

fundos de pensões

o futuro é de quem o faz.




**Caixa Geral
de Depósitos**

 **CGDPensões**
Grupo Caixa Geral de Depósitos

Relatório e Contas 2014

FUNDO DE PENSÕES ABERTO

CAIXA REFORMA ACTIVA

ÍNDICE

1. INTRODUÇÃO	3
1.1. A Conjuntura Económica	3
1.2. Mercado Monetário	5
1.3. Mercado Acionista	6
1.4. Mercado Obrigacionista	7
1.5. Mercado Cambial	8
2. CARTEIRA DO FUNDO DE PENSÕES ABERTO CAIXA REFORMA ACTIVA	9

1. INTRODUÇÃO

1.1. A Conjuntura Económica

A economia mundial continuou a crescer em 2014. De acordo com as estimativas do outono do Fundo Monetário Internacional (FMI), o crescimento cifrou-se em 3.3%, um resultado idêntico ao registado em 2013. Ainda de acordo com o FMI, o bloco desenvolvido terá registado uma aceleração do crescimento (+ 0.4 p.p.), enquanto no bloco emergente e em desenvolvimento se assistiu a um arrefecimento da atividade (- 0.3 p.p.).

À semelhança de anos anteriores, quer o FMI, quer outras entidades de referência, foram obrigadas a rever sistematicamente em baixa as suas estimativas de crescimento. Também como no passado, 2014 ficou marcado por um ritmo de recuperação misto entre as principais regiões e economias. Nos EUA e no Reino Unido, a retoma que teve início em 2013, assente sobretudo na procura interna, intensificou-se ao longo do ano. Na Área Euro, embora a economia tenha voltado a crescer após dois anos de contração, a recuperação permaneceu muito modesta.

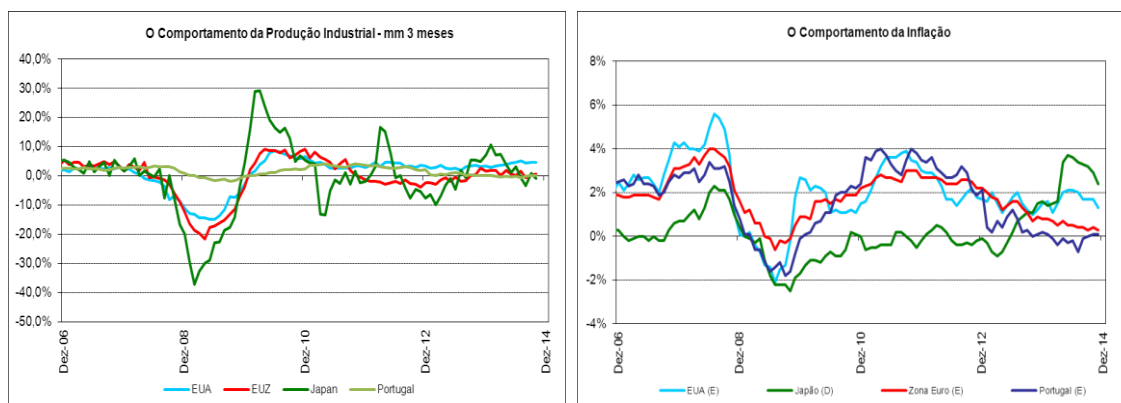
Apesar disso, em 2014 a crise da dívida pública da Área Euro continuou a evidenciar sinais de melhoria. Em primeiro lugar, devido ao entendimento alcançado no Parlamento Europeu e no Conselho Europeu em matéria de União Bancária. Em segundo lugar, devido à proeminente atuação do Banco Central Europeu (BCE) que voltou, ao longo do ano, a providenciar estímulos ao crescimento económico, sejam de natureza convencional, casos das descidas das taxas de referência para novos mínimos, sejam de natureza não convencional, tendo, neste caso, entre outras, a medida mais marcante correspondido ao anúncio de novas operações de refinanciamento de prazo alargado (ORPA) direcionadas, a realizar entre setembro 2014 e meados de 2016, com o propósito de incentivar a disponibilização de crédito bancário às empresas não financeiras e famílias (excluindo empréstimos à habitação).

Apesar da manutenção de algumas fragilidades que transitaram dos anos anteriores e embora a Reserva Federal norte-americana (Fed) tivesse finalizado, como planeado, o programa de estímulos monetários, a adição de mais incentivos por parte de alguns dos principais bancos centrais, à medida que a atividade se foi revelando desapontante em algumas regiões do globo, voltou a constituir um fator determinante para a melhoria do sentimento e redução da incerteza dos investidores. Nesse sentido, destaque para o incremento da liquidez, quer através de mecanismos de alívio quantitativo, quer fazendo uso da redução das taxas de juro de referência, tanto nas economias desenvolvidas, como nas economias emergentes.

