, em todos os aspetos materialmente relevantes, a posição financeira do Fundo de Pensões Aberto Caixa Reforma Garantida 2022 em 31 de dezembro de 2015, bem como o resultado das suas operações e os seus fluxos de caixa no exercício findo naquela data, em conformidade com os princípios contabilísticos geralmente aceites em Portugal para os Fundos de Pensões (Nota 2).

**Ênfase**

5. Nos termos da política de investimento do Fundo, a exposição a um único emitente de dívida pública não poderá exceder 20% do Fundo, com exceção dos casos em que o emitente tenha rating superior a A- ou equivalente, em que a exposição poderá exceder esse limite até um máximo de um terço do Fundo. Em 31 de dezembro de 2015, a exposição a dívida pública italiana, belga e francesa excedia o referido limite de um terço do Fundo, no montante total de 844.061 euros (5,75% do valor do Fundo).

**Relato sobre outros requisitos legais**

6. É também nossa opinião que a informação financeira constante do Relatório de Gestão é concordante com as demonstrações financeiras do exercício de 2015.

Lisboa, 12 de abril de 2016



---

Deloitte & Associados, SROC S.A.  
Representada por João Carlos Henriques Gomes Ferreira

FUNDO DE PENSÕES ABERTO CAIXA REFORMA GARANTIDA 2022

DEMONSTRAÇÕES DA POSIÇÃO FINANCEIRA EM 31 DE DEZEMBRO DE 2015 E 2014

(Montantes expressos em Euros)

ATIVO	Notas	2015	2014
Investimentos:			
Títulos de dívida pública e de outros emissores públicos	4	20.396.970	20.048.348
Numerário, depósitos em instituições de crédito e aplicações MMI	4	15.052	60.540
		<u>20.412.022</u>	<u>20.108.888</u>
Outros ativos:			
Acréscimos e diferimentos	4	-	1
Total do Ativo		<u>20.412.022</u>	<u>20.108.889</u>
PASSIVO E VALOR DO FUNDO	Notas	2015	2014
Credores:			
Entidade gestora	6	80.069	75.559
Estado e outros entes públicos	6	147	34
Depositário	6	4.767	4.411
Outras entidades	5 e 6	5.648.679	5.339.030
Total do Passivo		<u>5.733.662</u>	<u>5.419.034</u>
Valor do Fundo	3	<u>14.678.360</u>	<u>14.689.855</u>
Total do Passivo e do Valor do Fundo		<u>20.412.022</u>	<u>20.108.889</u>
Valor da Unidade de participação	3	6,4885	6,4219

O anexo faz parte integrante da demonstração da posição financeira em 31 de dezembro de 2015.



FUNDO DE PENSÕES ABERTO CAIXA REFORMA GARANTIDA 2022

DEMONSTRAÇÕES DE RESULTADOS PARA OS EXERCÍCIOS

Findos em 31 de dezembro de 2015 e 2014

(Montantes expressos em Euros)

	Notas	2015	2014
Subscrições de unidades de participação	3	(57.690)	11.446
Pensões, capitais e prémios únicos vencidos	8	(107.914)	(79.128)
Ganhos líquidos dos investimentos	7	240.452	1.670.883
Rendimentos líquidos dos investimentos	9	1	98
Outras despesas	10	(86.344)	(87.085)
Resultado líquido		<u>(11.495)</u>	<u>1.516.214</u>

O anexo faz parte integrante da demonstração de resultados  
para o exercício findo em 31 de dezembro de 2015.



FUNDO DE PENSOES CAIXA REFORMA GARANTIDA 2022  
DEMONSTRAÇÕES DOS FLUXOS DE CAIXA PARA OS EXERCÍCIOS

FINDOS EM 31 DE DEZEMBRO DE 2015 E 2014

(Montantes expressos em Euros)

