



Caixa Geral de Depósitos



CGD Pensões

Relatório e Contas 2015

FUNDO DE PENSÕES ABERTO

CAIXA REFORMA PRUDENTE

ÍNDICE

DESTAQUE	3
1. A CONJUNTURA ECONÓMICA E FINANCEIRA	4
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
2. ENQUADRAMENTO DOS FUNDOS DE PENSÕES	24
3. CARTEIRA DO FUNDO DE PENSÕES ABERTO CAIXA REFORMA PRUDENTE	
3.1 <i>Comentário à gestão e indicadores de evolução e performance</i>	25
3.2 <i>Política de Investimento</i>	63
4. DESAGREGAÇÃO POR TIPO DE ADESÃO E POR TIPO DE PLANO	74
4.1 <i>Adesões Coletivas</i>	74
4.2 <i>Adesões Individuais</i>	75

ANEXOS

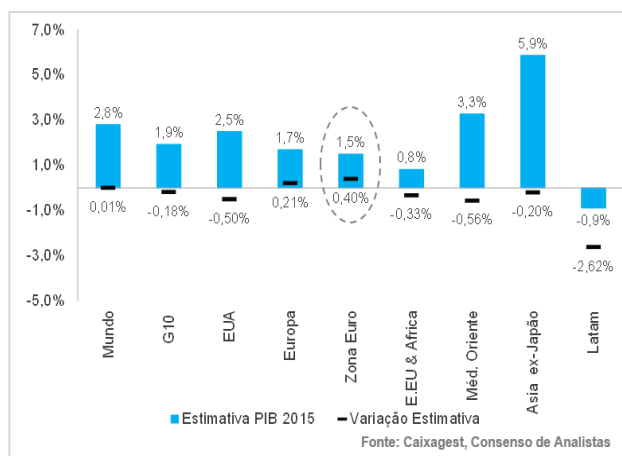
**RELATÓRIOS DE RISCO NO ÂMBITO DA NORMA REGULAMENTAR
N.º8/2009-R, DE 4 DE JUNHO**

RELATÓRIO DO AUDITOR E CERTIFICAÇÃO LEGAL DE CONTAS

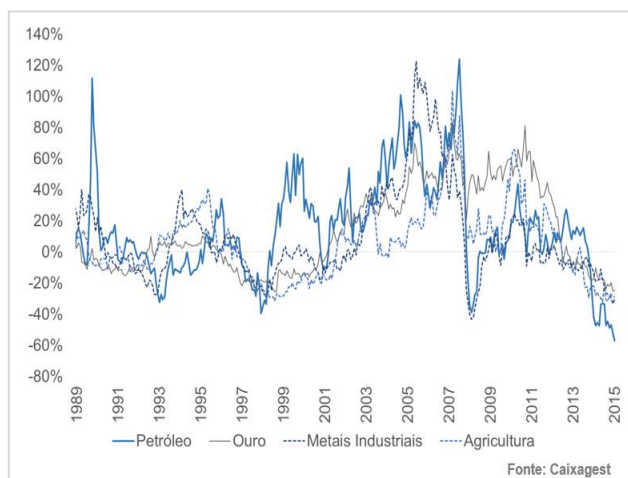
Destaque

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.



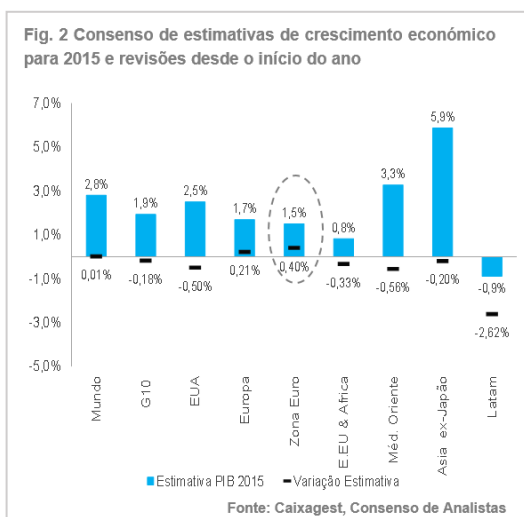
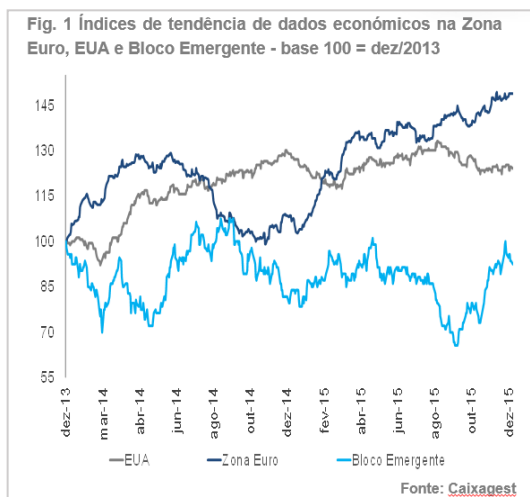
1. A CONJUNTURA ECONÓMICA E FINANCEIRA

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

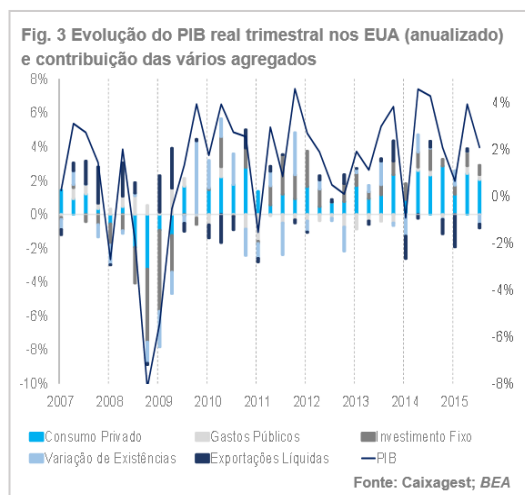


Fig. 4 Evolução do Purchasing Managers' Index (PMI) para o setor da indústria nos vários blocos económicos

PMI Indústria	2015											
	j	f	m	a	m	j	j	a	s	o	n	d
Bloco Desenvolvido												
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
Bloco Emergente												
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

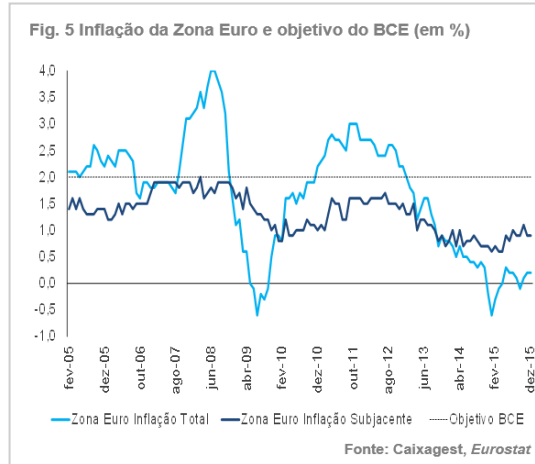
novembro face ao ano anterior, enquanto que o PMI industrial continua a sinalizar uma desaceleração no setor secundário (ver Fig. 4). A intervenção do governo e banco central, através de medidas expansionistas, geraram receios de que a economia chinesa estaria a abrandar de forma mais significativa do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

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

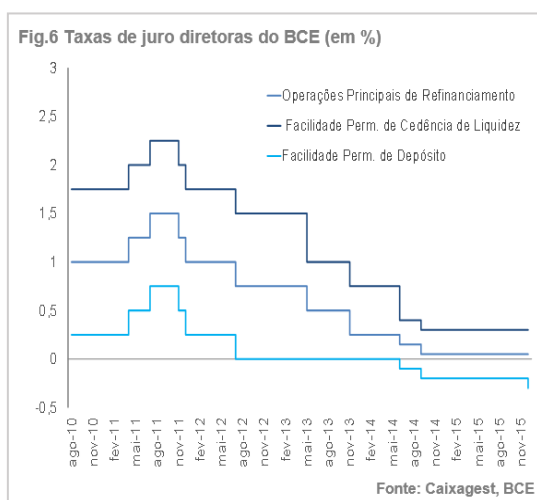
com a forte desvalorização dos respetivos preços e com o abrandamento da procura chinesa. Adicionalmente, a apreciação do Dólar, dadas as perspetivas de subidas de taxas nos EUA, veio agravar a tendência de depreciação das moedas locais, enquanto desenvolvimentos políticos destabilizaram países como 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).

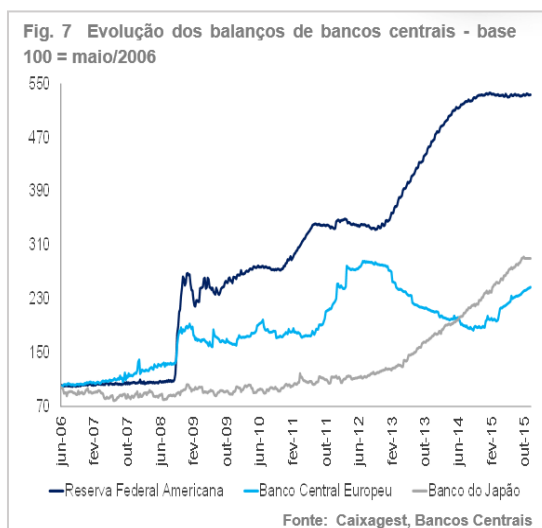


Nos EUA, a 16 de Dezembro, a Reserva Federal (Fed) iniciou a muito aguardada normalização de política monetária, o primeiro movimento das taxas diretoras desde dezembro de 2008. A decisão de subir o nível de referência das *Fed Funds* (FF) foi acompanhada por um compromisso de futuramente proceder de 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



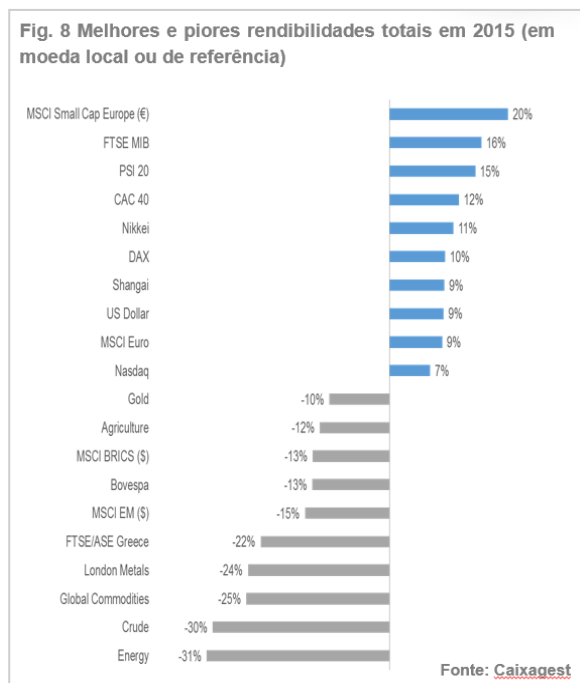
Internacional, que acabaria por ser formalmente anunciado no final de novembro, entrando em efeito a partir de outubro de 2016. Mais recentemente, o *PBoC* anunciou a transição da referência usada para a definição da taxa de câmbio na China, com base no Dólar, para um novo índice composto pelas moedas 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 (Shanghai) 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).

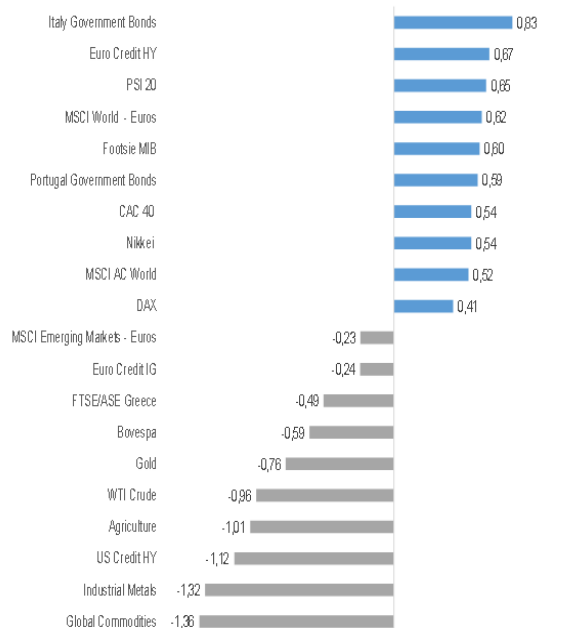
No espectro mais negativo, confirmou-se a tendência verificada ao longo do ano de *performances* dos mercados acionistas emergentes, e de Grécia, bem como da classe de matérias-primas. Neste domínio, todos os segmentos desde metais preciosos até às mais cíclicas, registaram rendibilidades negativas, 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).

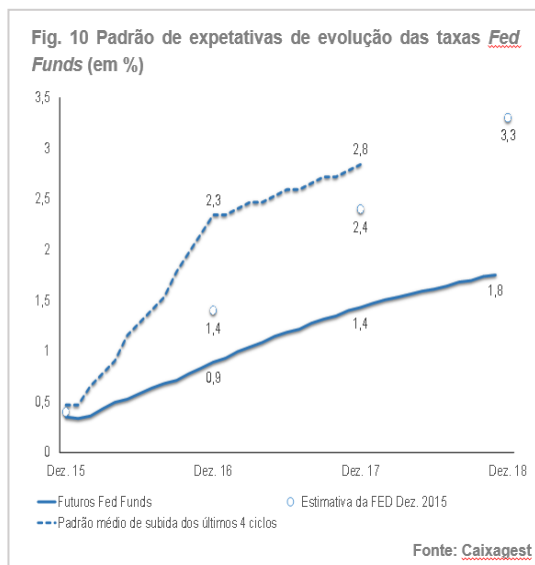
Fig. 9 Melhores e piores diferenciais de rendibilidades vs. mercado monetário, ajustadas pelo risco - Índice de *Sharpe*



Fonte: **Caixagest**

1.3.2 Monetário

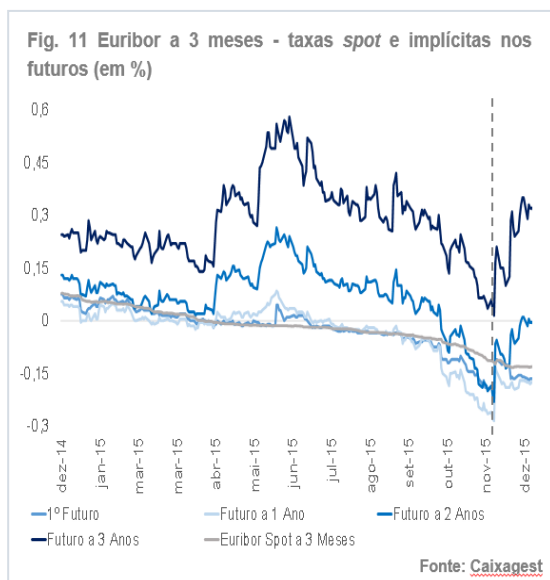
Nos EUA, após a decisão de subida da taxa diretora *FF*, em dezembro último, as taxas implícitas nos respetivos contratos futuros continuaram a evidenciar um padrão de subida. No final de 2015, o mercado de derivados tinha implícito um movimento de subidas acumuladas de



FF, para um nível próximo de 0,90%, no final de 2016, e de 1,40%, no final de 2017, traduzindo-se numa expectativa de ciclo de subidas, mais gradual, face aos anteriores. Apesar deste movimento, as expectativas quanto à taxa em vigor no final de 2015 e 2016, reduziram-se ao longo do ano, já que no final de 2014 o contrato de futuros, referente a dezembro de 2015, evidenciava uma taxa de 0,61%, face aos 0,24% atingidos no final de 2015. Paralelamente, os futuros referentes a dezembro de 2016 registaram uma redução das suas taxas implícitas de 1,54% para 0,89%, no

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.