Verificaram-se diversos fatores que pontualmente condicionaram a evolução do crescimento e deram origem a períodos de incerteza. Em 2014, a nível geopolítico, duas crises concentraram boa parte das atenções. A primeira, entre a Ucrânia e a Rússia, a segunda, decorrente dos avanços de grupos radicais no Iraque e na Síria. A nível económico, a deterioração de alguns indicadores de países emergentes aumentou o receio de um abrandamento mais acentuado do

crescimento. Adicionalmente, as perspetivas para os países mais dependentes de exportações de matérias-primas foram mais afetadas pela evolução negativa dos preços das mesmas.

Nos EUA, após um início de ano marcado pelo impacto negativo das condições climáticas adversas, que levaram o PIB a registar o primeiro trimestre de contração dos últimos três anos, os indicadores económicos recuperaram de forma assinalável a partir da primavera. Nos dois trimestres seguintes assistiu-se, inclusive, ao período de maior expansão económica da última década, com o crescimento a cifrar-se em 4.6% e 5.0%, em cadeia e anualizado, em cada um dos trimestres, respetivamente.

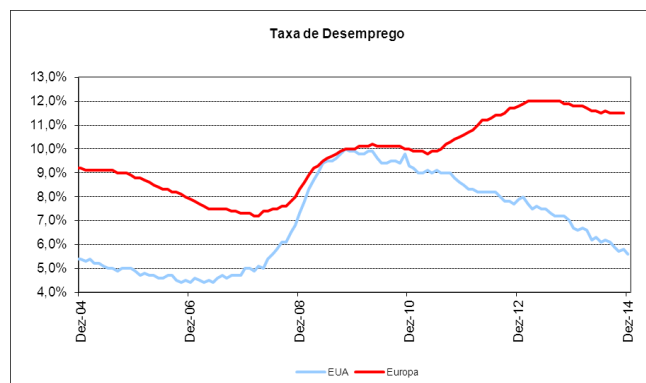


Após dois anos consecutivos de contração, o PIB da Área Euro, de acordo com as Estimativas do Outono da Comissão Europeia, voltou a expandir-se em 2014, 0.8% em termos anuais, resultado que assentou, primordialmente, no contributo da procura doméstica. Nos principais Estados Membros registaram-se taxas de crescimento positivas, exceção feita a Itália, enquanto as economias periféricas voltaram a território de expansão, com destaque para Irlanda e Espanha. O desemprego na região registou uma ligeira redução em 2014, após dois anos consecutivos de aumento. A taxa de desemprego média, até novembro, fixou-se em 11.6%, menos 0.4 pontos percentuais do que o registado em igual período homólogo. Em 2014, a inflação registou um arrefecimento ao longo do ano, mantendo-se sempre abaixo do limite dos 2%, tendo inclusivamente em dezembro a variação homóloga sido negativa (- 0.1%).

No Japão, em consequência do aumento do IVA ainda na primavera, a economia voltou a cair em recessão técnica, o que levou o Primeiro-Ministro, Shinzo Abe, a submeter aos eleitores o seu programa de reformas, mediante a convocação de eleições antecipadas, e o banco central a adotar novas medidas de estímulo, num ano em que a inflação registou o segundo ano consecutivo de variação positiva, algo a que já não se assistia desde 2007 e 2008.

Embora tenham continuado a registar níveis de crescimento muito assinaláveis em 2013, as economias emergentes mantiveram a toada de abrandamento que transitara dos anos anteriores, desta feita extensível à China. A atividade económica continuou a ser limitada por condições menos favoráveis, quer de natureza cíclica, devido ao preço mais baixo das matérias-primas e à fraqueza da procura externa, quer de natureza estrutural, o que em alguns casos continuou a condicionar a produção doméstica. O Brasil merece especial atenção, devendo ter encerrado 2014 com um crescimento de apenas 0.3%, destacando-se

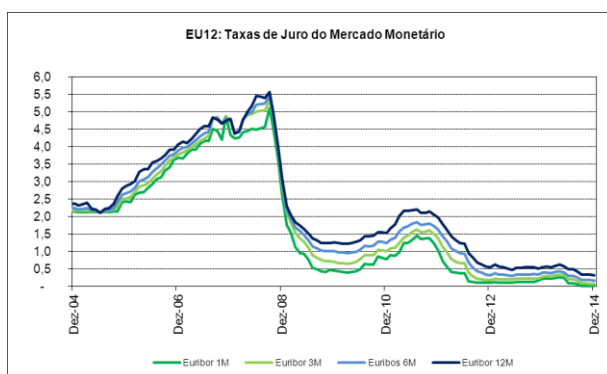
negativamente o comportamento do investimento, assim como a Rússia, onde a atividade foi afetada quer pela descida da cotação do petróleo, quer pelas sanções económicas impostas pelos EUA e pela União Europeia.