	2015	2014
<b>Fluxos de caixa das atividades operacionais</b>		
Contribuições		
Contribuições dos participantes/beneficiários	(61.952)	2.500
Transferências	4.262	8.946
Pensões, capitais e prémios únicos vencidos		
Capitais vencidos (Remições/vencimentos)	(107.914)	(76.841)
Transferências	-	(2.287)
Remunerações		
Remunerações de gestão	(75.757)	(76.630)
Remunerações de depósito e guarda de títulos	(5.720)	(4.847)
Outros rendimentos e ganhos / (gastos) líquidos	81.593	86.420
<b>Fluxos de caixa líquidos das atividades operacionais</b>	<u>(165.488)</u>	<u>(62.739)</u>
<b>Fluxos de caixa das atividades de investimento</b>		
Recebimentos		
Alienação/reembolso dos investimentos	120.000	115.000
<b>Fluxos de caixa líquidos das atividades de investimento</b>	<u>120.000</u>	<u>115.000</u>
<b>Variação de caixa e seus equivalentes</b>	<u>(45.488)</u>	<u>52.261</u>
<b>Efeitos de alterações na taxa de câmbio</b>	<u>-</u>	<u>-</u>
<b>Caixa no início do exercício</b>	<u>60.540</u>	<u>8.279</u>
<b>Caixa no fim do exercício</b>	<u>15.052</u>	<u>60.540</u>

O anexo faz parte integrante da demonstração dos fluxos de caixa  
para o exercício findo em 31 de dezembro de 2015.



1. NOTA INTRODUTÓRIA

O Fundo de Pensões Aberto Caixa Reforma Garantida 2022 (adiante igualmente designado por "Fundo") foi constituído em 19 de março de 2007, por tempo indeterminado, tendo como objetivo garantir o financiamento de Planos de Pensões.

A CGD Pensões - Sociedade Gestora de Fundos de Pensões, S.A. (Sociedade Gestora) é a entidade que assegura a gestão financeira, técnico-atuarial e administrativa do Fundo, sendo as funções de banco depositário exercidas pela Caixa Geral de Depósitos, S.A. (CGD).

A adesão ao Fundo concretiza-se mediante a celebração de um contrato de adesão individual. Os detentores das unidades de participação são denominados Participantes.

Nos termos do regulamento de gestão do Fundo, no dia 21 de março de 2022, este garante aos Participantes o capital inicialmente investido, acrescido de uma rentabilidade mínima de 30% sobre o valor de cotação base de 5 euros, a qual pode ainda ser acrescida em 50% da maior valorização acumulada, apurada no dia 19 de março de cada ano, do índice acionista *DJ eurostoxx 50*, desde a data de constituição do Fundo até essa data. Até 31 de dezembro de 2009, esta garantia apenas abrangia as subscrições realizadas de 19 de março de 2007 a 31 de março de 2007 inclusive, e as subscrições ocorridas entre 1 de dezembro de 2008 e 29 de dezembro de 2008, inclusive.

Em 15 de Outubro de 2010, o regulamento de gestão do Fundo foi alterado, tendo a garantia referida no parágrafo anterior passado a abranger todas as subscrições efetuadas até ao dia 18 de março de 2022, inclusive.

Para cobertura das responsabilidades decorrentes das subscrições, o Fundo celebrou contratos de venda a prazo com a Sucursal de Londres da CGD, mediante os quais, a 21 de março de 2022, o Fundo entrega à Sucursal de Londres da CGD os seus ativos, representados por *strips* de obrigações do tesouro espanhol, belga, francês e italiano (Nota 5) e recebe um montante equivalente ao capital investido inicialmente, acrescido da rentabilidade garantida aos Participantes.

Adicionalmente, nos termos do regulamento de gestão, caso se venha a revelar necessário a Sociedade Gestora procederá à aquisição de unidades de participação a favor dos Participantes em causa, no montante que permita igualar o valor garantido em 21 de março de 2022.

Nos termos previstos na legislação em vigor, é possível aos Participantes subscrever ou solicitar o reembolso das unidades de participação do Fundo, para além do período de subscrição inicial. Nestas circunstâncias, poderão ser cobradas comissões de subscrição ou reembolso até uma percentagem máxima de 10% sobre o valor de subscrição ou de reembolso, revertendo as mesmas a favor da Sociedade Gestora.

A partir de 21 de março de 2022, nos termos do regulamento de gestão, a política de investimento do Fundo será alterada, podendo incluir obrigações de taxa fixa e de taxa variável, ações, imobiliário, investimentos alternativos, produtos derivados e instrumentos do mercado monetário para gestão de tesouraria com prazo de vencimento inferior a 12 meses.

2. BASES DE APRESENTAÇÃO E PRINCIPAIS CRITÉRIOS VALORIMÉTRICOS

As demonstrações financeiras foram preparadas a partir dos livros e registos contabilísticos do Fundo, mantidos de acordo com o estabelecido pela Autoridade de Supervisão de Seguros e Fundos de Pensões na Norma Regulamentar nº 7/2010 - R, de 4 de Junho.