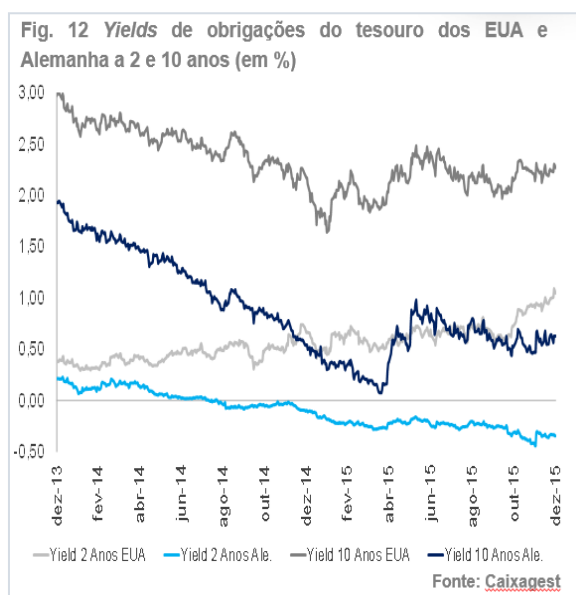
Na Zona Euro, com a decisão do conselho de governadores do BCE, em dezembro, de aumentar os estímulos quantitativos em curso, os instrumentos de mercados monetários, *spot* e futuros, registaram uma inversão do movimento anteriormente verificado que se traduzia numa maior agressividade de expectativas 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).

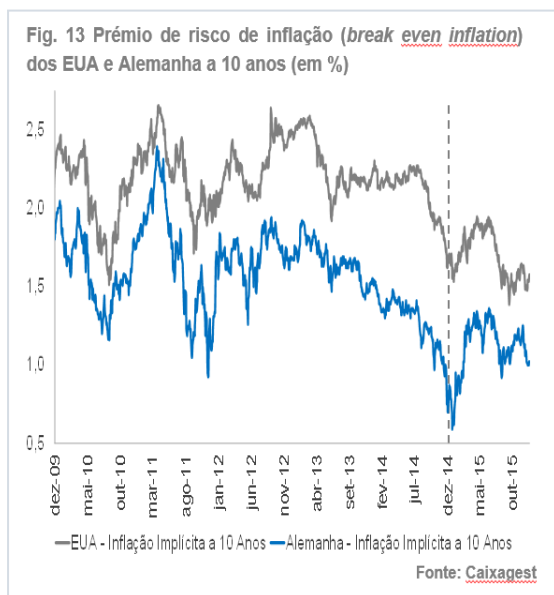
No ano de 2015, a média mensal da taxa de referência de prazo mais curto *EONIA* desceu 5p.b., com o valor de final do ano a fixar-se em -0,13%. No mesmo período temporal, as taxas *Euribor* a 3 meses desceram cerca de 21p.b., de 0,08% para -0,13%, enquanto que o indexante para o prazo de 12 meses registou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



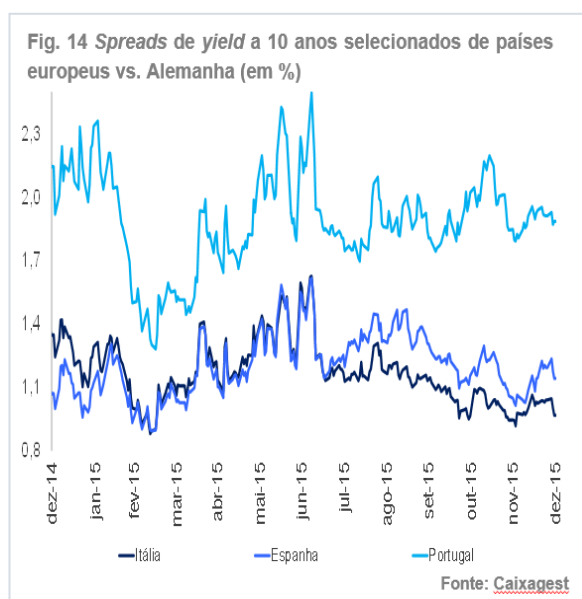
caso do prazo a 2 anos, verificou-se uma maior divergência comportamental associada à diferenciação de ciclos económicos e de políticas monetárias, com a *Fed* a decretar a primeira subida de *FF* e o BCE a continuar com as operações de mercado aberto de compra de ativos. A taxa americana subiu 38p.b., 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).

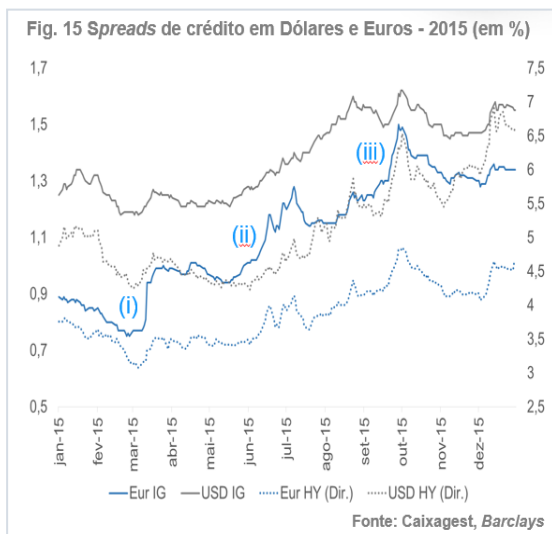
Na Zona Euro, os *spreads* a 10 anos de Itália e de Espanha registaram, em 2015, um comportamento menos direcional face aos anos anteriores. Ainda assim, verificou-se uma melhor *performance* do prémio de risco italiano, que estreitou 38p.b., face a um alargamento marginal verificado no caso do *spread* 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

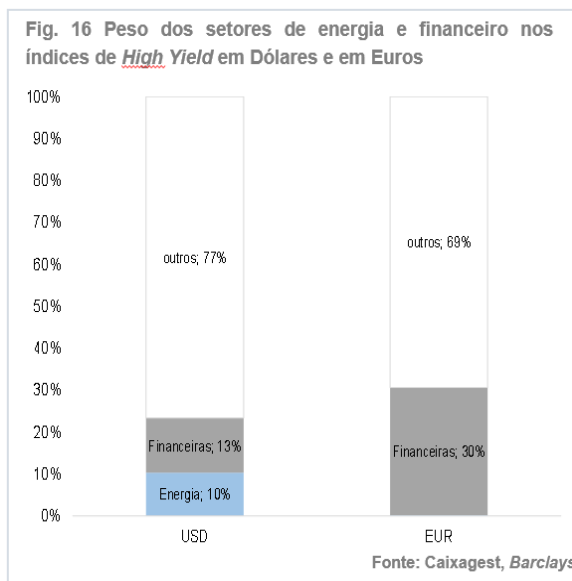


reforçada, acabou por se registar o maior alargamento relativo de *spreads*, evoluindo de 0,90% para 1,34% ao longo do ano, o que comparou com o melhor comportamento relativo do segmento de *HY* em Euros, com um alargamento de 71p.b. para 458p.b.. Paralelamente, no que respeita às emissões em *USD*, 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,

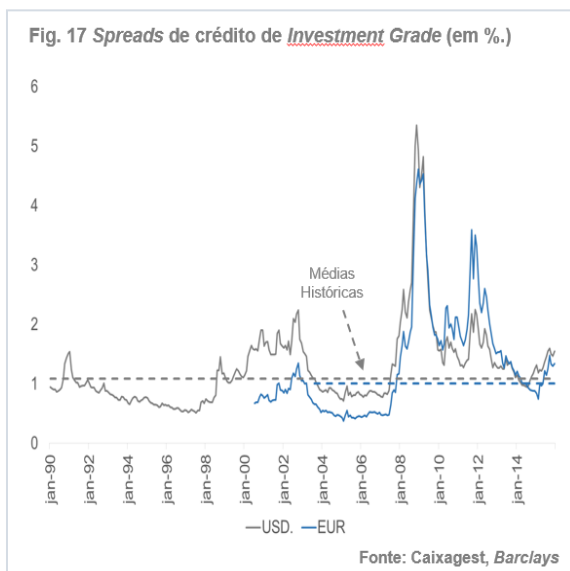
resulta do ciclo de crédito americano estar num estado mais maduro face ao europeu e que se tem traduzido num aumento mais significativo dos níveis de alavancagem corporativa. No que respeita ao caso específico do segmento de *HY*, por ter uma maior exposição relativa aos setores de energia e de recursos 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,

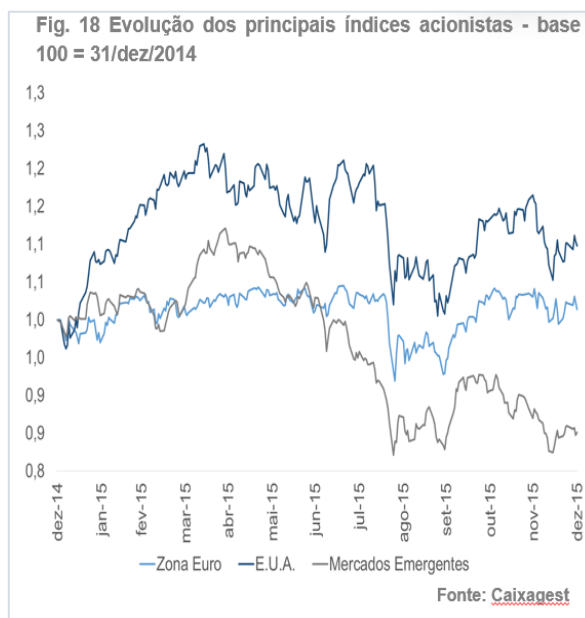
numa ótica de excesso de rendibilidade adicional face aos ativos de menor risco e num contexto de taxas de juro ainda historicamente baixas.

1.3.5 Ações

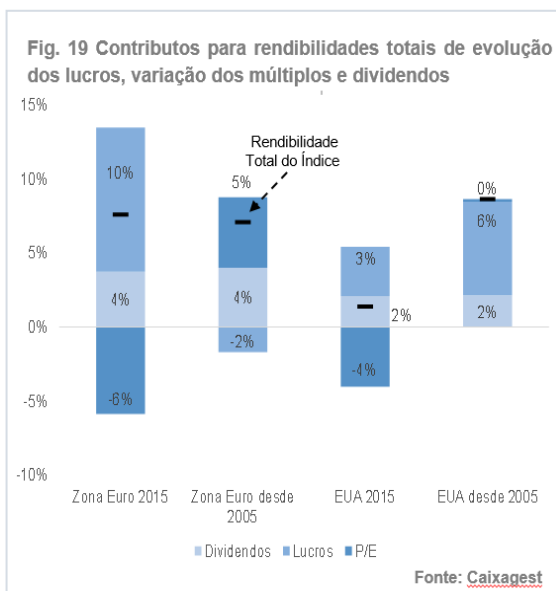
Os mercados acionistas globais terminaram as últimas semanas de 2015 a registarem perdas, com as ações americanas, europeias e de mercados emergentes (em Euros) a perderem 2%, 5% e 5%, respetivamente, no mês de dezembro. No ano, os mercados dos EUA e europeu registaram rendibilidades acumuladas positivas, 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

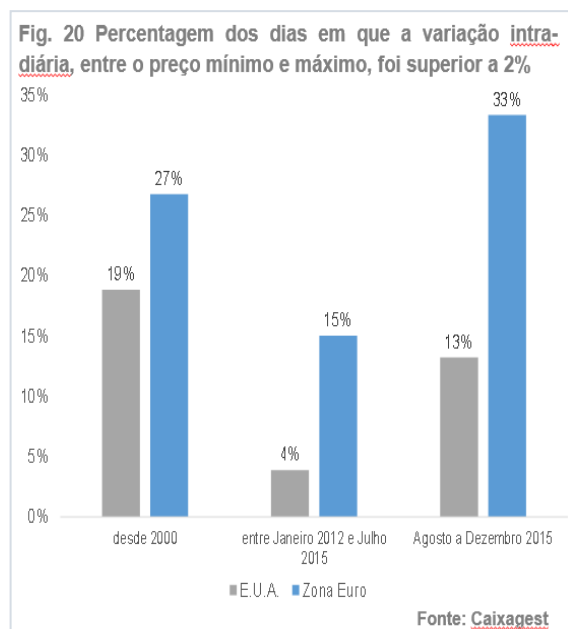
comportamento dos mercados compara com o dos últimos 5 anos, onde o índice de países desenvolvidos registou uma rendibilidade média anual de 12%, muito acima da respetiva média de longo prazo, destacando-se a *performance* do índice *S&P 500*.



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).

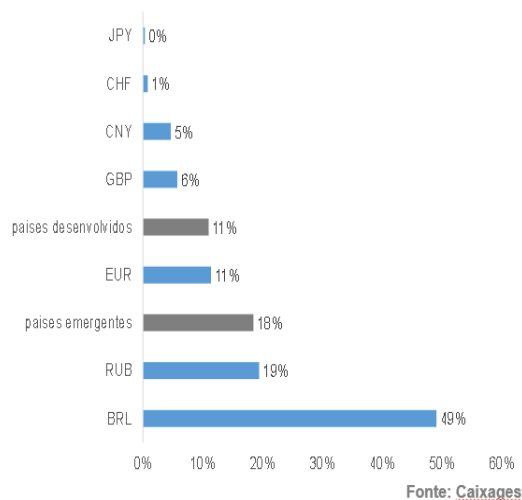


a referida percentagem a convergir para a média de longo prazo (ver Fig. 20). O período de menor volatilidade coincidiu com a recente fase de políticas monetárias expansionistas. O início da subida de taxas pela *Fed*, a divergência atual de políticas monetárias e as incertezas na China poderão contribuir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

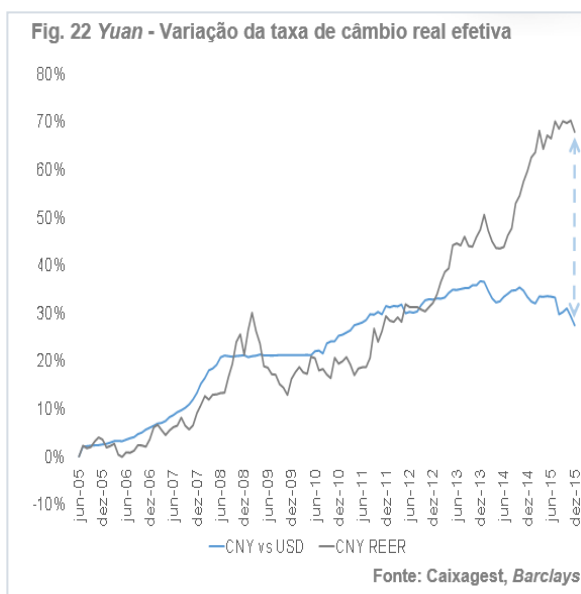
1.3.6 Cambial

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.