No ano em que Portugal encerrou o Programa de Assistência Económica e Financeira, acordado em maio de 2011 entre as autoridades portuguesas, a União Europeia e o FMI, a economia portuguesa, à semelhança da europeia, voltou, de acordo com as Estimativas da Comissão Europeia, a crescer, neste caso, pela primeira vez em quatro anos. Contribuiu, para isso, o comportamento positivo da procura interna, dado que, desta feita, o contributo do comércio externo foi negativo. No mercado de trabalho, de acordo com o Instituto Nacional de Estatística, o último valor da taxa de desemprego, referente ao terceiro trimestre atingiu 13,1%, o registo mais baixo em quatro anos. A inflação manteve-se tendencialmente negativa ao longo do ano, tendo ainda em novembro a variação homóloga sido nula.

1.2. Mercado Monetário

As políticas dos bancos centrais voltaram a ser decisivas para a evolução dos mercados financeiros em 2014, com destaque para o BCE. No decorrer do ano, face aos crescentes riscos deflacionistas numa conjuntura de fraco crescimento económico, o BCE desceu a taxa



diretora europeia para um novo mínimo histórico (0,05%), a taxa de depósito para - 0,20%, anunciou um novo programa de cedência de liquidez (TLTRO) e iniciou medidas de liquidez não convencionais. As pressões deflacionistas acabariam por ser acentuadas pela queda significativa dos preços do petróleo na segunda metade do ano, aumentando assim a

expectativa de medidas adicionais de liquidez por parte do BCE, nomeadamente através da compra de obrigações soberanas.

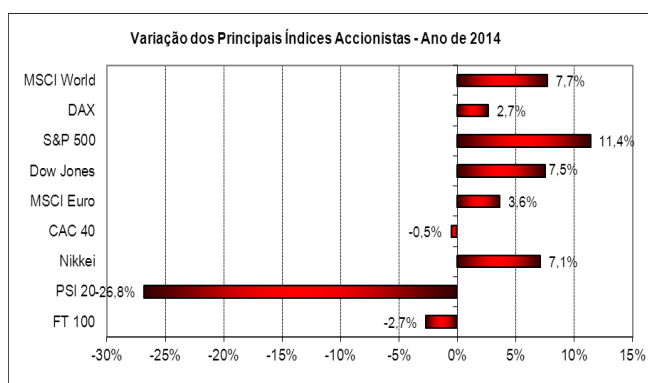
Assim, as taxas de juro de curto prazo europeias reduziram-se substancialmente em 2014, fixando-se em valores mínimos em termos históricos. A taxa Euribor a 3 meses encerrou o ano a 0.08%, registando uma queda de 21 p.b. face a Dezembro de 2013, e a taxa a 12 meses variou - 23 p.b., fixando-se nos 0.33%.

Por outro lado, a Fed, que iniciou o ano com Janet Yellen a substituir Ben Bernanke como Presidente, evoluiu no sentido de normalização da sua política monetária, dada a recuperação da economia americana e do mercado de trabalho. Acabaria por finalizar o seu programa de compras de ativos em outubro, terminando o ano a alterar o seu discurso, sinalizando uma transição na sua política monetária para uma eventual subida de taxas em 2015.

Desta forma, e distintamente ao mercado europeu, a taxa Libor a 3 meses subiu 1 p.b. face a dezembro de 2013, encerrando o ano em 0.26%, e a taxa a 12 meses subiu 5 p.b., fixando-se em 0.63%.

1.3. Mercado Acionista

O ano de 2014 foi marcado pela superioridade da rendibilidade do mercado acionista norte-americano (S&P 500), que terminou o ano num nível recorde e valorizando 11.4% em relação aos restantes mercados desenvolvidos, que subiram 2.9% (MSCI World). O ano foi também caracterizado pelo diferencial de rendibilidades entre os mercados desenvolvidos, que



registaram um desempenho positivo (MSCI World, + 2.9%), e os mercados emergentes, que caíram 4.6% (MSCI Emerging Markets), à semelhança do que já tinha sido observado no ano anterior.

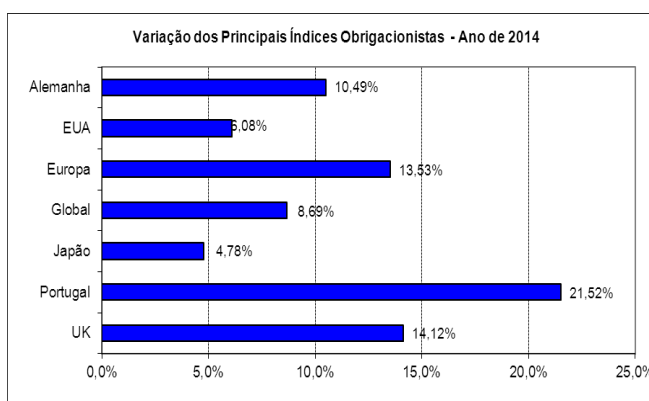
A melhor rendibilidade do mercado norte-americano foi em grande parte influenciada pela dinâmica económica mais positiva nos EUA em relação às outras economias desenvolvidas, que cresceram menos do que o esperado. A evolução económica da Zona Euro foi inferior ao estimado, embora a expectativa de atuação por parte do BCE, num contexto de risco deflacionista, tenha acabado por suportar o mercado acionista europeu, que terminou positivo (Euro Stoxx 600, + 4.4%). Um fator determinante para os mercados acionistas globais acabou também por ser a variação do preço do petróleo, que caiu significativamente na segunda metade do ano, acentuando as pressões deflacionistas que já se sentiam e originando quedas significativas nas valorizações do setor energético. O ano foi igualmente marcado por conflitos geopolíticos na Europa e no Médio Oriente, designadamente a crise na Ucrânia, que se viveu no início do ano, assim como a instabilidade que se viveu no Iraque, eventos que acabaram por se atenuar.