Os principais critérios valorimétricos utilizados na preparação das demonstrações financeiras foram os seguintes:

a) Especialização de exercícios

Os proveitos e custos são reconhecidos na demonstração de resultados do exercício em que se vencem, independentemente do momento do seu recebimento ou pagamento, com exceção das subscrições e resgates de unidades de participação, as quais são reconhecidas como proveitos ou custos quando recebidas ou pagas, respetivamente.

b) Carteira de títulos

Os quatro títulos (*strips*) de dívida soberana (Espanha, Bélgica, França e Itália) em carteira são avaliados ao seu valor de mercado ou presumível de mercado. Estes *strips* são valorizados pela Sucursal de Londres da CGD com recurso às cotações dos mercados domésticos respetivos, as quais são divulgadas diariamente na *Reuters*.

As mais e menos - valias potenciais resultantes da avaliação dos títulos são refletidas na demonstração de resultados na rubrica "Ganhos líquidos dos investimentos" (Nota 7), correspondendo à evolução do valor dos títulos durante o exercício ou após a data de aquisição, no caso de títulos adquiridos no ano. O valor de balanço dos títulos que transitam para o exercício seguinte corresponde ao custo de aquisição corrigido pelas mais e menos - valias potenciais geradas após a sua aquisição.

As mais e menos - valias realizadas resultantes da alienação/reembolso de investimentos são determinadas face ao valor de balanço dos títulos no início do ano ou face ao custo de aquisição, no caso de terem sido adquiridos durante o exercício, sendo igualmente relevadas na rubrica "Ganhos líquidos dos investimentos" da demonstração de resultados (Nota 7).

c) Unidades de participação

O património do Fundo está formalizado através de unidades de participação, com características iguais e sem valor nominal, assumindo a forma escritural, as quais conferem aos seus titulares o direito de propriedade sobre os valores do Fundo, proporcionalmente ao número de unidades que representam.

O valor de cada unidade de participação é calculado dividindo o valor do Fundo pelo número de unidades de participação em circulação. O valor do Fundo corresponde ao somatório das rubricas do capital do Fundo, nomeadamente subscrições deduzidas de resgates e resultados do exercício e de exercícios anteriores.

As subscrições e os resgates são efetuados com base no último valor da unidade de participação conhecido e divulgado na respetiva data, sendo registados nas rubricas "Subscrições de unidades de participação" e "Pensões, capitais e prémios únicos vencidos" da demonstração de resultados.

d) Comissão de gestão

Esta comissão corresponde à remuneração da Sociedade Gestora pela sua atividade de gestão do património do Fundo. É calculada diariamente e cobrada anualmente no dia 19 de março do ano subsequente, através da aplicação de uma taxa máxima anual de 3% sobre o valor líquido do Fundo, com exceção das unidades de participação de fundos de investimento geridos por empresas do Grupo Caixa Geral de Depósitos. A taxa aplicada desde 1 de junho de 2011 é de 0,68%.

A comissão de gestão é relevada na rubrica "Outras despesas" da demonstração de resultados (Nota 10).

ANEXO ÀS DEMONSTRAÇÕES FINANCEIRAS EM 31 DE DEZEMBRO DE 2015  
(Montantes expressos em Euros)

e) Comissão de depósito

Esta comissão corresponde à remuneração da CGD pelo exercício das funções de depositário dos títulos de crédito e de outros documentos representativos dos valores que integram a carteira do Fundo. A comissão é determinada através da aplicação de uma taxa anual máxima de 2% sobre o valor de mercado da carteira de valores mobiliários do Fundo, com exceção das unidades de participação de fundos de investimento geridos por empresas do Grupo Caixa Geral de Depósitos, sendo calculada diariamente e cobrada anual e postecipadamente no mês de março do ano subsequente. A taxa cobrada nos exercícios findos em 31 de dezembro de 2015 e 2014 ascendeu a 0,03%.

Esta comissão é relevada na rubrica "Outras despesas" da demonstração de resultados (Nota 10).

f) Impostos

De acordo com o disposto nos artigos 16º e 49º do Estatuto dos Benefícios Fiscais, os fundos de pensões e equiparáveis, constituídos de acordo com a legislação nacional, estão isentos de Imposto sobre o Rendimento das Pessoas Coletivas, sendo reduzidas para metade as taxas de Imposto Municipal sobre Imóveis e de Imposto Municipal sobre as Transmissões Onerosas de Imóveis. Até 31 de dezembro de 2013, beneficiavam de isenção total de Imposto Municipal sobre as Transmissões Onerosas de Imóveis e de Imposto Municipal sobre Imóveis. A isenção de IRC não abrange os dividendos de ações Portuguesas que não tenham permanecido em carteira por um período superior a 1 ano. Por outro lado, os fundos de pensões são ainda eventualmente sujeitos a tributação no estrangeiro relativamente aos rendimentos aí obtidos.