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

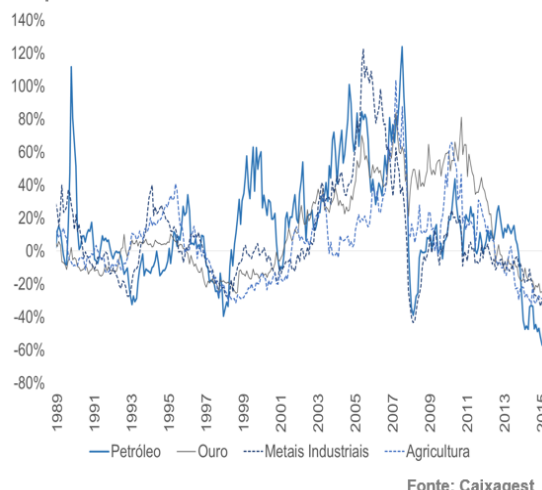
O preço das matérias-primas continuou a tendência de deterioração desde o início de 2011 em resultado do abrandamento da procura, em especial da China, da aceleração da oferta e da valorização do Dólar. As matérias-primas aceleraram a sua tendência de deterioração ao longo

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.

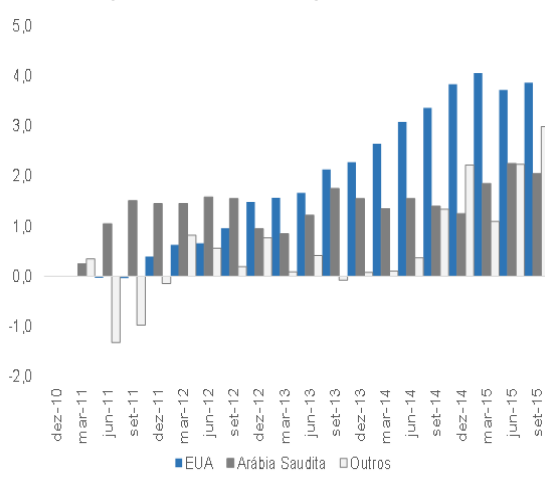
No que concerne ao petróleo, a produção americana em níveis relativamente elevados, conjugada com os níveis de produção da OPEP, liderada pelos aumentos da Arábia Saudita e do Iraque e pelo regresso do Irão aos mercados mundiais no primeiro trimestre de 2016, fazem com que não seja previsível uma redução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



Fonte: Caixaquest

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



Fonte: Caixaquest, US DOE, IEA

Nos metais preciosos, o ouro registou uma rendibilidade 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 acomodáticas 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
Monetário		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
Governos		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
Crédito		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
Ações		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%
Matérias-Primas		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%
Moedas		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 <i>PERFORMANCES</i> TOTAIS, EM MOEDA LOCAL OU DE REFERÊNCIA; A BASE PARA O CÁLCULO DE VARIAÇÃO DE <i>YIELDS</i> , <i>SPREADS</i> E PREÇOS DAS CLASSES DE GOVERNOS, CRÉDITO E MATÉRIAS-PRIMAS SÃO OS ÍNDICES <i>JP MORGAN</i> , <i>BARCLAYS</i> E <i>S&P GSCI</i> , RESPECTIVAMENTE.						

Estimativas Económicas	PIB Real Anual (% Crescimento Homólogo)				PIB Real Trimestral (% Crescimento Homólogo)				Índice de Preços do Consumidor (% Crescimento Homólogo)			
	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
Suiça	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
PMI Indústria						Bloco Desenvolvido					
	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						Suiça	Rate on Sight Deposit	-0,75	-50	jan-15	2016/03/17
	EUA	Jan	55,3	55,9	2016/02/03	Suécia	Repo Rate	-0,35	-35	jul-15	2016/02/11
>50 = "expansão" económica	Zona Euro	Jan	54,2	54,2	2016/01/22	Bloco Emergente					
<50 = "contração" económica	Japão	Jan	51,5	51,6	2016/02/03	Brazil	Selic O/N	14,25	200	jul-15	2016/01/20
	China	Jan	54,4	53,6	2016/02/01	Rússia	Key Pol Rate	11,00	-400	jun-15	2016/01/29
	Brasil	Jan	43,5	45,5	2016/02/03	Índia	Repo Rate	6,75	-125	set-15	2016/02/02
Produção Industrial						China	1-yr working	4,35	-125	out-15	-
	EUA	Dec	-1,2	0,3	2016/01/15	África do Sul	Repo Rate	6,25	50	jul-15	2016/01/28
Variação homóloga anual (%)	Zona Euro	Nov	1,9	1,3	2016/01/13	Túrcia	1-wk Repo	7,50	-25	fev-15	2016/01/19
	Japão	Nov	1,6	-1,4	2016/01/18	Polónia	Reference Rate	1,50	-50	mar-15	2016/01/14
	China	Dec	6,2	5,6	2016/01/19	* a última variação do BCE incidiu sobre a taxa de depósitos e não sobre a taxa de referência					
	Brazil	Dec	-12,4	-11,1	2016/02/02	Principais Eventos no Próximo Mês					
Vendas a Retalho						2016-01-14	Reunião do Banco de Inglaterra				
	EUA	Dec	1,4	1,7	2016/01/15	2016-01-21	Reunião do Banco Central Europeu				
Variação homóloga anual (%)	Zona Euro	Dec	1,4	2,4	2016/02/03	2016-01-27	Reunião da Reserva Federal Americana				
	Japão	Dec	-1,0	1,8	2016/01/27						
	China	Dec	11,2	11,0	2016/01/19						
	Brazil	Nov	-5,6	-6,3	2016/01/13						
Produto Interno Bruto											
	EUA	4Q	2,1	2,7	2016/01/29						
Variação homóloga anual (%)	Zona Euro	4Q	1,6	1,6	2016/02/12						
	Japão	4Q	1,6	0,7	2016/03/07						
	China	3Q	6,9	7,0							
	Brazil	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						
	Brazil	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						
	Brazil	Dec	10,7	10,5	2016/02/05						

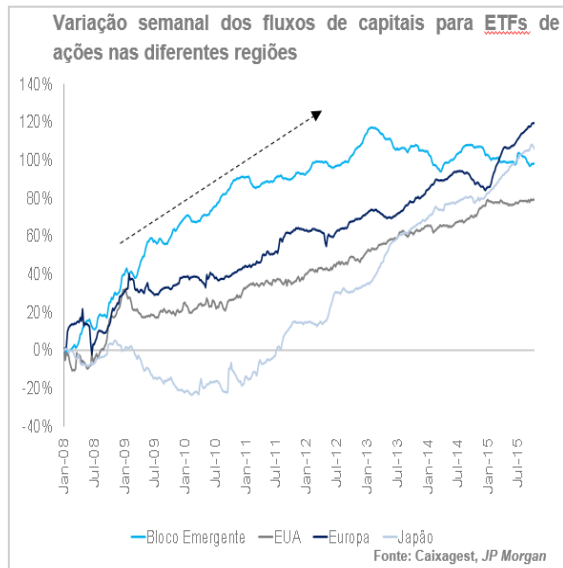
NOTA: AS ESTIMATIVAS ECONÓMICAS SÃO REFERENTES AO CONSENSO DE ANALISTAS; OS VALORES RELATIVOS A 2014 CONSTITUEM DADOS FINAIS JÁ DIVULGADOS; O PERÍODO DOS DADOS ECONÓMICOS ALUDE À RESPECTIVA DATA DE DIVULGAÇÃO E NÃO AO PERÍODO DE COMPILAÇÃO, QUE NA GENERALIDADE É REFERENTE AO MÊS ANTERIOR (COM EXCEÇÃO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

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.

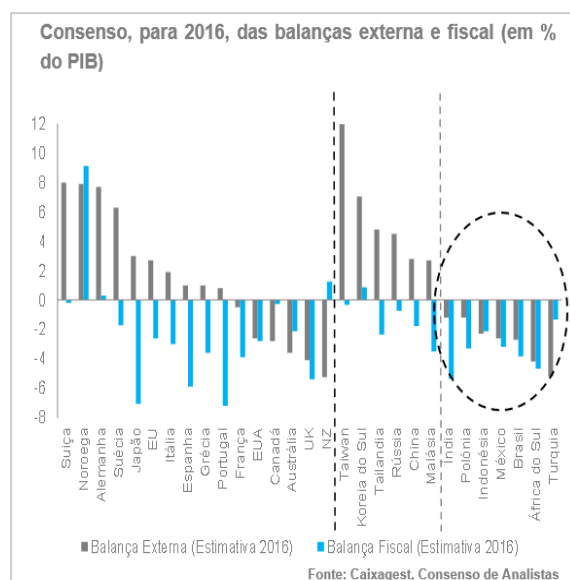


Os mercados emergentes, por via do diferencial das suas taxas de juro com as taxas dos países desenvolvidos e da abundância de liquidez existente no mercado, usufruíram de influxos de capitais externos significativos nas suas economias. A procura pelos seus ativos financeiros e os baixos custos de financiamento,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

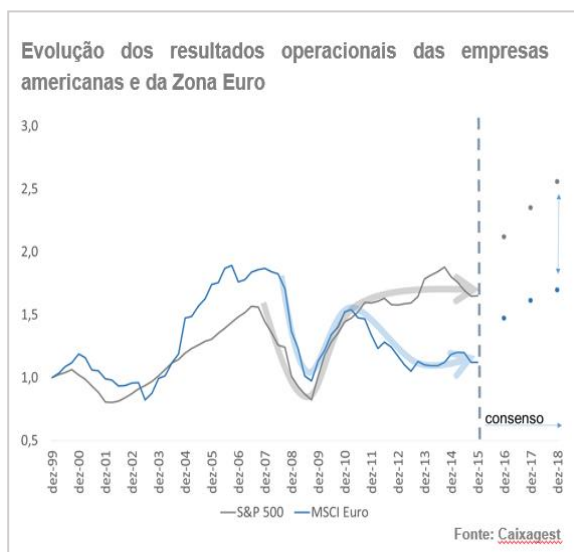
Os países particularmente expostos a estes riscos são aqueles que dependem de financiamento externo para os seus défices internos, como é o caso do Brasil, África do Sul, Indonésia e México, entre outros. Para os países cuja dívida foi emitida em Dólares também subsiste o problema das suas moedas locais 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

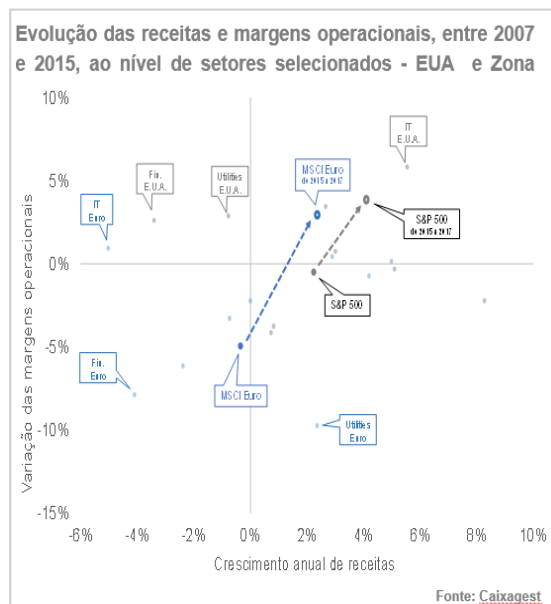


compráveis americanas. Este facto poderá ser reflexo do maior nível agregado de alavancagem, bem como do maior peso de setores atualmente poucos cíclicos, como tecnologia e farmacêuticas, no índice americano.

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.

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.

3. CARTEIRA DO FUNDO DE PENSÕES ABERTO CAIXA REFORMA PRUDENTE

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

Em 31 de dezembro de 2015 a carteira do Fundo era, maioritariamente, constituída por obrigações. Comparativamente à sua composição em 31 de dezembro de 2014, destaca-se um reforço do investimento em obrigações, por contrapartida da redução da exposição a depósitos a prazo.

Ao longo do ano de 2015, as principais decisões de alocação e seleção foram as seguintes:

- Renovação de depósitos a prazo a um ano e gestão de liquidez de curto-prazo durante o primeiro trimestre;
- Redução da alocação a liquidez por vencimento de depósitos a prazo, com o nível de taxas de depósitos a prazo a reduzirem a sua atratividade face às *yields* das obrigações, no intervalo de *rating investment grade* 2-4 anos;
- Aumento da exposição a obrigações de taxa fixa crédito, linearizadas de forma oportunista, aproveitando momentos de subida de taxas e alargamento de *spreads*, com enfoque nas maturidades entre 2017-2021;
- No segundo trimestre do ano incrementou-se a exposição a dívida pública periférica, com foco nas maturidades em torno dos 5 anos;
- Aumento na alocação a obrigações de taxa variável por redução da sobre-exposição a depósitos a prazos, com foco nas emissões em torno dos 2-3 anos;
- Alocação a fundos de crédito de curto-prazo para ajustes de movimentos a aguardar oportunidades de investimento em mercado primário.
- A rentabilidade do fundo acabou por ser marcada desfavoravelmente pela exposição à obrigação sénior NovoBanco 05/2017 que, por decisão do Banco de Portugal, deixou de ser tratada como *pari passu* e de forma discriminada face à restante dívida sénior, sendo re-transferida para o balanço do BES.

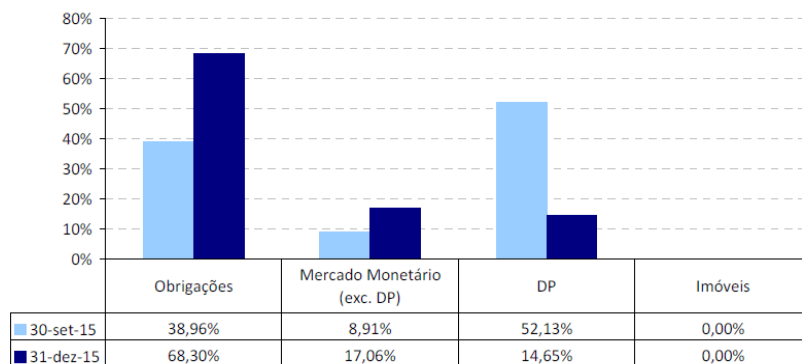
O comportamento dos ativos e a composição da carteira, decidida em termos de distribuição por segmentos de investimento, traduziram-se numa rentabilidade acumulada do Fundo, no ano, de -1.04%, contra 0.01% do respetivo *benchmark*.