No decorrer do ano, os desenvolvimentos na situação do Banco Espírito Santo, em Portugal, afetaram negativamente o mercado português e, em particular, o setor financeiro periférico. Mais recentemente, o impasse nas eleições presidenciais antecipadas na Grécia, originou também novo aumento da aversão ao risco nos mercados acionistas europeus, sobretudo nos índices dos países periféricos. Neste contexto, entre os índices europeus, destacaram-se pela negativa o mercado português (PSI20), a cair 27%, e o índice grego (ASE), a desvalorizar 29%.

1.4. Mercado Obrigacionista

Ao longo do ano, verificou-se uma tendência significativa de descida das taxas de juro nos prazos mais longos dos mercados de dívida soberana de referência, revertendo a subida verificada no ano anterior. A divergência económica e de expectativa de atuação de política monetária entre os EUA e a Europa levaram, no entanto, a movimentos diferentes nas curvas das duas regiões.

Na Europa, os dados de crescimento inferiores ao esperado e o acentuar de pressões deflacionistas levaram o BCE a reduzir taxas e iniciar um programa de compras de obrigações hipotecárias e securitizações durante o ano. A queda acentuada do preço do petróleo e a deterioração do crescimento ao longo do ano, aumentaram a expectativa de uma eventual compra de obrigações soberanas por parte do BCE já no início de 2015. Esta conjuntura provocou um movimento descendente significativo nas taxas de juro, com destaque para as taxas alemãs com maturidades a 10 anos. O mercado de dívida soberana europeu também de destacou, beneficiando da contração do prémio de risco dos emitentes periféricos da Zona Euro, nomeadamente, Espanha, Itália e Portugal.



Nos EUA a finalização do programa de compras e a intensificação da perspetiva de subidas de taxa de juro em 2015, colocaram pressão ascendente nas taxas de curto prazo, embora os prazos mais longos tenham descido significativamente durante o ano, mais influenciados pela não existência de pressões inflacionistas na economia.

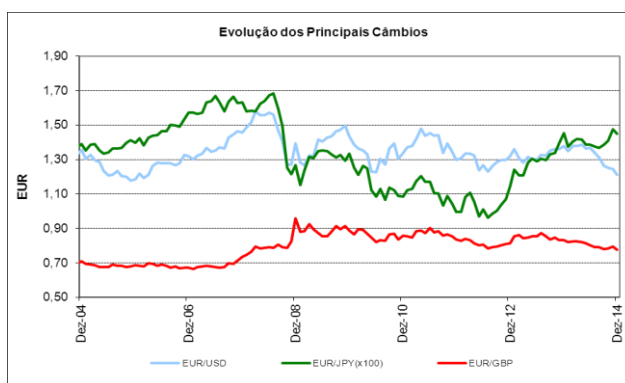
Assim, ao longo do ano de 2014, foi visível o desfasamento de ciclo económico entre EUA e a Europa, principalmente nas maturidades mais curtas, com os 2 anos de EUA e Alemanha a variarem + 28 p.b. e - 31p.b., respetivamente, refletindo expectativas divergentes de atuação dos bancos centrais. Já os prazos a 10 anos, movimentaram-se em linha com os receios deflacionistas globais, ainda que com uma melhor *performance* da Alemanha em relação aos EUA. A *yield* a 10 anos na Alemanha caiu 139 p.b., fixando-se num nível mínimo histórico de

0.54%, e a taxa a 10 anos nos EUA caiu 86 p.b., fixando-se a 2.17%. Já em relação à periferia, Portugal, Espanha e Itália estreitaram 206 p.b., 115 p.b. e 85 p.b. face à Alemanha, respetivamente.

Deste modo, os índices JP Morgan EUA, Europa e Alemanha valorizaram 6.1%, 13.5% e 10.5%, respetivamente.