As taxas sobre as contribuições pagas à Autoridade de Supervisão de Seguros e Fundos de Pensões são suportadas pela Sociedade Gestora.

g) Operações com derivados – contratos a prazo

As operações com derivados correspondem a vendas a prazo dos valores mobiliários em carteira ("*forward bond transactions*") contratadas com a Sucursal de Londres da CGD, conforme referido anteriormente.

Estas operações são registadas com base na valorização fornecida pela Sucursal de Londres da CGD, a qual assegura a respetiva cobertura. Os correspondentes resultados são reconhecidos como proveito ou custo na rubrica de "Ganhos líquidos dos investimentos" da demonstração de resultados (Nota 7).



FUNDO DE PENSÕES ABERTO CAIXA REFORMA GARANTIDA 2022

ANEXO ÀS DEMONSTRAÇÕES FINANCEIRAS EM 31 DE DEZEMBRO DE 2015  
(Montantes expressos em Euros)

3. VALOR DO FUNDO

Os movimentos ocorridos no valor do Fundo durante os exercícios de 2014 e 2015, podem ser detalhados da seguinte forma:

Saldo em 31 de dezembro de 2013	13.173.641
---------------------------------	------------

Resultado líquido:

Subscrições de unidades de participação	11.446
Mais-valias potenciais, líquidas de menos-valias em títulos (Nota 7)	3.880.458
Menos-valias realizadas, líquidas de mais-valias em títulos (Nota 7)	( 26.254 )
Perdas resultantes de operações com derivados (Nota 7)	( 2.183.321 )
Resgates e transferências de unidades de participação do Fundo (Nota 8)	( 79.128 )
Rendimentos líquidos dos investimentos (Nota 9)	98
Comissões (Nota 10)	( 87.085 )
	1.516.214

Saldo em 31 de dezembro de 2014	14.689.855
---------------------------------	------------

Resultado líquido:

Subscrições de unidades de participação	( 57.690 )
Mais-valias potenciais, líquidas de menos-valias em títulos (Nota 7)	512.950
Menos-valias realizadas, líquidas de mais-valias em títulos (Nota 7)	( 44.327 )
Perdas resultantes de operações com derivados (Nota 7)	( 228.171 )
Resgates e transferências de unidades de participação do Fundo (Nota 8)	( 107.914 )
Rendimentos líquidos dos investimentos (Nota 9)	1
Comissões (Nota 10)	( 86.344 )
	( 11.495 )

Saldo em 31 de dezembro de 2015	14.678.360
---------------------------------	------------

O movimento no número de unidades de participação em circulação nos exercícios de 2014 e 2015, foi o seguinte:

Unidades de participação em 31 de dezembro de 2013	2.298.635
Subscrições	1.880
Resgates	( 13.043 )
Unidades de participação em 31 de dezembro de 2014	2.287.472
Subscrições	1.905
Resgates	( 27.149 )
Unidades de participação em 31 de dezembro de 2015	2.262.228

Conforme descrito na Nota 1, na sequência da alteração ao regulamento de gestão do Fundo ocorrida em 15 de outubro de 2010, em 31 de dezembro de 2015 e 2014 todas as unidades de participação beneficiam da garantia de rentabilidade mínima.

FUNDO DE PENSÕES ABERTO CAIXA REFORMA GARANTIDA 2022

ANEXO ÀS DEMONSTRAÇÕES FINANCEIRAS EM 31 DE DEZEMBRO DE 2015  
(Montantes expressos em Euros)

Em 31 de dezembro de 2015 e 2014, o valor da unidade de participação era como segue:

	2015	2014
Valor do Fundo	14.678.360	14.689.855
Número de unidades de participação em circulação	2.262.228	2.287.472
Valor da unidade de participação	6,4885	6,4219

4. INVESTIMENTOS

Em 31 de dezembro de 2015 e 2014, a rubrica de investimentos tem a seguinte composição:

Espécie	2015				
	Valor nominal	Custo de aquisição	Valor inicial	Mais/ (menos) - - valias (Nota 7)	Valor de balanço
BTPS HYBRD 11/2023	5.843.624	2.817.409	4.960.068	284.527	5.244.595
BGB STRIP 28/03/23	5.406.350	2.818.487	5.107.758	65.308	5.173.066
OAT STRIP 25/10/22	5.253.487	2.795.124	5.033.050	71.710	5.104.760
SPGB STRIP 31/01/23	5.379.941	2.818.389	4.783.144	91.405	4.874.549
	<u>21.883.402</u>	<u>11.249.409</u>	<u>19.884.020</u>	<u>512.950</u>	<u>20.396.970</u>

Espécie	2014				
	Valor nominal	Custo de aquisição	Valor inicial	Mais/ (menos) - - valias (Nota 7)	Valor de balanço
BGB STRIP 28/03/23	5.450.927	2.846.106	4.301.000	848.873	5.149.873
OAT STRIP 25/10/22	5.297.217	2.813.129	4.325.442	749.503	5.074.945
BTPS HYBRD 11/2023	5.891.779	2.846.286	3.839.142	1.161.800	5.000.942
SPGB STRIP 31/01/23	5.424.306	2.844.824	3.702.306	1.120.282	4.822.588
	<u>22.064.229</u>	<u>11.350.345</u>	<u>16.167.890</u>	<u>3.880.458</u>	<u>20.048.348</u>

Conforme descrito na Nota 2.b), os títulos em carteira são valorizados com base em preços fornecidos pela Sucursal de Londres da CGD, obtidos com recurso às cotações dos mercados domésticos respetivos, as quais são divulgadas diariamente na *Reuters*.

Em 31 de dezembro de 2015 e 2014, a rubrica "Numerário, depósitos em instituições de crédito e aplicações MMI" refere-se a depósitos à ordem domiciliados na CGD, com o seguinte detalhe:

	2015		2014	
	Valor Nominal	Juro decorrido	Valor Nominal	Juro decorrido
Depósitos à ordem em Euros	15.052 =====	- ==	60.540 =====	1 ==

Em 31 de dezembro de 2015 e 2014, os depósitos à ordem em Euros encontravam-se domiciliados na CGD. Em 31 de dezembro de 2015, estes depósitos não eram remunerados, e em 31 de dezembro de 2014 eram remunerados à taxa Euribor a 1 mês deduzida de 0,2%.

ANEXO ÀS DEMONSTRAÇÕES FINANCEIRAS EM 31 DE DEZEMBRO DE 2015  
(Montantes expressos em Euros)5. INSTRUMENTOS FINANCEIROS DERIVADOS

Em 31 de dezembro de 2015 e 2014, os contratos de “*forward bond transactions*”, cuja contraparte é a Sucursal de Londres da CGD, apresentam o seguinte detalhe:

2015					
Forward Bond Transactions	Valor nominal das obrigações subjacentes	Nocional do derivado	Valor de mercado	Comissão a receber	Total (Nota 6)
BTPS HYBRD 11/2023	5.843.624	5.244.594	(1.565.567)	15.756	(1.549.811)
BGB STRIP 28/03/23	5.406.350	5.173.066	(1.494.127)	15.756	(1.478.371)
OAT STRIP 25/10/22	5.253.487	5.104.760	(1.455.093)	15.756	(1.439.338)
SPGB STRIP 31/01/23	5.379.941	4.874.549	(1.196.915)	15.756	(1.181.159)
	<u>21.883.402</u>	<u>20.396.970</u>	<u>(5.711.702)</u>	<u>63.023</u>	<u>(5.648.679)</u>
2014					
Forward Bond Transactions	Valor nominal das obrigações subjacentes	Nocional do derivado	Valor de mercado	Comissão a receber	Total (Nota 6)
BGB STRIP 28/03/23	5.450.927	2.846.106	(1.480.998)	16.016	(1.464.982)
OAT STRIP 25/10/22	5.297.217	2.813.129	(1.435.110)	16.016	(1.419.093)
BTPS HYBRD 11/2023	5.891.779	2.846.286	(1.331.980)	16.016	(1.315.964)
SPGB STRIP 31/01/23	5.424.306	2.844.824	(1.155.008)	16.016	(1.138.991)
	<u>22.064.229</u>	<u>11.350.345</u>	<u>(5.403.096)</u>	<u>64.066</u>	<u>(5.339.030)</u>

Conforme mencionado na Nota 1, os contratos de “*forward bond transactions*” foram celebrados para cobertura das responsabilidades decorrentes das subscrições, mediante os quais, em 21 de março de 2022, o Fundo entrega à Sucursal de Londres da CGD os quatro títulos (*strips*) de dívida soberana e recebe o montante investido inicialmente, acrescido da rentabilidade garantida aos Participantes.