Fundo Pensões Aberto Caixa Reforma Prudente | Alocação por classes de ativos e Rentabilidade

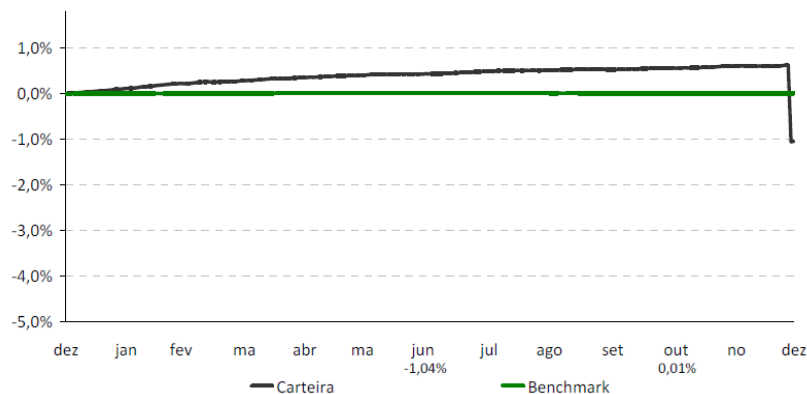
31-dez-15



Evolução da Composição da Carteira



Rentabilidade da Carteira vs Benchmark



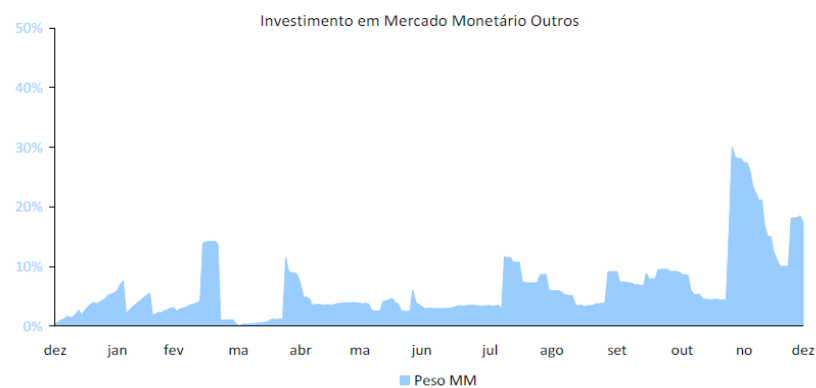
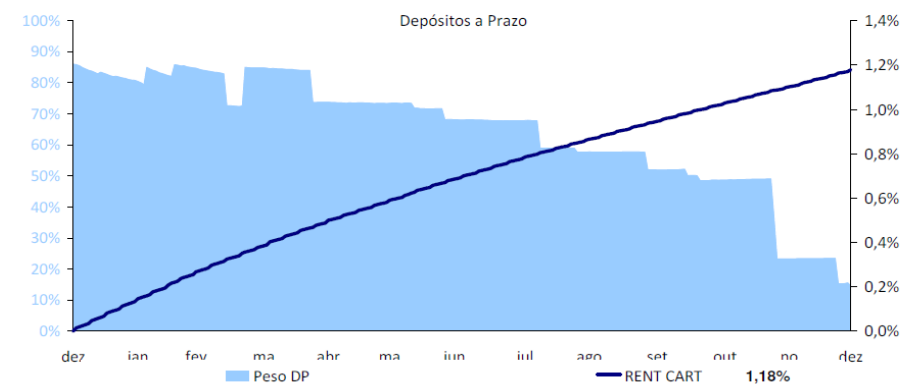
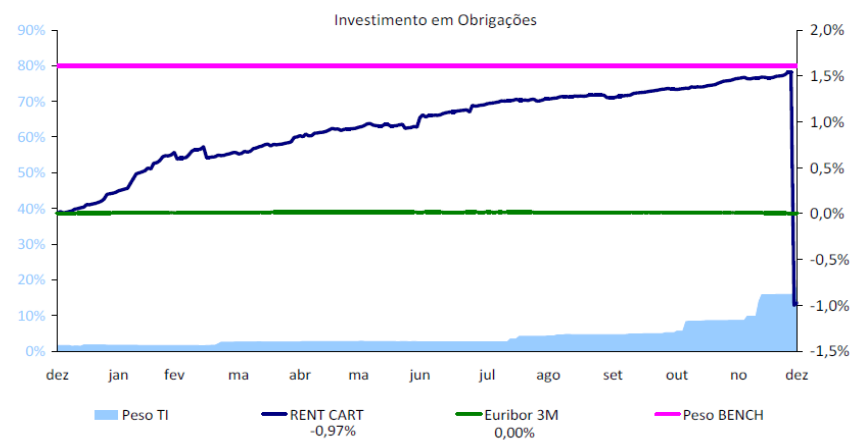
OverWeight / UnderWeight face ao Benchmark	EXPOSIÇÃO POR CLASSES DE ATIVOS	Peso Médio YTD		Benchmark	Limites Máximos
		Peso Médio YTD	Final Mês		
-20% -10% 0% 10% 20%					
11,7 %	Obrigações	29,351%	68,299%	80,0%	20%-100%
	Obrigações Taxa Indexada	4,225%	11,679%		
	Obrigações Taxa Fixa	25,126%	56,620%		
11,7 %	MM	70,649%	31,701%	20,0%	0%-40%
	DP	64,366%	14,646%		
	MM Outros	6,283%	17,056%		
0,0%	Imóveis	0,000%	0,000%	0,0%	0%-5%
		100,00%	100,00%	100,00%	

Performance	TRIM		YTD	
	Carteira	Benchmark	Carteira	Benchmark
Carteira Total	-1,56%	0,00%	-1,04%	0,01%
Carteira de Obrigações				
Contributo Absoluto	-2,21%	-0,01%	-0,97%	0,00%
Obrigações Taxa Fixa	-2,95%		-1,70%	
Obrigações Taxa Indexada	0,13%		1,07%	
Contributo Relativo	-1,51%	-0,01%	-1,29%	0,00%
Depósitos a Prazo				
Contributo Absoluto	0,23%		1,18%	
Contributo Relativo	0,09%		0,79%	

Valor da Carteira 373.091.665 (euros)

Direção Gestão de Risco

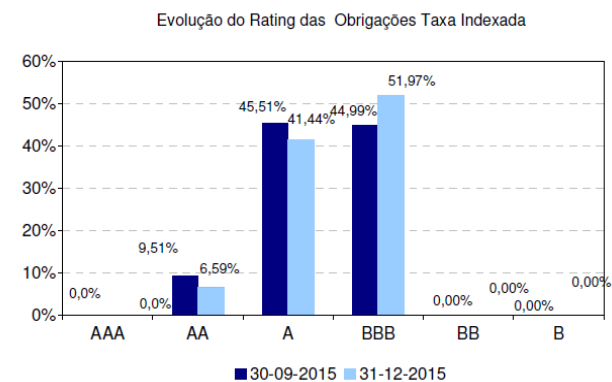
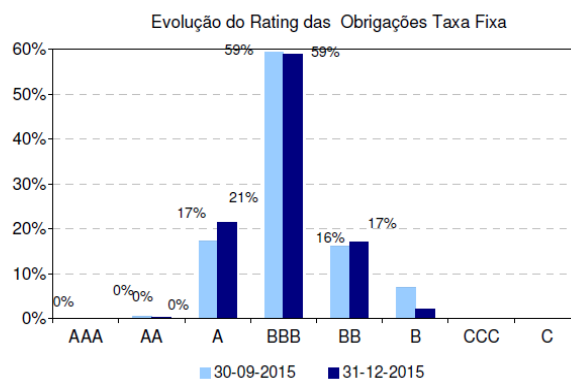
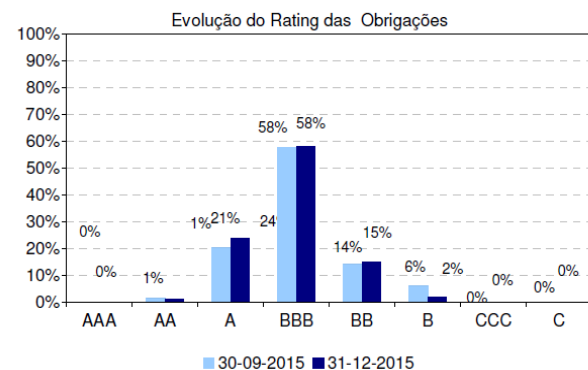
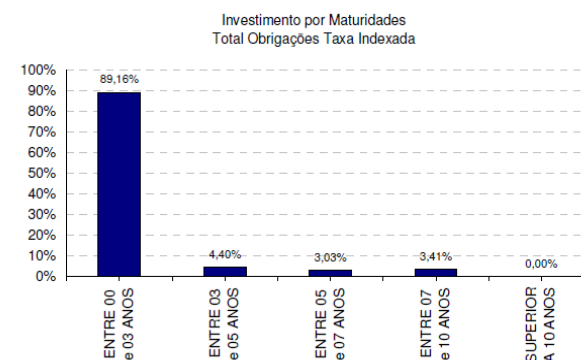
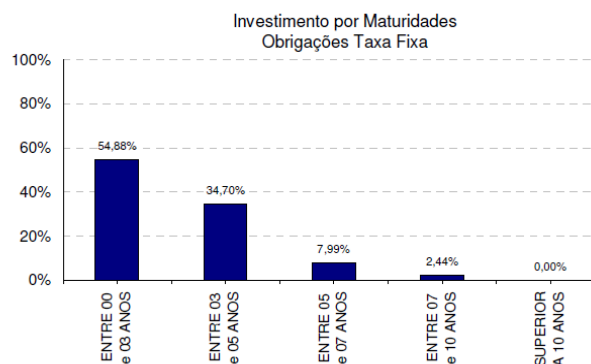
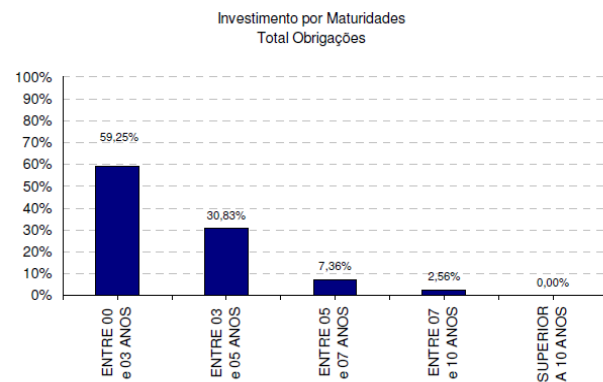
Fundo Pensões Aberto Caixa Reforma Prudente | Gráficos Classes de Activos



Direcção Gestão de Risco

Fundo Pensões Aberto Caixa Reforma Prudente | Ratings e Maturidades das Obrigações

31-dez-15



Direção 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 Prudente” (adiante apenas designado por Fundo).

Estratégia de Investimento e Perfil do Investidor Objetivo

O Fundo caracteriza-se por uma gestão conservadora, destinando-se, sem prejuízo da possibilidade da sua combinação com outros fundos de pensões abertos de perfil de investimento distinto geridos pela mesma Entidade Gestora, a investidores avessos à volatilidade dos mercados financeiros que procuram a constituição de complementos de reforma. Tem como principal objetivo a obtenção de rendimentos estáveis ao longo do tempo, com maior exposição às aplicações tradicionais do mercado monetário e de dívida de curto e médio prazo.

Para minimizar a volatilidade inerente à estratégia de investimento do Fundo, este inibe o investimento nos mercados acionistas, bem como noutros ativos financeiros alternativos, exceto o investimento imobiliário, dadas as características intrínsecas conservadoras deste tipo de investimento alternativo. Sem prejuízo do referido anteriormente, o investimento em imobiliário será uma opção de gestão ativa com valor máximo limitado a 5% da carteira do Fundo.

Consequentemente, o investimento em obrigações de taxa fixa será efetuado segundo uma estratégia de aquisição e manutenção até à maturidade, de modo ao investidor capitalizar na sua plenitude o valor da taxa de capitalização através da minimização dos custos de transação. Para mitigar o risco de contraparte inerente a esta estratégia, o Fundo irá controlar a maturidade das obrigações em carteira, e ainda incluir limites mínimos de rating no momento da aquisição.

Finalmente, o Fundo investirá em instrumentos do mercado monetário e papel comercial de modo a satisfazer necessidades de liquidez sem ter de transacionar as obrigações antes da maturidade.

Benchmarks e Limites de Investimento

São definidos, para cada classe de ativos, os seguintes *benchmarks* e limites de investimento:

Classes de Ativos	Benchmark Central (%)	Intervalos Permitidos (%)
Obrigações e Papel Comercial (a)	80	20 – 100
Imobiliário (b)	0	0 – 5
Liquidez (c)	20	0 – 40
Total	100	-

Em que:

- (a) Inclui obrigações de dívida pública de países pertencentes à União Europeia ou à OCDE, obrigações de dívida pública de países considerados emergentes, obrigações diversas emitidas por entidades privadas, obrigações hipotecárias, títulos de dívida objeto de securitização, valores mobiliários condicionados por eventos de crédito, outros valores mobiliários representativos de dívida emitida por entidades públicas ou privadas e, ainda, papel comercial. Os títulos representativos de dívida poderão ser de taxa fixa ou de taxa indexada e podem corresponder a dívida sénior bem como a dívida subordinada. O Fundo poderá igualmente investir indiretamente neste tipo de ativos, através de organismos de investimento coletivo cuja política de investimento respeite as características anteriores;
- (b) 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;
- (c) Inclui instrumentos do mercado monetário, nomeadamente vocacionados para a gestão de tesouraria cujo prazo de vencimento residual é igual ou inferior a 12 meses. Ex: Depósitos à ordem, depósitos a prazo, certificados de depósito e bilhetes do tesouro.

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:

I. 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 investimento.

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.

O Fundo poderá, designadamente, transacionar contratos de futuros e opções sobre índices ou sobre valores mobiliários individuais, 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, entendendo-se este conceito, ao longo da presente política de investimento, conforme se encontra definido na legislação em vigor.

O Fundo poderá ainda utilizar instrumentos derivados transacionados 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.

II. 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 homogêneos, 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.

III. Investimento Obrigacionista, Papel Comercial e Liquidez

O Fundo não poderá investir em obrigações convertíveis ou obrigações que confirmem o direito de subscrição de ações ou de aquisição, a outro título, de ações, bem como investir em títulos de participação ou em unidades de participação de fundos cujo regulamento de gestão não proíba o investimento nos ativos atrás referidos;

O Fundo não poderá adquirir obrigações que, cumulativamente, não disponham nem de *rating* de emissão nem de *rating* de emitente, no momento da aquisição;

O Fundo não poderá adquirir obrigações cujo *rating* da emissão ou, na falta deste, do emitente, no momento de aquisição, seja inferior a *investment grade*, de acordo com a notação da Standard & Poor's. Caso não exista notação de *rating* da Standard & Poor's serão utilizadas as notações equivalentes da Moodys, Fitch, Companhia Portuguesa de Rating ou, outra Agência de *rating* reconhecida no mercado financeiro. No caso do ativo possuir uma garantia prestada por terceiros, será considerado o *rating* dessa entidade;

O Fundo não é, contudo, obrigado a alienar obrigações cuja notação de *rating*, após a aquisição, seja revista para baixo do estabelecido no parágrafo anterior.

Independentemente do respetivo *rating*, o Fundo poderá investir em títulos representativos de dívida de emitentes portugueses, quer sejam entidades públicas quer privadas, entendendo-se como emitentes portugueses as empresas ou instituições com sede em território nacional. O investimento (inicial ou reforço) nestes títulos não deverá, contudo, originar, na data da respetiva aquisição, uma exposição superior a 10% do valor global da carteira do Fundo, no conjunto de títulos representativos de dívida que não respeitem o *rating* mínimo estabelecido na alínea anterior;

Salvaguardando os limites legais, caso a exposição a títulos com notação de *rating high yield* ultrapasse, a cada momento, os limites definidos nas alíneas c) e d), o Fundo não é obrigado a alienar os mesmos, desde que esta ultrapassagem resulte de *downgrades* ou de variação de preços ou ainda de reembolso de unidades de participação.