1.5. Mercado Cambial

No ano de 2014, o comportamento do mercado cambial foi marcado pela forte valorização do Dólar norte-americano contra as outras moedas, fruto da perspetiva de alteração de política monetária por parte da Fed. Destaque para a valorização do Dólar contra o Euro (13.6%) e contra o Iene Japonês (13.7%). Destaque ainda para as moedas de mercados emergentes, que tiveram outro ano negativo, com o índice JPM EM Currencies a desvalorizar 12%.



Assim, ao longo de 2014, o Dólar registou uma apreciação de 13% face ao cabaz de trocas com os principais parceiros comerciais. Já o índice equivalente, mas para o Euro, acabou a desvalorizar cerca de 6% contra os principais parceiros, durante o ano.

2. CARTEIRA DO FUNDO DE PENSÕES ABERTO CAIXA REFORMA ACTIVA

Em 31 de dezembro de 2014, a carteira do Fundo era, maioritariamente, constituída por obrigações de taxa indexada, obrigações de taxa fixa de dívida pública e por ativos de mercado monetário. Comparativamente à sua composição em 31 de dezembro de 2013 destaca-se um reforço do investimento em obrigações de taxa fixa de dívida pública e a ativos de mercado monetário, por contrapartida da redução da exposição obrigações de taxa variável e a ativos de mercado imobiliário.

Ao longo do ano de 2014, as principais decisões de alocação e seleção foram as seguintes:

- Posicionamento *overweight* a depósitos a prazo;
- Posicionamento *underweight* a obrigações taxa indexada e a ativos de mercado imobiliário;
- Posicionamento *overweight* a ações europeias, gerido taticamente ao longo do período em análise, com mais ênfase durante o primeiro e quarto trimestres do ano. No que diz respeito à alocação setorial, foi mantido ao longo do ano, o *overweight* a empresas mais cíclicas contra empresas defensivas, embora com um desvio moderado face ao índice de referência;
- Posicionamento *underweight* a ações americanas durante o primeiro semestre do ano;
- Durante o segundo e terceiro trimestres foi adotada uma estratégia *long/ short* na curva de taxa de juro americana, através de uma posição longa nos 10 anos compensada por uma posição curta nos 2 anos, mantendo a neutralidade da duração, com o objetivo de aproveitar o *flattening* da curva de taxa de juro;
- No início do quarto trimestre adotou-se um posicionamento curto em termos de duração através do fecho da posição longa nos 10 anos americanos, mantendo-se a posição curta nos 2 anos, dada a perspetiva de subida de taxas de juro, mais pronunciada no curto prazo;
- No final do ano aumentou-se o posicionamento curto de duração, com a troca parcial da exposição curta nos 2 anos por uma posição curta simultaneamente nos 2 e nos 5 anos da curva americana;
- Exposição ligeiramente *overweight* na classe de obrigações de taxa fixa de dívida pública, através da seleção de um instrumento com alocação central a obrigações de dívida pública dos países *core* europeus (Alemanha, França, Áustria) e com posicionamento tático no mercado acionista alemão;
- No segmento de obrigações taxa fixa de dívida pública europeia foi mantido um posicionamento dinâmico entre neutral e ligeiro *underweight*, em termos de duração. No que diz respeito à alocação geográfica, em termos de seleção foi privilegiado o

investimento em dívida dos países periféricos (Itália Espanha e Portugal) e *covered bonds* contra dívida dos países core (Alemanha e França).

A evolução dos ativos e a composição da carteira, decidida em termos de distribuição por segmentos de investimento, traduziram-se numa rentabilidade acumulada do Fundo, no ano, de 4,25%%, contra 2,52% do respetivo *benchmark*.

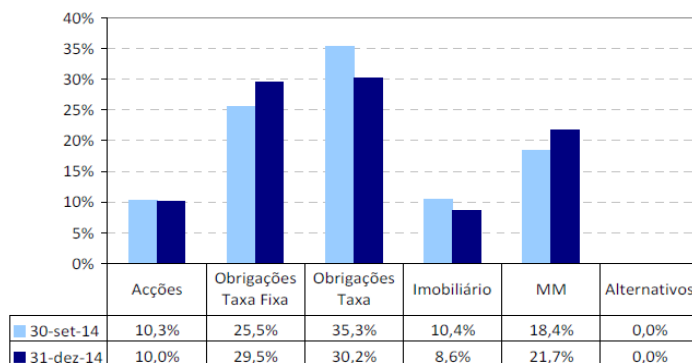
Fundo Pensões Aberto Caixa Reforma Activa | Alocação por classes de ativos