6. CREDORES

Esta rubrica apresenta a seguinte composição:

	2015	2014
Entidade gestora - Comissão de gestão financeira	80.069	75.559
Depositário - Comissão de depósito	4.767	4.411
Estado e outros entes públicos - Imposto retido sobre resgates	147	34
Outras entidades - <i>Forward bond transactions</i> (Nota 5)	5.648.679	5.339.030
	<u>5.733.662</u>	<u>5.419.034</u>

Tal como descrito na Nota 2, as comissões são liquidadas anualmente no mês de março. Assim, os montantes registados nas rubricas “Entidade gestora – Comissão de gestão financeira” e “Depositário – Comissão de depósito” correspondem às comissões incorridas e ainda não liquidadas relativas ao período decorrido entre 19 de março e 31 de dezembro de cada ano.

ANEXO ÀS DEMONSTRAÇÕES FINANCEIRAS EM 31 DE DEZEMBRO DE 2015  
(Montantes expressos em Euros)7. GANHOS LÍQUIDOS DOS INVESTIMENTOS

Estas rubricas têm a seguinte composição por categoria de investimento:

Designação	2015						
	Mais-valias potenciais	Menos-valias potenciais	Valias potenciais líquidas	Mais-valias realizadas	Menos-valias realizadas	Valias realizadas líquidas	Ganhos líquidos
Obrigações de dívida pública	512.950	-	512.950	-	(44.327)	(44.327)	468.623
Derivados	5.739.926	(5.968.097)	(228.171)	-	-	-	(228.171)
	<u>6.252.876</u>	<u>(5.968.097)</u>	<u>284.779</u>	<u>-</u>	<u>(44.327)</u>	<u>(44.327)</u>	<u>240.452</u>

Designação	2014						
	Mais-valias potenciais	Menos-valias potenciais	Valias potenciais líquidas	Mais-valias realizadas	Menos-valias realizadas	Valias realizadas líquidas	Ganhos líquidos
Obrigações de dívida pública	3.880.458	-	3.880.458	-	(26.254)	(26.254)	3.854.204
Derivados	2.863.234	(5.046.555)	(2.183.321)	-	-	-	(2.183.321)
	<u>6.743.692</u>	<u>(5.046.555)</u>	<u>1.697.137</u>	<u>-</u>	<u>(26.254)</u>	<u>(26.254)</u>	<u>1.670.883</u>

8. PENSÕES, CAPITAIS E PRÉMIOS ÚNICOS VENCIDOS

Esta rubrica apresenta a seguinte composição:

	<u>2015</u>	<u>2014</u>
Pensões processadas e capitais vencidos:		
. Resgates de unidades de participação	107.914	76.841
. Transferências de unidades de participação	-	2.287
	<u>107.914</u>	<u>79.128</u>
	<u>=====</u>	<u>=====</u>

9. RENDIMENTOS LÍQUIDOS DOS INVESTIMENTOS

Nos exercícios findos em 31 de dezembro de 2015 e 2014, o saldo desta rubrica refere-se a juros do depósito à ordem domiciliado na CGD (Nota 4).

10. OUTRAS DESPESAS

Esta rubrica apresenta a seguinte composição:

	<u>2015</u>	<u>2014</u>
Comissão de gestão	80.268	81.596
Comissão de depósito	6.076	5.489
	<u>86.344</u>	<u>87.085</u>
	<u>=====</u>	<u>=====</u>



11. TAXA GLOBAL DE CUSTOS

A Taxa Global de Custos para os exercícios findo em 31 de dezembro de 2015 e 2014, apresenta a seguinte composição:

2015		
Custos	Valor	%VLGF <sup>(1)</sup>
Comissão de gestão	80.268	0,54%
<i>Componente fixa</i>	80.268	0,54%
<i>Componente variável</i>	-	-
Comissão de depósito	6.076	0,04%
Custos de auditoria	-	-
Outros custos	-	-
<b>TOTAL</b>	<b>86.344</b>	
<b>TAXA GLOBAL DE CUSTOS (TGC)</b>		<b>0,58%</b>

2014		
Custos	Valor	%VLGF <sup>(1)</sup>
Comissão de gestão	81.596	0,58%
<i>Componente fixa</i>	81.596	0,58%
<i>Componente variável</i>	-	-
Comissão de depósito	5.489	0,04%
Custos de auditoria	-	-
Outros custos	-	-
<b>TOTAL</b>	<b>87.085</b>	
<b>TAXA GLOBAL DE CUSTOS (TGC)</b>		<b>0,62%</b>

<sup>(1)</sup> Percentagens calculadas sobre a média diária do valor do Fundo relativa ao período de referência.