Um mínimo de 80% do valor do Fundo deverá estar investido, a todo o momento, em ativos com um prazo de vencimento residual igual ou inferior a 36 meses.

IV. 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.

V. Aplicações em Moeda Diferente do Euro

O Fundo não poderá realizar aplicações expressas em moedas que não o Euro.

VI. Organismos de Investimento Coletivo Alternativos

O Fundo de Pensões poderá investir em organismos de investimento alternativos dentro dos seguintes limites:

As aplicações em organismos de investimento alternativos de índices, que não façam uso do efeito de alavancagem, não poderão ultrapassar 30% do valor global do Fundo;

As aplicações em organismos de investimento alternativos que se enquadrem no âmbito da alínea e) do n.º 1 do artigo 50.º da Diretiva n.º 2009/65/CEE, de 13 de julho, alterada pela Diretiva n.º 2010/78/EU de 24 de novembro, pela Diretiva n.º 2010/61/EU de 8 de junho e pela Diretiva n.º 2013/14/EU de 21 de maio, não poderão representar mais que 30% do valor global do Fundo;

As aplicações em outros organismos de investimento alternativos não poderão ultrapassar 10% do Fundo.

As estratégias de investimento prosseguidas por estes organismos enquadram-se maioritariamente nas de Valor Relativo (Arbitragem) e Crédito. Os ativos com os quais estas estratégias são implementadas incluem obrigações, taxas de juro e derivados sobre os mesmos. Estes organismos podem também ter uma filosofia de gestão multi-

estratégia e investir em outros organismos de investimento alternativos. Sendo organismos de investimento alternativos, 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.

VII. 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 alternativo não pode representar mais do que 2% do valor do património do Fundo;
- (d) No caso de organismos de investimento alternativos que invistam noutros organismos de investimento alternativos, 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.

VIII. Investimentos Vedados

- (a) Não poderão ser adquiridos nem entregues como contribuição para o Fundo títulos emitidos;
- (b) Pela Entidade Gestora;
- (c) 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;
- (d) 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;

- (e) 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;
- (f) 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.

IX. Investimentos em Liquidez

O limite máximo de exposição à classe de liquidez poderá ser excedido em condições especiais de mercado, e sempre o mesmo vise rentabilizar as aplicações de curto prazo, através de uma gestão ativa.

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 na tabela seguinte:

Classes de Ativos	Índice de Referência	Ticker Bloomberg
Obrigações	Euribor 3 Meses	ECC0TR03 Index
Imobiliário	Índice APFIPP	-
Liquidez	Euribor 3 Meses	ECC0TR03 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:

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

$$(1) \sigma_{r_T} = \sqrt{\left(\frac{\sum_{t=1}^n (r_t - \overline{r_T})^2}{n-1} \right)} \times \sqrt{365}$$

$$\sigma_{b_T} = \sqrt{\left(\frac{\sum_{t=1}^n (b_t - \overline{b_T})^2}{n-1} \right)} \times \sqrt{365}$$

σ_{r_T} = desvio-padrão das rendibilidades da carteira no período T;

σ_{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.

- (b) *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.

- (c) 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*.

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

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;

σ_{r_T} = desvio-padrão das rendibilidades da carteira no período T .

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

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.

- (d) 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.

Sempre que a defesa dos interesses dos Participantes o justifique, a Entidade Gestora participará nas Assembleias-Gerais através de um representante exclusivo e vinculado às suas instruções.

A Entidade Gestora não participará, contudo, nas Assembleias-Gerais de empresas sediadas no estrangeiro.

Definição da Política de Investimento

A decisão do teor da Política de Investimento 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.

Método de Valorização dos Ativos

Atendendo ao referido no Ponto 2. da presente Política de Investimento, o Fundo irá adoptar uma estratégia de “comprar e manter até à maturidade” as obrigações em carteira para minimizar os custos de transação.

Por esse facto o princípio de valorização para estes instrumentos financeiros será o do “Custo Amortizado”, em alternativa ao princípio do “Justo Valor” que vigorará para os restantes ativos de acordo com o normativo estipulado na legislação em vigor.

4. DESAGREGAÇÃO POR TIPO DE ADESÃO E POR TIPO DE PLANO

Valor da Carteira do Fundo de Pensões Aberto Caixa Reforma Prudente, a 31-12-2015, ascendia a 373.091.664,81 €

4.1. Adesões Coletivas

ADESÕES COLECTIVAS QUE FINANCIAM PLANOS DE CONTRIBUIÇÃO DEFINIDA			
N.º da Adesão	N.º Up's	Quota-parte	
		Valor	%
1	10.961,6665	63.802,38 €	0,02%
2	46.134,4421	268.525,52 €	0,07%
3	5.772,6999	33.600,00 €	0,01%
5	10.707,9340	62.325,53 €	0,02%
6	1.160,5584	6.755,03 €	0,00%
7	501.338,2733	2.918.039,42 €	0,78%
8	66.440,5773	386.717,38 €	0,10%
9	21.834,2204	127.086,08 €	0,03%

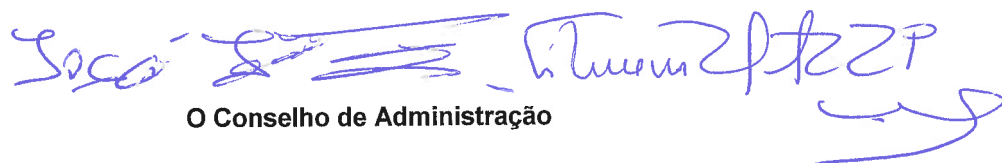
10	948.946,5630	5.523.343,47 €	1,48%
11	619,9914	3.608,66 €	0,00%
12	655.077,4384	3.812.878,23 €	1,02%
13	5.141,8074	29.927,89 €	0,01%
16	158.668,2089	923.528,31 €	0,25%
17	56.851,3100	330.903,05 €	0,09%
18	681,7009	3.967,84 €	0,00%
19	3.999,8986	23.281,41 €	0,01%
20	9.190,2534	53.491,87 €	0,01%
21	11.579,4348	67.398,10 €	0,02%
22	26.685,2659	155.321,59 €	0,04%

ADESÕES COLECTIVAS QUE FINANCIAM PLANOS DE BENEFÍCIO DEFINIDO					
N.º da Adesão	N.º Up's	Quota-parte		Valor Atual das Responsabilidades por serviços Passados	Nível de Financiamento*
		Valor	%		
4	439.400,23191	2.557.529,05 €	0,69%	2.067.046 €	123,73%
7	3.469,82969	20.196,14 €	0,01%	18.150 €	111,27%
16	108.980,44110	634.320,66 €	0,17%	628.894 €	100,86%

* Considerando o Cenário de Financiamento

4.2. Adesões Individuais

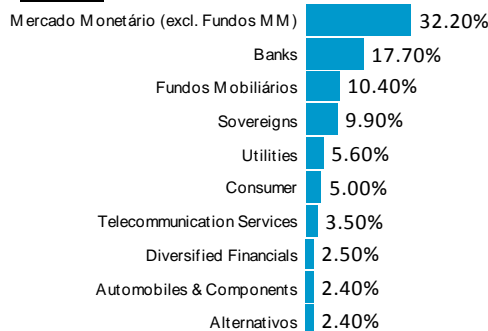
As adesões individuais ao Fundo de Pensões Aberto Caixa Reforma Prudente representavam, a 31 de dezembro de 2015, 95,17% da carteira do mesmo.



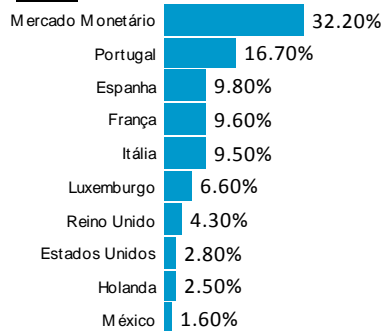
O Conselho de Administração

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

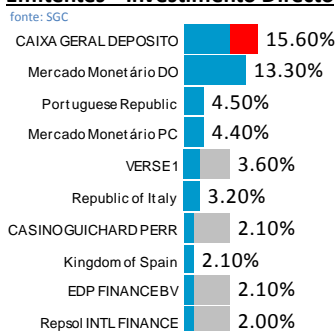
Sectores



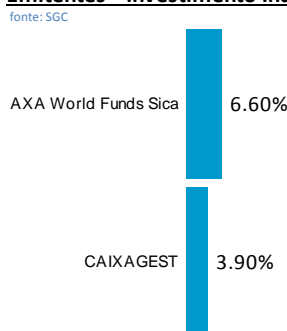
Países



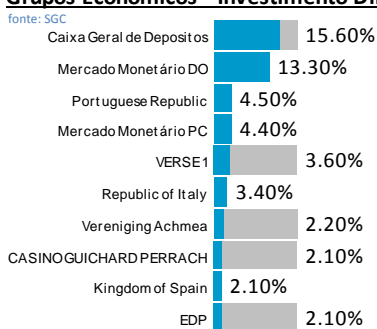
Emitentes - Investimento Directo



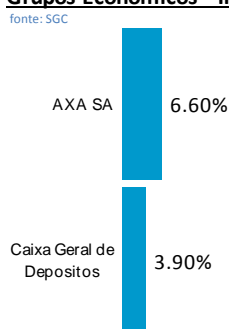
Emitentes - Investimento Indirecto



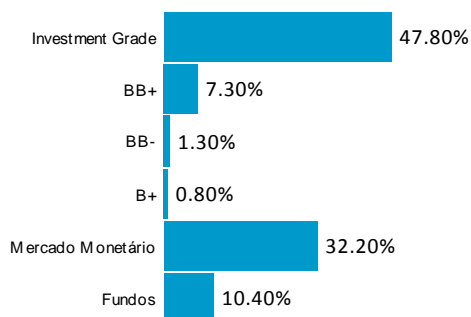
Grupos Económicos - Investimento Directo



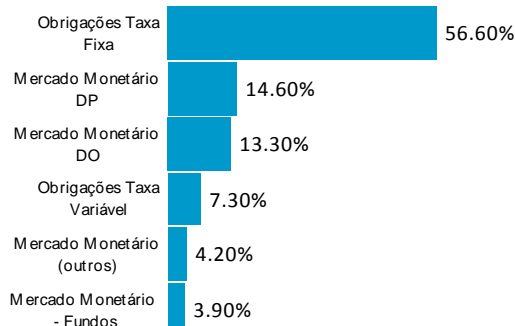
Grupos Económicos - Investimento Indirecto



Ratings



Classes de Activos



Indicadores de Liquidez



Risco de Mercado

VaR Mercado Capitais	1,143,501
VaR com Derivados	1,143,501
% Mercado Capitais	67.8%
% Derivados	0.0%
Stress Testing	-21,823,669

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 Fondos 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 Prudente (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 373.589.449 euros e um valor do Fundo de 373.091.665 euros, incluindo um resultado líquido de 56.303.282 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 Prudente 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).

Ênfases

5. Em 31 de dezembro de 2015, o investimento do Fundo em depósitos a prazo e em títulos de dívida emitidos pela Caixa Geral de Depósitos, S.A. ascendia a 58.078.851 euros (15,57% do Valor do Fundo). Nos termos das alíneas a) e b) do número 2 do artigo 12º da Norma Regulamentar nº 9/2007-R, de 28 de junho, o investimento numa mesma sociedade ou no conjunto de sociedades que se encontrem entre si ou com a Sociedade Gestora em relação de domínio ou de grupo não pode representar mais do que 10% e 20% do valor do Fundo, respetivamente, excluindo-se daqueles limites, nos termos do número 7 do artigo 13º daquela Norma Regulamentar, os depósitos que sejam efetuados com vista à gestão de liquidez do Fundo. De acordo com a Sociedade Gestora, esta situação resultou de uma opção que tomou, tendo em consideração a remuneração das referidas aplicações face a aplicações alternativas de curto prazo, e conforme comunicado à Autoridade de Supervisão de Seguros e Fundos de Pensões será regularizada até ao final do primeiro trimestre de 2016 mediante a aplicação em outros ativos das novas contribuições e dos montantes dos depósitos a prazo que se forem vencendo.
6. Nos termos da política de investimento, um mínimo de 80% do valor do fundo deverá estar investido, a todo o momento, em ativos com um prazo de vencimento residual igual ou inferior a 36 meses. Em 31 de dezembro de 2015 o investimento do Fundo em ativos com prazo igual ou superior a 36 meses ascendia a 81.580.752 euros (21,87% do valor do Fundo).

Relato sobre outros requisitos legais

7. 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 PRUDENTE

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

(Montantes expressos em Euros)

ATIVO	Notas	2015	2014
Investimentos:			
Instrumentos de capital e unidades de participação	4	38.962.714	-
Títulos de dívida pública	4	36.386.947	9.425.673
Outros títulos de dívida	4	191.126.586	32.878.281
Numerário, depósitos em instituições de crédito e aplicações MMI	4	103.912.122	271.990.719
		<u>370.388.369</u>	<u>314.294.673</u>
Outros ativos:			
Devedores:			
Estado e outros entes públicos	5	22.320	22.320
Acréscimos e diferimentos	4	3.178.760	2.827.469
Total do Ativo		<u>373.589.449</u>	<u>317.144.462</u>
PASSIVO E VALOR DO FUNDO	Notas	2015	2014
Credores:			
Entidade gestora	5	475.206	351.118
Estado e outros entes públicos	5	8.339	1.986
Depositário	5	14.239	2.960
Outras entidades	5	-	14
Total do Passivo		<u>497.784</u>	<u>356.078</u>
Valor do Fundo	3	<u>373.091.665</u>	<u>316.788.384</u>
Total do Passivo e do Valor do Fundo		<u>373.589.449</u>	<u>317.144.462</u>
Valor da Unidade de Participação	3	5,8205	5,8817

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

FUNDO DE PENSÕES ABERTO CAIXA REFORMA PRUDENTE

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	101.357.414	226.548.053
Pensões, capitais e prémios únicos vencidos	7	(41.077.174)	(6.516.125)
Ganhos líquidos dos investimentos	6	(8.167.360)	(56.350)
Rendimentos líquidos dos investimentos	8	6.097.055	4.816.631
Outros rendimentos e ganhos	9	2	89.030
Outras despesas	10	(1.906.655)	(1.006.187)
Resultado líquido		<u>56.303.282</u>	<u>223.875.052</u>

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



FUNDO DE PENSÕES CAIXA REFORMA PRUDENTE

DEMONSTRAÇÕES DOS FLUXOS DE CAIXA PARA OS EXERCÍCIOS

FINDOS EM 31 DE DEZEMBRO DE 2015 E 2014

(Montantes expressos em Euros)

	2015	2014
Fluxos de caixa das atividades operacionais		
Contribuições		
Contribuições dos Associados	1.330.167	1.384.021
Contribuições dos participantes	97.193.058	222.359.118
Transferências	2.834.189	2.804.915
Pensões, capitais e prémios únicos vencidos		
Pensões pagas	(35.183)	(35.199)
Prémios únicos para aquisição de rendas vitalícias	(53.648)	(155.902)
Capitais vencidos (Remições/vencimentos)	(37.099.105)	(5.448.962)
Transferências	(3.831.916)	(829.004)
Prémios de seguro de risco de invalidez ou morte	(57.336)	(47.088)
Participação nos resultados dos contratos de seguro emitidos em nome do Fundo	-	89.030
Remunerações		
Remunerações de gestão	(1.749.003)	(737.230)
Remunerações de depósito e guarda de títulos	(22.232)	(7.966)
Outros rendimentos e ganhos / (gastos) líquidos	6.573	7.092
Fluxos de caixa líquidos das atividades operacionais	58.515.564	219.382.825
Fluxos de caixa das atividades de investimento		
Recebimentos		
Alienação/reembolso dos investimentos	333.565.377	242.834.180
Rendimentos dos investimentos	7.983.858	3.106.378
Pagamentos		
Aquisição de investimentos	(349.804.750)	(464.309.153)
Outros gastos com investimentos	(2.238.365)	(213.968)
Fluxos de caixa líquidos das atividades de investimento	(10.493.880)	(218.582.563)
Variação de caixa e seus equivalentes	48.021.684	800.262
Caixa no início do exercício	1.650.438	850.176
Caixa no fim do exercício	49.672.122	1.650.438

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 Prudente (adiante igualmente designado por "Fundo") foi constituído em 15 de julho de 2008, 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 e pode revestir a forma de adesão individual ou coletiva. Os detentores das unidades de participação são denominados Participantes (no caso de adesões individuais) ou Associados e/ou Participantes (no caso de adesões coletivas, de acordo com os planos de pensões definidos).