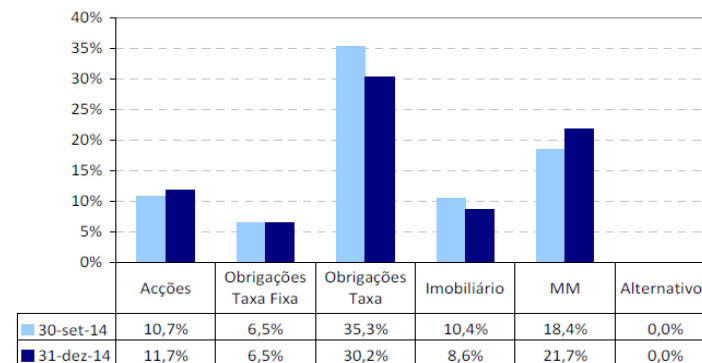
31-dez-14

OverWeight / UnderWeight face ao Benchmark -30% -20% -10% 0% 10% 20%	EXPOSIÇÃO POR CLASSES DE ATIVOS	SEM FUTUROS		COM FUTUROS		Benchmark	Limites Min- Max
		Peso Médio YTD	Final Mês	Peso Médio YTD	Final Mês		
1,7%	Ações	9,853%	10,032%	10,900%	11,716%	10,0%	0%-35%
13,5%	Investimento Direto	9,853%	10,032%	9,853%	10,032%		
	Investimento via Futuros			1,048%	1,685%		
19,8%	Obrigações Taxa Fixa	22,525%	29,475%	15,333%	6,476%	20,0%	0%-40%
	Investimento Direto	22,525%	29,475%	22,525%	29,475%		
	Investimento via Futuros			-7,192%	-23,000%		
-6,4%	Obrigações Taxa Indexada	35,496%	30,215%	35,496%	30,215%	50,0%	30%-70%
16,7%	Imobiliário	12,168%	8,558%	12,168%	8,558%	15,0%	0%-25%
	MM	19,958%	21,721%	19,958%	21,721%	5,0%	0%-25%
	Depósitos a Prazo		13,963%		13,963%		
	MM (contas margem futuros e outros)		7,757%		7,757%		
0,0%	Investimentos Alternativos	0,000%	0,000%	0,000%	0,000%	0,0%	0%-10%
		100,000%	100,000%	93,86%	78,68%	100,00%	