A Sociedade Gestora suporta os custos com auditoria.



## 12. DIVULGAÇÕES RELATIVAS A INSTRUMENTOS FINANCEIROS

A Norma 8/2009-R de 4 de Junho do ISP veio regulamentar os “Mecanismos de Governação no âmbito dos fundos de pensões no que respeita à gestão de riscos e controlo interno”. Assim, a CGD Pensões, no âmbito da sua função de gestão concluiu, no último trimestre de 2012, o trabalho conjunto com a Direção de Gestão de Risco (DGR), ao nível da avaliação e monitorização das medidas definidas pela medição dos seguintes riscos:

- Risco de mercado;
- Risco de crédito;
- Risco de concentração;
- Risco de liquidez:
  - Nos fundos de pensões fechados são tidas em linha de conta as necessidades de se assegurarem os *cash-flows* dos passivos, bem como as pensões que já se encontram em pagamento;
  - Nos fundos de pensões abertos é tida em linha de conta a estrutura etária dos Participantes, o histórico de transferências entre fundos ou para outros fundos e o histórico de reembolsos.

Ao nível da Caixa Gestão de Activos houve necessidade de rever a política de gestão de risco, decorrente da transposição da diretiva dos investimentos alternativos. Nesse sentido, conforme deliberação da Comissão Executiva de 21 de dezembro de 2015 foi criada uma Função Transversal de Supervisão e Gestão de Risco.

O risco operacional é tratado e monitorizado no âmbito do processo ROCI da CGD, transversal a todo o Grupo e o risco de investimento é controlado através do cálculo periódico da margem da solvência da CGD Pensões.

O Plano de Continuidade de Negócio (PCN) é assegurado transversalmente a todo o Grupo pela CGD encontrando-se implementado e com testes regulares levados a cabo ao longo do ano.

A auditoria interna foi subcontratada à CGD, mediante celebração de contrato específico sendo assegurada pela respetiva Direção da CGD.

Quanto aos riscos específicos do plano de pensões, bem como o risco de mercado, nos casos dos planos de pensões de benefício definido, são calculados e monitorizados pelo respetivo atuário responsável.

As regras de gestão de acordo com a política de investimento sujeitam a carteira a restrições em termos da sua composição, quanto aos ativos e aos níveis de risco. Os limites de risco são definidos tanto para exposição de crédito (concentração por nome, setor, *rating* e país), como de mercado (nível máximo de risco total, por fator de risco e por prazo), como de liquidez (número de cotações mínimas exigido, limite da percentagem máxima autorizada em carteira de cada emissão, composição da carteira de ações em função da sua inclusão em índices autorizados). São produzidas análises mensais e de controlo para monitorização destes limites.



Apresenta-se de seguida um conjunto de informação quantitativa relativa aos principais riscos a que o Fundo se encontra exposto:

Risco de crédito

**Exposição máxima a risco de crédito**

Os títulos de dívida em carteira respeitam a dívida soberana da República de França, República de Itália, Reino da Bélgica e Reino de Espanha, procedendo-se a uma monitorização da evolução dos respetivos *ratings*. Os depósitos à ordem encontram-se domiciliados na CGD. A contraparte dos contratos de venda a prazo é a Sucursal de Londres da CGD.

Em 31 de dezembro de 2015 e 2014, a exposição a risco de crédito do Fundo em títulos de dívida ascendia a 20.396.970 euros e 20.048.348 euros, respetivamente, e correspondia integralmente a exposição a dívida de emissores públicos.

**Qualidade de crédito dos depósitos em instituições de crédito**

Em 31 de dezembro de 2015 e 2014, os depósitos a prazo e à ordem encontravam-se integralmente domiciliados na Caixa Geral de Depósitos, S.A. (Nota 4), cujo *rating* a longo prazo pela *Standard & Poor's* nessas datas era de "BB -" com *outlook* positivo e "BB -", respetivamente.