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, transferências e resgates de unidades de participação, as quais são reconhecidas como proveitos ou custos quando recebidas ou pagas, respetivamente.

b) Carteira de títulos

Os instrumentos financeiros não derivados, com pagamentos fixados ou determináveis e com maturidade fixada e que a Sociedade Gestora tenha intenção de manter até à maturidade são valorizados ao custo amortizado com base no valor de reembolso e na respetiva taxa efetiva de capitalização.

A capacidade e intenção de detenção até à maturidade são aferidas pela Sociedade Gestora quando os títulos integram pela primeira vez o património do Fundo, bem como em cada data de reporte. Considera-se que existe capacidade e intenção positiva para os deter até à maturidade quando, nomeadamente:

- Não existe interesse ou disponibilidade para vender esses instrumentos em face de variações das taxas de juro ou de outros tipos de riscos de mercado, devido a necessidades de liquidez, ou noutras circunstâncias passíveis de poderem alterar a política de investimento; e
- O emitente dos instrumentos financeiros não tenha a possibilidade de exercer um direito ou opção sobre os mesmos por um valor significativamente inferior ao que resultaria da aplicação do critério do custo amortizado.

Caso a Sociedade Gestora venda, antes da maturidade, algum instrumento financeiro valorizado ao custo amortizado, todos os outros instrumentos financeiros classificados nesta categoria devem passar a ser avaliados pelo seu justo valor, pelo menos durante o exercício de ocorrência da venda e nos dois exercícios posteriores.

Contudo, esta regra não é aplicável quando:

- A venda tenha sido determinada por circunstâncias singulares que não poderiam ser pré-determinadas;
- À data da venda, o ativo esteja muito próximo da maturidade;
- O valor a reembolsar seja insignificante;
- A quantidade e o valor dos instrumentos financeiros alienados seja insignificante relativamente à quantidade e valor dos instrumentos financeiros a deter até à maturidade existentes na carteira do Fundo.

Os restantes instrumentos financeiros em carteira são avaliados ao seu valor de mercado, ou presumível de mercado, de acordo com as seguintes regras:

- i) Os valores mobiliários admitidos à negociação numa bolsa de valores ou transacionados num mercado regulamentado e com transações efetuadas nos últimos 15 dias, são valorizados à cotação de fecho, se a sessão tiver encerrado antes das 17 horas de Lisboa, ou à cotação verificada nessa hora se a sessão se encontrar em funcionamento e tiver decorrido mais de metade da sessão. As cotações são fornecidas pelas entidades gestoras do mercado onde os valores se encontram admitidos à cotação e captadas através da *Bloomberg*;
- ii) Se os valores mobiliários forem cotados em mais de uma bolsa, é considerado o preço praticado no mercado que apresenta maior liquidez, frequência e regularidade de transações;
- iii) Para efeitos da valorização dos valores mobiliários cotados sem transações nos últimos 15 dias e para os não cotados, a Sociedade Gestora utiliza o "bid" do contribuidor "CBBT" divulgado pela *Bloomberg*. Na impossibilidade da sua obtenção, é utilizada a média dos preços de compra veiculados pela *Bloomberg* para uma pool de contribuidores pré-definida pela Sociedade Gestora;
- iv) Quando não existem preços de referência disponíveis como resultado da aplicação da metodologia referida na alínea anterior, a Sociedade Gestora recorre a outros contribuidores externos, privilegiando os que estejam relacionados com a emissão do título, ou seja, aquele contribuidor que tenha sido líder da emissão no mercado primário ou tenha participado na colocação da emissão. Caso não esteja disponível nenhum contribuidor com estas características, é usado o preço fornecido pela entidade estruturadora do título;
- v) Caso não seja possível aplicar o mencionado acima, a Sociedade Gestora recorre a modelos de avaliação, elaborados por uma entidade independente e especializada (*InterMoney Valores S.V. S.A. Sucursal em Portugal*). Os principais pressupostos utilizados em tais modelos de avaliação contemplam, entre outros: (i) o *spread* de crédito do emitente ou dos ativos subjacentes ao título, tendo em consideração a probabilidade de incumprimento dos mesmos; (ii) a taxa de recuperação, em caso de incumprimento, do emitente ou da carteira de ativos subjacente a tais títulos; (iii) o volume e datas estimadas de reembolsos antecipados; e (iv) no caso de produtos estruturados, a correlação entre os vários ativos subjacentes aos títulos. Para efeitos de valorização das variáveis acima referidas, são utilizados, essencialmente, instrumentos financeiros semelhantes para se apurar o *spread* de crédito do emitente (nomeadamente *Credit Default Swaps*) e as taxas de recuperação e de correlação históricas para produtos similares;

- vi) Os valores mobiliários em processo de admissão a um mercado regulamentado são valorizados tendo por base os preços de mercado de valores mobiliários dessa espécie, emitidos pela mesma entidade e admitidos à cotação, introduzindo-se um desconto que reflita as características de fungibilidade, frequência e liquidez entre as emissões; e
- vii) As unidades de participação são valorizadas ao último valor conhecido e divulgado pela respetiva entidade gestora ou, se aplicável, ao último preço do mercado onde se encontrarem admitidas à negociação. O critério adotado tem em conta o preço considerado mais representativo, em função, designadamente, da quantidade, frequência e regularidade das transações.

Os depósitos bancários são avaliados ao seu valor nominal, procedendo-se ao reconhecimento diário do juro.

As mais e menos - valias potenciais resultantes da avaliação de investimentos são refletidas na demonstração de resultados na rubrica "Ganhos líquidos dos investimentos" (Nota 6), 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 transita 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 6).

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 resultados de exercícios anteriores e resultado do exercício.

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

d) Comissão de gestão

Esta comissão corresponde à remuneração da Sociedade Gestora pela sua atividade de gestão do património do Fundo. É calculada diariamente, através da aplicação de uma taxa máxima anual de 1% sobre o valor do Fundo, com exceção das unidades de participação de fundos de investimento geridos por empresas do Grupo Caixa Geral de Depósitos, sendo cobrada trimestral e postecipadamente no primeiro dia útil do mês subsequente. A taxa cobrada em 2015 e 2014 foi de 0,5%.

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

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. 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 trimestral e postecipadamente no primeiro dia útil do mês subsequente. A taxa cobrada em 2015 e 2014 foi de 0,03%.

Esta comissão é registada 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 a pagar à Autoridade de Supervisão de Seguros e Fundos de Pensões são suportadas pela Sociedade Gestora.

FUNDO DE PENSÕES ABERTO CAIXA REFORMA PRUDENTE

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	92.913.332

Resultado líquido:

Subscrições de unidades de participação	226.548.053
Mais-valias potenciais, líquidas de menos-valias (Nota 6)	14.731
Menos-valias realizadas, líquidas de mais-valias (Nota 6)	(71.081)
Resgates/transferências de unidades de participação e pensões pagas (Nota 7)	(6.469.037)
Prémios de seguros (Nota 7)	(47.088)
Rendimentos líquidos dos investimentos (Nota 8)	4.816.631
Outros rendimentos e ganhos (Nota 9)	89.030
Comissões (Nota 10)	(1.006.187)

	223.875.052

Saldo em 31 de dezembro de 2014	316.788.384

Resultado líquido:

Subscrições de unidades de participação	101.357.414
Menos-valias potenciais, líquidas de mais-valias (Nota 6)	(6.519.486)
Menos-valias realizadas, líquidas de mais-valias (Nota 6)	(1.647.874)
Resgates/transferências de unidades de participação e pensões pagas (Nota 7)	(41.019.838)
Prémios de seguros (Nota 7)	(57.336)
Rendimentos líquidos dos investimentos (Nota 8)	6.097.055
Outros rendimentos e ganhos (Nota 9)	2
Comissões (Nota 10)	(1.906.655)

	56.303.282

Outros	(1)

Saldo em 31 de dezembro de 2015	373.091.665
	=====

O movimento ocorrido no número de unidades de participação em circulação durante os exercícios de 2014 e 2015 foi o seguinte:

Unidades de participação em 31 de dezembro de 2013	16.095.587

Subscrições	38.879.534
Resgates	(1.115.330)

Unidades de participação em 31 de dezembro de 2014	53.859.791

Subscrições	17.192.869
Resgates	(6.952.782)

Unidades de participação em 31 de dezembro de 2015	64.099.878
	=====

FUNDO DE PENSÕES ABERTO CAIXA REFORMA PRUDENTE

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:

	<u>2015</u>	<u>2014</u>
Valor do Fundo	373.091.666	316.788.384
Número de unidades de participação em circulação	64.099.878	53.859.791
Valor de unidade de participação	5,8205	5,8817

4. INVESTIMENTOS

Em 31 de dezembro de 2015 e 2014, a rubrica de investimentos decompõe-se como segue:

	<u>2015</u>			<u>2014</u>	
	<u>Valor inicial</u>	<u>Mais/</u> <u>/(menos) -</u> <u>- valias</u> <u>(Nota 6)</u>	<u>Valor de</u> <u>balanço</u>	<u>Juros</u> <u>corridos</u>	<u>Valor de</u> <u>balanço</u>
Instrumentos de capital e unidades de participação					
Unidades de participação em fundos de investimento mobiliário	38.954.647 =====	8.067 =====	38.962.714 =====	- ==	- ==
Títulos de dívida pública					
Obrigações de dívida pública					
Taxa fixa	35.863.569	-	35.863.569	586.236	8.834.309
Taxa variável	522.620	758	523.378	1.528	591.364
	36.386.189 =====	758 =====	36.386.947 =====	587.764 =====	9.425.673 =====
Outros títulos de dívida					
Obrigações diversas					
Taxa fixa	151.781.903	(200.995)	151.580.908	2.050.111	28.387.165
Taxa variável	29.622.994	(6.327.316)	23.295.678	139.891	4.491.116
	181.404.897	(6.528.311)	174.876.586	2.190.002	32.878.281
Papel comercial	16.250.000	-	16.250.000	2.190	-
	197.654.897	(6.528.311)	191.126.586	2.192.192	32.878.281
	=====	=====	=====	=====	=====

Em 31 de dezembro de 2015, as menos-valias potenciais em "Outros títulos de dívida – Obrigações diversas – Taxa variável" incluem 6.275.321 euros relativos a obrigações retransmitidas do Novo Banco S.A. para o Banco Espírito Santo, S.A. na sequência da deliberação do Banco de Portugal de 29 de dezembro de 2015.

O valor inicial dos títulos corresponde ao seu custo de aquisição, no caso de terem sido comprados ao longo do ano de 2015, ou ao seu valor de balanço em 31 de dezembro de 2014, no que se refere aos títulos adquiridos em exercícios anteriores.

O detalhe da carteira de títulos do Fundo em 31 de dezembro de 2015 é apresentado no Anexo I.

FUNDO DE PENSÕES ABERTO CAIXA REFORMA PRUDENTE

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

Em 31 de dezembro de 2015 e 2014, os títulos de rendimento fixo venciam juros às seguintes taxas médias anuais, calculadas com base no respetivo valor nominal:

	2015	2014
Obrigações de dívida pública	4,03%	4,49%
Obrigações diversas	2,88%	3,19%
Papel comercial	0,23%	-

Justo valor

Em 31 de dezembro de 2015 e 2014, a forma de apuramento do justo valor dos investimentos financeiros valorizados ao justo valor pode ser resumida como se segue:

	2015			
		Técnicas de valorização		
	Nível 1	Nível 2	Nível 3	
		Inputs		
	Cotações de mercado	observáveis de mercado	Técnicas de valorização	Total
Instrumentos de capital e unidades de participação	38.962.714	-	-	38.962.714
Títulos de dívida pública	-	523.378	-	523.378
Outros títulos de dívida	18.418.773	22.571.680	-	40.990.453
	57.381.487	23.095.058	-	80.476.545
	2014			
		Técnicas de valorização		
	Nível 1	Nível 2	Nível 3	
		Inputs		
	Cotações de mercado	observáveis de mercado	Técnicas de valorização	Total
Títulos de dívida pública	238.809	352.555	-	591.364
Outros títulos de dívida	1.844.182	13.627.633	-	15.471.815
	2.082.991	13.980.188	-	16.063.179

Na preparação dos quadros acima foram utilizados os seguintes critérios:

- Nível 1 - Cotações de mercado** – nesta coluna foram incluídos os instrumentos financeiros valorizados com base em cotações de mercados ativos e transações, incluindo o contribuidor “CBBT” da *Bloomberg*;
- Nível 2 - Técnicas de valorização – inputs observáveis de mercado** – nesta coluna foram incluídos os instrumentos financeiros valorizados com base em “bids” indicativos fornecidos por contrapartes externas disponíveis na *Bloomberg*;
- Nível 3 - Outras técnicas de valorização** – esta coluna inclui os instrumentos financeiros valorizados com base em modelos de avaliação elaborados pela *InterMoney Valores S.V. S.A.* Sucursal em Portugal, ou preços fornecidos por entidades estruturadoras dos produtos.

FUNDO DE PENSÕES ABERTO CAIXA REFORMA PRUDENTE

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

Em 31 de dezembro de 2015 e 2014, o valor de aquisição, o valor de balanço (custo amortizado) e o valor de mercado dos títulos da carteira do Fundo valorizada ao custo amortizado é o seguinte:

	<u>2015</u>	<u>2014</u>
Valor de aquisição	171.261.976	26.393.827
Custo amortizado	169.749.702	26.240.775
Valor de mercado	170.029.961	26.439.196

O detalhe dos títulos da carteira do Fundo valorizados ao custo amortizado em 31 de dezembro de 2015 é apresentado no Anexo II.

Em 31 de dezembro de 2015, os títulos incluídos na rubrica "Outros títulos de dívida – Papel comercial" encontram-se valorizados ao valor nominal.