Evolução da Composição da Carteira Sem Futuros



Evolução da Composição da Carteira Com Futuros

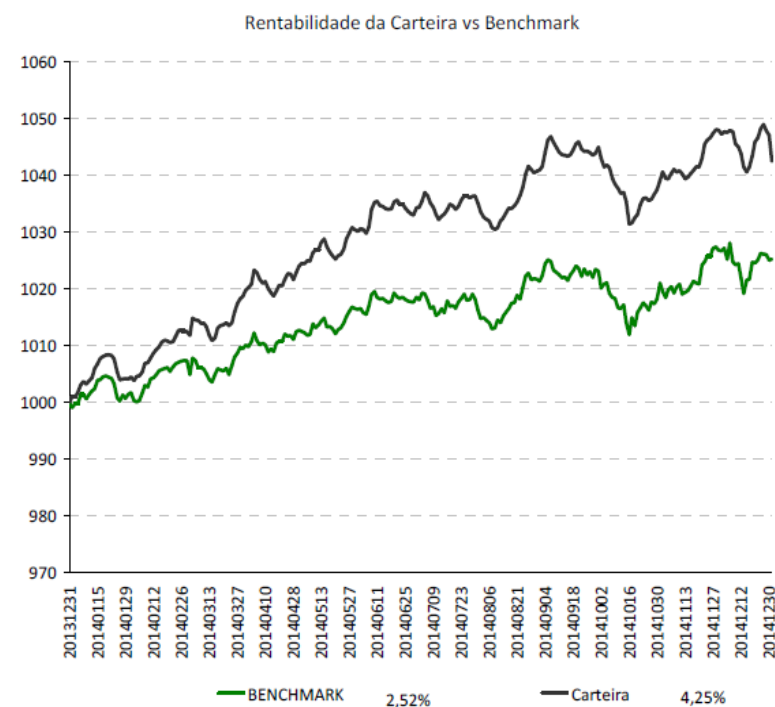


Direcção Gestão de Risco

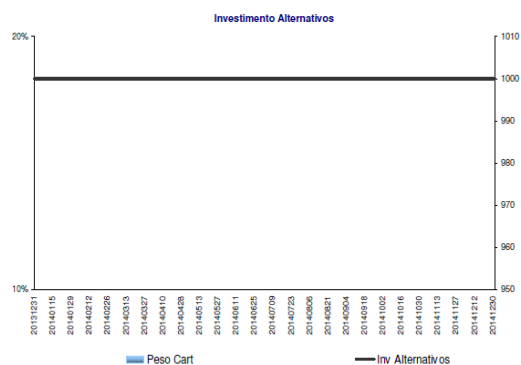
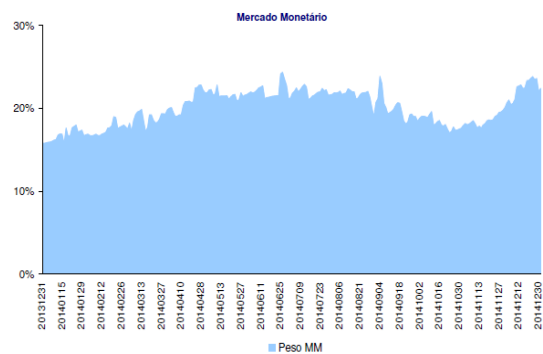
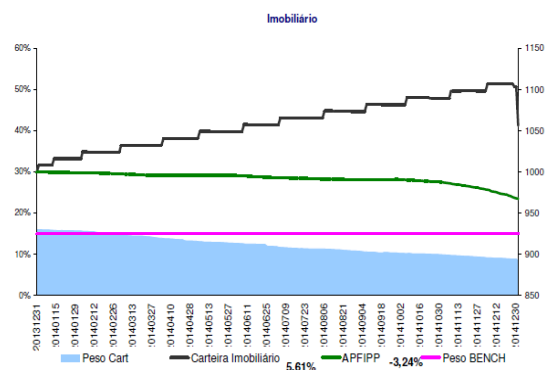
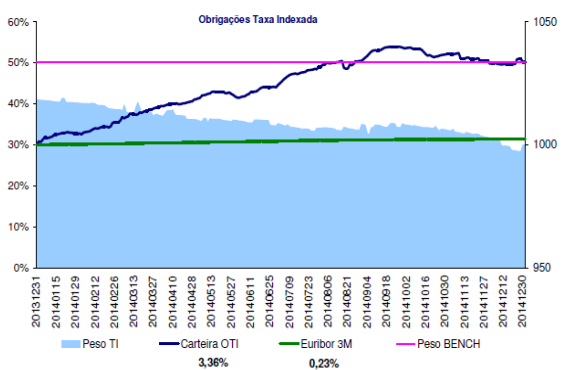
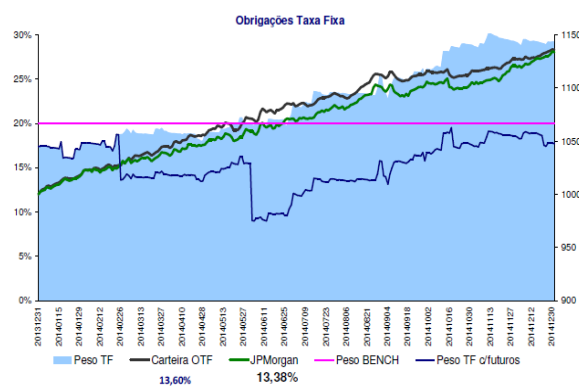
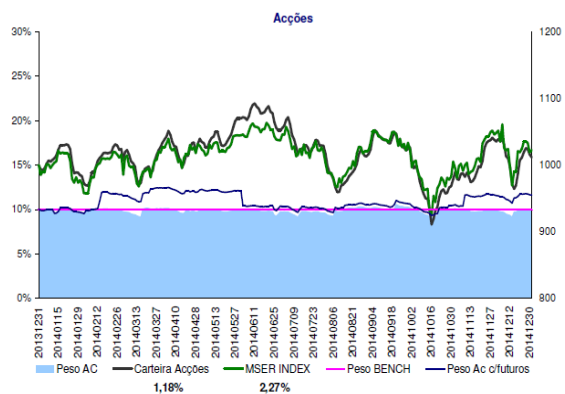
Fundo Pensões Aberto Caixa Reforma Activa | Rentabilidades

Performance	TRIM		YTD	
	Carteira	Benchmark	Carteira	Benchmark
Carteira Total	-0,14%	0,17%	4,25%	2,52%
Acções				
Contributo Absoluto s/Futuros	-0,16%	-1,04%	1,77%	2,27%
Contributo Absoluto c/Futuros	-1,20%		1,18%	
Contributo Relativo s/Futuros	0,02%		0,30%	
Contributo Relativo c/Futuros	-0,08%	-0,05%	0,26%	0,34%
Obrigações Taxa Fixa				
Contributo Absoluto s/Futuros	1,98%	2,84%	13,40%	13,38%
Contributo Absoluto c/Futuros	2,03%		13,60%	
Contributo Relativo s/Futuros	0,57%		2,72%	
Contributo Relativo c/Futuros	0,59%	0,56%	2,75%	2,55%
Obrigações Taxa Indexada				
Contributo Absoluto	-0,56%	0,03%	3,36%	0,23%
Contributo Relativo	-0,19%	0,01%	1,23%	0,12%
Imobiliário				
Contributo Absoluto	-2,35%	-2,35%	5,61%	-3,24%
Contributo Relativo	-0,18%	-0,36%	0,88%	-0,49%
Valor da Carteira	81.814.081 (Euros)			
Tracking Error	1,76%			