**Qualidade de crédito de títulos de dívida**

O quadro seguinte apresenta a desagregação dos títulos de dívida em carteira em 31 de dezembro de 2015 e 2014, de acordo com a designação da *Standard & Poor's*, mas considerando a mais baixa notação de *rating* atribuída pelas três principais agências de *rating* internacionais:

	<u>2015</u>	<u>2014</u>
"AA -" a "AAA"	10.277.826	10.224.818
"A -" a "A +"	5.244.595	-
"BBB -" a "BBB +"	4.874.549	9.823.530
	-----	-----
	20.396.970	20.048.348
	=====	=====

De acordo com a política de investimento do Fundo, as obrigações adquiridas deverão ter, na data da respetiva aquisição, um *rating* mínimo de *Investment Grade* ou equivalente. Em caso de *downgrade* a Sociedade Gestora não tem que alienar os ativos afetados, podendo optar pela sua manutenção em carteira.

Nos termos da política de investimento do Fundo, a exposição a um único emissor de dívida pública não poderá exceder o limite de 20% do Fundo, com exceção dos casos em que o emissor tenha *rating* superior a A- ou equivalente, em que a exposição poderá exceder esse limite até um máximo de um terço do Fundo. Em 31 de dezembro de 2015, a exposição a dívida pública italiana, belga e francesa excedia o referido limite de um terço do Fundo, no montante total de 844.061 euros (5,75% do valor do Fundo).

**Grau de concentração**

Em 31 de dezembro de 2015 e 2014, o grau de concentração da carteira de títulos por país apresenta o seguinte detalhe:

	<u>2015</u>	<u>2014</u>
Dívida pública da Itália	25,71%	24,94%
Dívida pública da Bélgica	25,36%	25,69%
Dívida pública de França	25,03%	25,32%
Dívida pública da Espanha	23,90%	24,05%
	-----	-----
	100,00%	100,00%
	=====	=====

Risco cambial

Em 31 de dezembro de 2015 e 2014, a totalidade dos instrumentos financeiros detidos pelo Fundo eram denominados em Euros, pelo que o Fundo não se encontrava diretamente exposto a risco cambial.

Risco de taxa de juro

Em 31 de dezembro de 2015 e 2014, a totalidade dos títulos de dívida na carteira do fundo correspondiam a *strips* de obrigações soberanas, sendo assim equivalentes a obrigações de cupão zero.

Risco de liquidez

O risco de liquidez corresponde ao risco do Fundo ter dificuldades em cumprir os seus compromissos, nomeadamente do resgate de unidades de participação e das comissões, bem como da remuneração garantida aos participantes. O risco de liquidez pode ser refletido, por exemplo, na incapacidade do Fundo alienar um ativo financeiro de uma forma célere a um valor próximo do seu justo valor.

Desta forma, a gestão da carteira do Fundo tem sempre subjacente o grau de liquidez dos ativos integrantes da mesma, bem como as necessidades de "cash" ao longo do ano.

Em 31 de dezembro de 2015 e 2014, a totalidade dos títulos de dívida na carteira do Fundo e os instrumentos financeiros derivados, tinham data de maturidade em 2023.

Análise de sensibilidade

A análise de sensibilidade a alterações no valor de mercado da carteira de títulos foi efetuada através da realização de testes de esforço (*stress tests*), de forma a determinar o potencial impacto no valor do Fundo em 31 de dezembro de 2015 e 2014 da combinação de cenários simples de preço e taxa de juro, nomeadamente:

- Os instrumentos financeiros sensíveis ao risco de taxa de juro (Obrigações) foram sujeitos a um desvio paralelo na curva de taxas de juro de referência de 200 *basis points*;
- Ações, fundos de investimento mobiliário ou instrumentos financeiros equivalentes foram submetidos a um cenário de desvalorização de 30% (Ações e fundos de investimento mobiliário);
- Contratos de futuros sobre ações e índices foram submetidos ao cenário de desvalorização do subjacente de 30% (Derivados) e;
- Posições diretas em imobiliário ou em fundos de investimento imobiliário foram submetidas ao cenário de desvalorização de 15%. A Sociedade Gestora considerou o Fundo Especial de Investimento Aberto "Caixagest Imobiliário Internacional" nesta classe (Imobiliário).

De referir que estes cenários não assumem qualquer eventual efeito de correlação entre os fatores de risco, cuja análise se encontra a ser efetuada pela Sociedade Gestora para efeitos da sua divulgação nas demonstrações financeiras de exercícios futuros.

Em 31 de dezembro de 2015 e 2014, o impacto potencial negativo no valor do Fundo decorrente da utilização dos pressupostos acima referidos ascende a 2.775.018 euros e 3.061.653 euros, respetivamente.