Em 31 de dezembro de 2015 e 2014, a rubrica de "Numerário, depósitos em instituições de crédito e aplicações MMI" apresenta o seguinte detalhe:

	<u>2015</u>		<u>2014</u>	
	<u>Valor nominal</u>	<u>Juro decorrido</u>	<u>Valor nominal</u>	<u>Juro decorrido</u>
Depósitos à ordem em Euros	49.672.122	-	1.650.438	144
Depósitos a prazo em Euros	54.240.000	398.804	270.340.281	2.201.306
Total de depósitos em instituições de crédito	103.912.122	398.804	271.990.719	2.201.450
	=====	=====	=====	=====

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%.

Nas mesmas datas, os depósitos a prazo encontravam-se domiciliados na CGD, e venciam juros às taxas médias anuais de 0,80% e 1,74%, respetivamente.

Em 31 de dezembro de 2014, a liquidez do Fundo ascendia a 274.192.169 euros (86,55% do valor do Fundo), 46,55% acima do limite referencial definido na política de investimento do Fundo. Esta situação resultou da decisão da Sociedade Gestora de investir em depósitos a prazo, em detrimento de outros investimentos.

FUNDO DE PENSÕES ABERTO CAIXA REFORMA PRUDENTE

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

5. DEVEDORES E CREDITORES

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

	<u>2015</u>	<u>2014</u>
Estado e outros entes públicos	22.320 =====	22.320 =====

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

	<u>2015</u>	<u>2014</u>
Entidade gestora - Comissão de gestão	475.206	351.118
Depositário - Comissão de depósito	14.239	2.960
Estado e outros entes públicos	8.339	1.986
Outras entidades – outros	-	14
	497.784 =====	356.078 =====

6. GANHOS LÍQUIDOS DOS INVESTIMENTOS

Estas rubricas têm a seguinte composição por categoria de títulos:

Designação	2015						
	Mais-valias potenciais	Menos-valias potenciais	Valias potenciais líquidas	Mais-valias realizadas	Menos-valias realizadas	Valias realizadas líquidas	Ganhos líquidos
Unidades de participação em fundos de investimento	8.067	-	8.067	-	-	-	8.067
Obrigações de dívida pública	758	-	758	3.049	(689.408)	(686.359)	(685.601)
Obrigações diversas	47.516	(6.575.827)	(6.528.311)	12.813	(974.328)	(961.515)	(7.489.826)
	56.341	(6.575.827)	(6.519.486)	15.862	(1.663.736)	(1.647.874)	(8.167.360)

Designação	2014						
	Mais-valias potenciais	Menos-valias potenciais	Valias potenciais líquidas	Mais-valias realizadas	Menos-valias realizadas	Valias realizadas líquidas	Ganhos líquidos
Unidades de participação em fundos de investimento	-	-	-	98.877	-	98.877	98.877
Obrigações de dívida pública	-	(2.705)	(2.705)	11.562	(32.491)	(20.929)	(23.634)
Obrigações diversas	29.035	(11.599)	17.436	14.558	(163.587)	(149.029)	(131.593)
	29.035	(14.304)	14.731	124.997	(196.078)	(71.081)	(56.350)

7. PENSÕES, CAPITALS E PRÉMIOS ÚNICOS VENCIDOS

Nos exercícios findos em 31 de dezembro de 2015 e 2014 esta rubrica apresenta a seguinte composição:

	<u>2015</u>	<u>2014</u>
Resgate de unidades de participação	37.099.105	5.448.962
Transferência de unidades de participação	3.831.916	829.004
Prémios de seguro	57.336	47.088
Prémios únicos	53.648	155.902
Pensões processadas	35.169	35.169
	<u>41.077.174</u>	<u>6.516.125</u>
	=====	=====

O Fundo subscreveu junto da Generali Vida – Companhia de Seguros, S.A. uma apólice de seguro de vida, anualmente renovável, cujas pessoas seguras são os Participantes da adesão coletiva nº 4 da Caixa Galícia. Esta apólice tem como cobertura principal o risco de morte e como garantia complementar o risco de invalidez total e permanente por doença ou acidente.

Com um número mínimo de 200 pessoas seguras, esta apólice confere o direito a uma participação nos resultados de 80% dos respetivos saldos positivos da conta técnica anual de resultados, a qual deverá ser distribuída no início da anuidade seguinte à da sua atribuição, desde que o contrato se mantenha em vigor. No exercício de 2014, o Fundo recebeu a título de participação nos resultados, o montante de 89.030 euros (Nota 9). No ano de 2015 houve lugar ao pagamento de qualquer participação nos resultados relativamente ao exercício de 2014 atendendo a que, no momento da renovação da anuidade da apólice para 2015, o número de pessoas seguras para aquele ano era inferior ao limite mínimo estabelecido na apólice (200 pessoas seguras). Relativamente ao exercício de 2015, o número de pessoas seguras para aquele ano era inferior ao limite mínimo estabelecido na apólice (200 pessoas seguras), pelo que não é expectável que ocorra qualquer pagamento a título de participação nos resultados relativamente a esse ano.

8. RENDIMENTOS LÍQUIDOS DOS INVESTIMENTOS

Esta rubrica apresenta a seguinte composição por natureza de rendimento:

	<u>2015</u>	<u>2014</u>
Juros de obrigações	3.116.429	1.004.897
Depósitos a prazo	2.980.500	3.805.344
Depósitos à ordem	126	6.390
	<u>6.097.055</u>	<u>4.816.631</u>
	=====	=====

9. OUTROS RENDIMENTOS E GANHOS

No exercício de 2014, o saldo desta rubrica respeita à participação nos resultados da apólice de seguro contratada.

ANEXO ÀS DEMONSTRAÇÕES FINANCEIRAS EM 31 DE DEZEMBRO DE 2015
(Montantes expressos em Euros)10. OUTRAS DESPESAS

Nos exercícios findos em 31 de dezembro de 2015 e 2014 esta rubrica apresenta a seguinte composição:

	2015	2014
Comissão de gestão	1.873.091	996.735
Comissão de depósito	33.511	9.451
Comissão de mediação	53	1
	-----	-----
	1.906.655	1.006.187
	=====	=====

A comissão de mediação refere-se a despesas incorridas com as transações de títulos, nomeadamente taxas de bolsa e comissões de corretagem.

11. TAXA GLOBAL DE CUSTOS

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

2015		
Custos	Valor	%VLGF ⁽¹⁾
Comissão de gestão	1.873.091	0,50%
<i>Componente fixa</i>	1.873.091	0,50%
<i>Componente variável</i>	-	-
Comissão de depósito	33.511	0,01%
Comissão de mediação	53	0,00%
Custos de auditoria	-	-
Outros custos	-	-
TOTAL	1.906.655	
TAXA GLOBAL DE CUSTOS (TGC)		0,50%

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

2014		
Custos	Valor	%VLGF ⁽¹⁾
Comissão de gestão	996.735	0,48%
<i>Componente fixa</i>	996.735	0,48%
<i>Componente variável</i>	-	-
Comissão de depósito	9.451	0,00%
Comissão de mediação	1	0,00%
Custos de auditoria	-	-
Outros custos	-	-
TOTAL	1.006.187	
TAXA GLOBAL DE CUSTOS (TGC)		0,48%

A Sociedade Gestora suporta os custos de 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.

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

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**

Em 31 de dezembro de 2015 e 2014, a exposição a risco de crédito do Fundo em títulos de dívida apresenta a seguinte decomposição (inclui juros corridos):

	<u>2015</u>	<u>2014</u>
Dívida privada	193.318.778	33.301.793
Dívida pública	36.974.711	9.628.180
	-----	-----
	230.293.489	42.929.973
	=====	=====

Em 31 de dezembro de 2014, o investimento do Fundo em obrigações ascendia a 42.929.973 euros (13,55% do valor do Fundo), sendo inferior em 20.427.704 euros ao limite mínimo de 20% definido na política de investimento do Fundo. Tendo em linha de conta as *yields* registadas na classe obrigacionista, a equipa de gestão optou por investir em depósitos a prazo que ofereciam taxas mais competitivas em detrimento de obrigações, tendo por objetivo salvaguardar os melhores interesses dos Participantes do Fundo.

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 ao título e ao emitente, no caso de papel comercial:

	<u>2015</u>	<u>2014</u>
"AA -" a "AAA"	2.313.053	905.768
"A -" a "A +"	54.645.579	4.256.837
"BBB -" a "BBB +"	137.458.439	24.539.977
"BB -" a "BB +"	31.891.424	6.048.113
"B -" a "B +"	3.984.994	7.179.278
	-----	-----
	230.293.489	42.929.973
	=====	=====

FUNDO DE PENSÕES ABERTO CAIXA REFORMA PRUDENTE

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

De acordo com a política de investimento do Fundo, as obrigações adquiridas deverão ter um *rating* mínimo de *Investment Grade* ou equivalente de acordo com a notação da *Standard & Poors*. Caso não exista notação de *rating* da *Standard & Poors* serão utilizadas as notações equivalentes da *Moody's*, *Fitch*, Companhia Portuguesa de Rating ou outra agência de *rating* reconhecida no mercado financeiro. Independentemente do respetivo *rating*, o Fundo pode investir em títulos representativos de dívida de emitentes portugueses, quer sejam entidades públicas ou privadas, entendendo-se como emitentes portugueses as empresas ou instituições com sede em território nacional. O investimento (inicial ou reforço) nesses títulos não deve, contudo, originar, na data da respetiva aquisição, uma exposição a títulos com *rating* inferior a *Investment Grade* superior a 10% do valor do Fundo.

Em 31 de dezembro de 2015 e 2014, o investimento do Fundo em obrigações com *rating* inferior a *Investment Grade* de acordo com o critério acima definido ascendia a 35.876.418 euros e 13.227.391 euros, respetivamente (9,62% e 4,18% do valor do Fundo em 31 de dezembro de 2015 e 2014, respetivamente). Em 31 de dezembro de 2015 e 2014, todas as obrigações com *rating* inferior aquela classificação eram de emitentes portugueses. No exercício de 2015, excluindo os títulos de emitentes portugueses, o Fundo adquiriu obrigações com *rating* inferior a *Investment Grade* no montante de 99.850 euros (0,03% do valor do Fundo).

Grau de concentração

Em 31 de dezembro de 2015 e 2014, o grau de concentração por setor, país e entidade em função do valor líquido global do Fundo, apresenta o seguinte detalhe:

2015					
Setor	%	País	%	Entidade	%
Depósitos em instituições de crédito	28,0%	Portugal	43,0%	Caixa Geral de Depósitos (*)	32,8%
Bancário	17,7%	Unidades de participação	10,4%	AXA, S.A.	6,6%
Fundos Mobiliários	10,4%	França	9,6%	Dívida Pública Portuguesa	4,5%
Dívida pública	9,9%	Itália	9,1%	REN	4,4%
Utilities	5,6%	Holanda	8,5%	VERSE 1	3,6%
Outros setores	28,4%	Outros países	19,4%	Outras entidades	48,2%
	<u>100,0%</u>		<u>100,0%</u>		<u>100,0%</u>

2014					
Setor	%	País	%	Entidade	%
Depósitos em instituições de crédito	86,6%	Portugal	95,8%	Caixa Geral de Depósitos (*)	87,4%
Bancário	5,2%	Espanha	1,5%	VERSE 1	3,5%
Alternativos	3,3%	Itália	1,0%	Novo Banco, S.A.	2,3%
Dívida pública	3,0%	Estados Unidos	0,6%	Dívida Pública Portuguesa	1,9%
Covered	1,7%	Irlanda	0,4%	Dívida Pública Italiana	0,6%
Outros setores	0,2%	Outros países	0,6%	Outras entidades	4,4%
	<u>100,0%</u>		<u>100,0%</u>		<u>100,0%</u>

(*) Inclui fundos de investimento geridos pelo Grupo Caixa Geral de Depósitos.

Risco de mercado

As carteiras dos fundos de pensões estão sujeitas ao risco de mercado que resulta de alterações nos preços dos ativos e instrumentos financeiros derivados. Como forma de quantificar esse risco a CGD Pensões calcula o *VaR* das carteiras. Assim, na estimativa da perda potencial máxima a que o património do Fundo de Pensões está sujeito, a Sociedade Gestora tem em conta (i) a exposição de cada ativo e cada instrumento financeiro derivado medida de acordo com a sua natureza, (ii) alterações da volatilidade dos mercados, considerando observações representativas de 1 ano; (iii) detenção da carteira do fundo de pensões por um período de 30 dias e (iv) um intervalo de confiança de 95%.

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

A Sociedade Gestora quantifica ainda o acréscimo da perda potencial máxima decorrente da utilização de instrumentos financeiros derivados com vista a monitorizar o limite imposto no n.º 1 do artigo 9.º da Norma Regulamentar do ISP n.º 9/2007-R, de 28 de Junho, do ISP.

Em 31 de dezembro de 2014, na sequência das alterações ocorridas em março de 2013 à funcionalidade *VaR* da *Bloomberg*, a DGR utilizou a metodologia Kvar do Kondor para calcular o *VaR* da carteira de títulos. Em 31 de dezembro de 2015, na sequência da revisão da política de gestão de risco, decorrente da transposição dos investimentos alternativos, levada a cabo pela Caixa Gestão de Activos, o cálculo do *VaR* foi efetuado na *Bloomberg*.

Em 31 de dezembro de 2015, o *VaR* da carteira de títulos ascende a 1.143.501 euros (0,31% do valor do Fundo).

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, o valor de mercado dos títulos de dívida em carteira classificados por tipo de cupão era como segue:

	<u>2015</u>	<u>2014</u>
Taxa fixa	206.333.014	37.842.153
Taxa variável	23.960.475	5.087.820
	=====	=====
	230.293.489	42.929.973
	=====	=====

Risco de liquidez

O risco de liquidez corresponde ao risco do Fundo ter dificuldades em cumprir os seus compromissos, nomeadamente do resgate/transferência de unidades de participação e das comissões. 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 de 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, os títulos de dívida em carteira (incluindo juros corridos) totalizam 230.293.489 euros e 42.929.973 euros, respetivamente, e têm as seguintes maturidades:

	<u>2015</u>	<u>2014</u>
Até 1 ano	9,20%	13,40%
Entre 1 e 3 anos	55,38%	45,59%
Entre 3 e 5 anos	28,65%	22,44%
Entre 5 e 7 anos	4,39%	8,38%
Entre 7 e 10 anos	2,38%	7,74%
Superior a 10 anos	-	2,46%
	-----	-----
	100,00%	100,00%
	=====	=====

FUNDO DE PENSÕES ABERTO CAIXA REFORMA PRUDENTE

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

Nos termos da política de investimento, um mínimo de 80% do valor do fundo deverá estar investido, a todo o momento, em ativos com um prazo de vencimento residual igual ou inferior a 36 meses. Em 31 de dezembro de 2015 o investimento do Fundo em ativos com prazo igual ou superior a 36 meses ascendia a 81.580.752 euros (21,87% do valor do Fundo).