Direcção Gestão de Risco



Fundo Pensões Aberto Caixa Reforma Activa | Gráficos Classes de Ativos

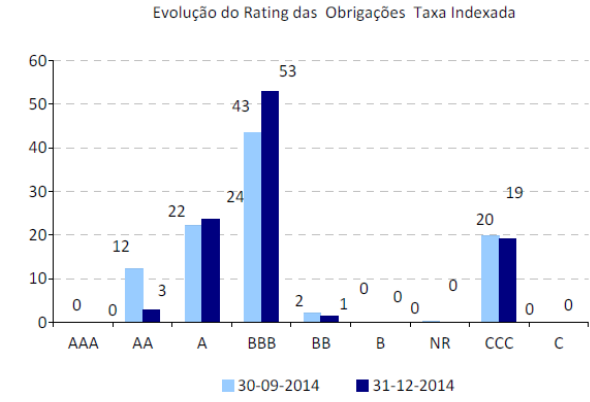
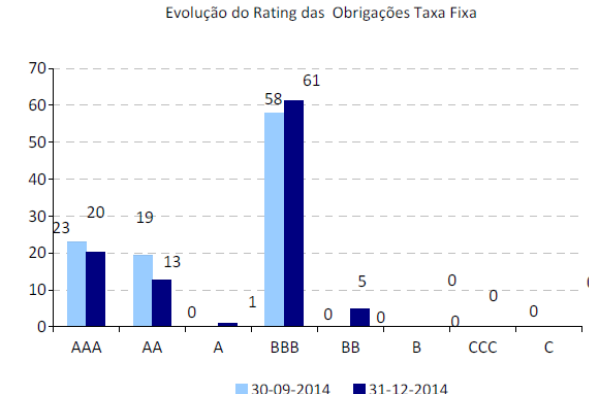
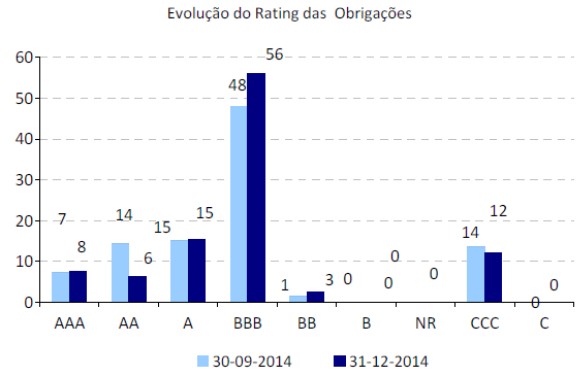
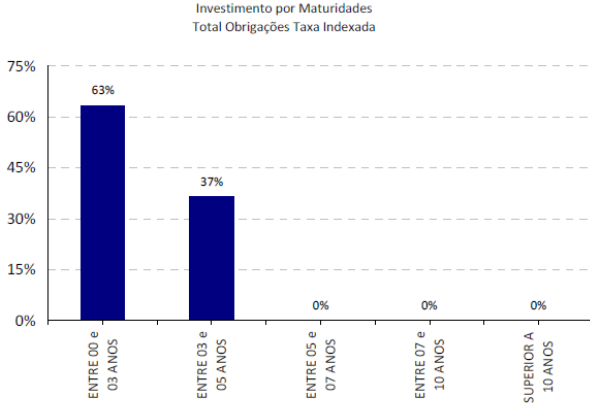
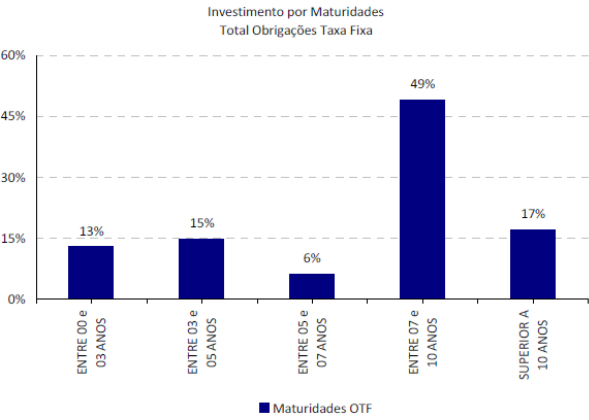
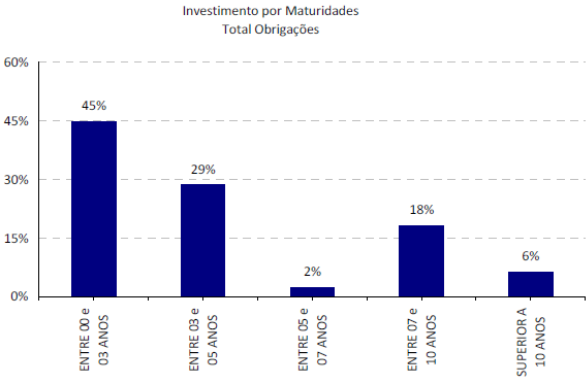


Direção Gestão de Risco

Fundo Pensões Aberto Caixa Reforma Activa | Ratings e Maturidades Obrigações



31-dez-14



Direção Gestão de Risco