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 21.823.669 euros e 1.825.673 euros, respetivamente, e apresenta a seguinte composição:

	<u>2015</u>	<u>2014</u>
Obrigações	10.134.855	1.825.673
Ações e fundos de investimento mobiliário	11.688.814	-
	-----	-----
	21.823.669	1.825.673
	=====	=====



FUNDO DE PENSÕES ABERTO CAIXA REFORMA PRUDENTE
INVENTÁRIO DA CARTEIRA DE TÍTULOS EM 31 DE DEZEMBRO DE 2015

(Montantes expressos em Euros)

Espécie	Quantidade	Valor inicial	Mais/ /(menos)- -valias	Valor de balanço	Juros corridos
UNIDADES DE PARTICIPAÇÃO EM FUNDOS DE INVESTIMENTO					
Mobiliário					
AXA WF EU CREDIT	182.555	24.508.033	1.801	24.509.834	-
CXG LIQUIDEZ	1.409.537	7.500.003	-	7.500.003	-
FEI CX F. MONETARIO	1.247.332	6.946.611	6.266	6.952.877	-
		<u>38.954.647</u>	<u>8.067</u>	<u>38.962.714</u>	<u>-</u>
OBRIGAÇÕES DE DÍVIDA PÚBLICA					
Taxa fixa					
OT 4.75% 06/2019 (*)	3.500.000	3.952.442	-	3.952.442	91.301
BTPS 4.5% 03/2019 (*)	2.875.000	3.235.925	-	3.235.925	43.362
OT 4.8% 06/2020 (*)	2.750.000	3.163.936	-	3.163.936	72.131
BTPS 2.5% 05/2019 (*)	2.875.000	3.060.245	-	3.060.245	12.045
OT 5.65% 02/2024 (*)	2.500.000	2.957.220	-	2.957.220	123.836
BTPS 3.5% 06/2018 (*)	2.375.000	2.537.521	-	2.537.521	7.041
SPGB 4.6% 07/2019 (*)	2.000.000	2.282.998	-	2.282.998	38.962
SPGB 4.3% 10/2019 (*)	2.000.000	2.276.468	-	2.276.468	14.568
BTPS 4.25% 2/2019 (*)	1.875.000	2.087.631	-	2.087.631	33.131
OT 3.85% 04/2021 (*)	1.750.000	1.930.801	-	1.930.801	48.046
SPGB 2.75% 04/2019 (*)	1.500.000	1.602.693	-	1.602.693	27.725
SPGB 0.25% 04/2018 (*)	1.500.000	1.485.903	-	1.485.903	2.254
OT 4.95% 10/2023 (*)	1.250.000	1.456.450	-	1.456.450	11.496
OT 4.35% 10/2017 (*)	1.350.000	1.446.741	-	1.446.741	12.355
OT 4.45% 06/2018 (*)	1.300.000	1.423.517	-	1.423.517	31.612
BTPS 4.5% 08/2018 (*)	875.000	963.078	-	963.078	16.371
		<u>35.863.569</u>	<u>-</u>	<u>35.863.569</u>	<u>586.236</u>
Taxa variável					
CCTS Float 11/18	500.000	522.620	758	523.378	1.528
		<u>36.386.189</u>	<u>758</u>	<u>36.386.947</u>	<u>587.764</u>
OBRIGAÇÕES DIVERSAS					
Taxa variável					
TAGST 09-ENGY A1/25	986.482	959.847	(30.088)	929.759	870
Citigroup Float 5/17	900.000	896.900	400	897.300	13
BACR Float 03/2021	900.000	794.250	33.750	828.000	85
BESPL 2.625% 05/2017	7.000.000	7.034.335	(6.275.321)	759.014	119.488
CAPFP Float 07/2018	700.000	706.307	(2.100)	704.207	1.433
LLOYDS Float 10/2018	700.000	699.363	3.143	702.506	742
CAFP FLT 03/18	700.000	703.738	(1.491)	702.247	134
CS Float 11/10/17	700.000	700.000	1.421	701.421	384
NWIDE Float 11/2018	700.000	699.363	1.232	700.595	504
BMW Float 04/2018	700.000	697.200	(2.072)	695.128	212
UCGIM Float 12/2017	650.000	662.025	1.066	663.091	405

FUNDO DE PENSÕES ABERTO CAIXA REFORMA PRUDENTE
INVENTÁRIO DA CARTEIRA DE TÍTULOS EM 31 DE DEZEMBRO DE 2015

(Montantes expressos em Euros)

Espécie	Quantidade	Valor inicial	Mais/ /(menos)- -valias	Valor de balanço	Juros corridos
UCGIM Float 02/2020	650.000	648.700	3.640	652.340	706
JPM Float 02/2017	600.000	602.342	(1.262)	601.080	221
RENAUL Float 06/2017	600.000	604.438	(4.912)	599.526	188
Santander Flt.07/17	550.000	548.781	(156)	548.625	841
ENELIM Float 02/2018	500.000	537.458	(10.008)	527.450	5.849
UCGIM Float 10/2017	500.000	512.850	(4.332)	508.518	1.637
BPCEGP Float 05/2018	500.000	505.069	(1.459)	503.610	260
BATSLN Float 03/2018	500.000	503.444	(2.249)	501.195	131
WSTP Float 03/2017	500.000	502.179	(1.214)	500.965	87
RY Float 10/2018	500.000	500.220	550	500.770	372
MQGAU Float 04/2016	500.000	501.403	(988)	500.415	369
MRKGR Float 09/2017	500.000	500.000	(120)	499.880	50
GS Float 09/2018	500.000	500.000	(365)	499.635	155
UNANA Float 06/18	500.000	500.264	(679)	499.585	26
BSN Float 09/2018	500.000	500.000	(420)	499.580	81
NAB Float 01/18	500.000	500.538	(1.533)	499.005	247
HBOS Float 03/2017	500.000	498.544	314	498.858	87
F Float 02/2018	500.000	500.289	(5.919)	494.370	287
ENIIMFloat 10/2017	400.000	422.918	(5.918)	417.000	2.545
CS Float 03/30/2017	400.000	400.338	(190)	400.148	4
CAT Float 09/2017	400.000	401.227	(1.291)	399.936	11
TOYOTA Float 17	400.000	400.000	(396)	399.604	23
JYBC Float 03/2018	400.000	400.288	(1.288)	399.000	22
RABOBK Float 09/2017	400.000	397.764	776	398.540	-
ISPIM Float 05/2017	400.000	397.158	1.190	398.348	31
TELEFO Float 03/2016	300.000	300.465	(381)	300.084	17
RY Float 03/2019	300.000	301.956	(1.998)	299.958	13
VW Float 10/2017	300.000	300.100	(7.978)	292.122	132
ABNANV Float 12/2017	200.000	202.620	(1.198)	201.422	86
DANBNK Float 06/2017	200.000	200.632	(336)	200.296	39
UCGIM Float 01/2016	200.000	201.746	(1.626)	200.120	571
ALDINT Float 11/2017	200.000	200.000	34	200.034	87
STANLN Float 06/2017	200.000	200.720	(724)	199.996	29
SAPGR Float 04/2017	200.000	200.000	(164)	199.836	62
CAT Float 05/2018	200.000	200.080	(736)	199.344	38
MS Float 04/2016	125.000	125.158	(79)	125.079	98
AT&T Float 06/19	100.000	100.078	(122)	99.956	36
C Float 11/2019	100.000	99.793	(64)	99.729	68
VW Float 07/2018	100.000	100.000	(3.484)	96.516	54
GSFloat 10/2019	50.000	50.106	(171)	49.935	61
		<u>29.622.994</u>	<u>(6.327.316)</u>	<u>23.295.678</u>	<u>139.891</u>

FUNDO DE PENSÕES ABERTO CAIXA REFORMA PRUDENTE

INVENTÁRIO DA CARTEIRA DE TÍTULOS EM 31 DE DEZEMBRO DE 2015

(Montantes expressos em Euros)

Espécie	Quantidade	Valor inicial	Mais/ /(menos)- -valias	Valor de balanço	Juros corridos
Taxa fixa					
ELEPOR 5.75% 09/2017 (*)	7.000.000	7.610.894	-	7.610.894	112.172
COFP 4.481% 11/2018 (*)	6.000.000	6.641.284	-	6.641.284	36.730
LGFP 5.375% 11/2018 (*)	5.000.000	5.688.915	-	5.688.915	24.232
VERSE 2 SNR 02/2018	5.618.218	5.711.256	(81.313)	5.629.943	6.976
TELEFO 4.797 02/2018 (*)	5.000.000	5.460.184	-	5.460.184	206.337
F 1.75% 05/18 (*)	5.000.000	5.127.800	-	5.127.800	53.791
VERSE 1 SNR 02/2017	4.487.559	4.609.059	(42.968)	4.566.091	7.801
MWDP 6.75% 04/2018 (*)	4.000.000	4.549.067	-	4.549.067	188.852
CABKSM 3.125% 05/18 (*)	4.000.000	4.236.380	-	4.236.380	79.235
BACRED 09/2018	4.000.000	4.244.400	(31.240)	4.213.160	24.267
ACHMEA 0.875% 09/18 (*)	4.000.000	4.028.508	-	4.028.508	10.137
VERSE 3 SNR 02/2019	3.326.066	3.331.055	(45.474)	3.285.581	3.493
ENELIM 4.875% 02/18 (*)	2.900.000	3.154.527	-	3.154.527	122.009
BCPPL 3.375% 02/2017 (*)	3.000.000	3.021.054	-	3.021.054	85.438
ACHMEA 2.5% 11/2020 (*)	2.800.000	2.973.865	-	2.973.865	8.224
REPSM 4.875% 02/2019 (*)	2.500.000	2.795.513	-	2.795.513	105.514
DISINT 1.5% 07/2019 (*)	2.700.000	2.734.988	-	2.734.988	18.037
BPCEGP 3.7% 05/2018 (*)	2.530.000	2.718.059	-	2.718.059	12.210
REPSM 2.625% 05/2020 (*)	2.500.000	2.639.088	-	2.639.088	39.088
AMXLMM 3.75% 06/2017 (*)	2.500.000	2.624.107	-	2.624.107	47.900
AMXLMM 1% 06/2018 (*)	2.500.000	2.527.078	-	2.527.078	14.413
GE 2.25% 07/2020 (*)	2.000.000	2.145.654	-	2.145.654	20.287
RENAUL 3.625% 09/18 (*)	2.000.000	2.136.817	-	2.136.817	20.601
ISPIM 4% 11/2017 (*)	2.000.000	2.112.860	-	2.112.860	11.585
VW 1% 10/2016 (*)	2.100.000	2.094.956	-	2.094.956	3.844
MS 2.25% 03/2018 (*)	2.000.000	2.076.111	-	2.076.111	36.270
ALDINT 2% 05/2017 (*)	2.000.000	2.042.666	-	2.042.666	24.044
MCFP 1% 09/2021 (*)	2.000.000	2.025.860	-	2.025.860	5.410
SANTAN 1.1% 07/2018 (*)	2.000.000	2.016.189	-	2.016.189	9.377
HUWY 1.375% 10/2021 (*)	2.000.000	2.003.704	-	2.003.704	4.658
REPSM 4.375% 02/2018 (*)	1.700.000	1.835.416	-	1.835.416	64.187
UCGIM 1.8% 12/2017 (*)	1.700.000	1.735.195	-	1.735.195	24.055
BPCEGP 5.1% 06/2018 (*)	1.480.000	1.648.016	-	1.648.016	1.037
ISPIM 1.125% 01/2020 (*)	1.600.000	1.588.986	-	1.588.986	17.359
LLOYDS 1.875% 10/18 (*)	1.500.000	1.554.453	-	1.554.453	6.378
KERFP 1.875% 10/2018 (*)	1.500.000	1.552.670	-	1.552.670	6.532
WESAU 1.25% 10/2021 (*)	1.500.000	1.517.369	-	1.517.369	4.406
LLOYDS 0.625% 04/20 (*)	1.500.000	1.474.634	-	1.474.634	6.557
ENELIM 4.875% 03/20 (*)	1.250.000	1.457.043	-	1.457.043	49.283
GS 5.125% 10/2019 (*)	1.200.000	1.384.801	-	1.384.801	11.762
ACHMEA 2% 01/2018 (*)	1.300.000	1.337.237	-	1.337.237	24.433
IBESM 4.25% 10/2018 (*)	1.200.000	1.316.130	-	1.316.130	11.426
PPFP 3.125% 04/2019 (*)	1.200.000	1.293.511	-	1.293.511	25.922
CS 1.375% 11/2019 (*)	1.200.000	1.218.632	-	1.218.632	1.488

FUNDO DE PENSÕES ABERTO CAIXA REFORMA PRUDENTE
INVENTÁRIO DA CARTEIRA DE TÍTULOS EM 31 DE DEZEMBRO DE 2015

(Montantes expressos em Euros)

Espécie	Quantidade	Valor inicial	Mais/ /(menos)- -valias	Valor de balanço	Juros corridos
RENAUL 1.125% 09/19 (*)	1.200.000	1.205.402	-	1.205.402	3.430
REDELE 4.875% 04/202 (*)	1.000.000	1.160.005	-	1.160.005	32.900
TELEFO 4.693% 11/19 (*)	1.000.000	1.136.277	-	1.136.277	6.539
UCGIM 5.65% 08/2018 (*)	1.000.000	1.118.384	-	1.118.384	20.068
COFP 3.994 03/2020 (*)	1.000.000	1.116.014	-	1.116.014	32.519
IBESM 2.875% 11/2020 (*)	1.000.000	1.074.252	-	1.074.252	4.006
CXGD 4.25% 01/2020 (*)	1.000.000	1.047.838	-	1.047.838	39.473
ABBEY 2% 01/2019 (*)	1.000.000	1.036.011	-	1.036.011	19.288
K 1.75% 05/2021 (*)	1.000.000	1.032.535	-	1.032.535	10.615
GE 2.875% 06/2019 (*)	1.000.000	1.027.966	-	1.027.966	15.475
DGELN 1.125% 05/2019 (*)	1.000.000	1.005.581	-	1.005.581	6.947
F 1.114% 05/2020 (*)	1.000.000	1.002.165	-	1.002.165	7.092
CXGD 3.75% 01/2018 (*)	1.000.000	999.198	-	999.198	35.753
NOMURA 1.125% 06/20 (*)	1.000.000	996.799	-	996.799	6.516
RENEPL 6.25% 09/16 (*)	835.000	869.494	-	869.494	14.497
ISPIM 4.125% 04/2020 (*)	750.000	847.595	-	847.595	22.147
GLENLN 2.625% 11/18 (*)	800.000	837.177	-	837.177	2.467
ABBEY 2.625% 07/2020 (*)	750.000	811.602	-	811.602	9.091
BAC 2.5% 07/2020 (*)	750.000	804.485	-	804.485	8.094
ENIIM 4.25% 02/20 (*)	700.000	797.418	-	797.418	27.060
AMXLMM 4.125% 10/2019 (*)	700.000	787.281	-	787.281	5.365
CXGD 1% 01/2022 (*)	700.000	695.976	-	695.976	6.501
UCGIM 6.1% 03/2018 (*)	600.000	663.821	-	663.821	29.100
CXGD 3% 01/2019 (*)	600.000	597.998	-	597.998	17.310
RENEPL 4.125% 01/18 (*)	500.000	532.207	-	532.207	18.930
UCGIM 5% 05/2018 (*)	475.000	518.273	-	518.273	14.600
ABBEY 0.875% 01/2020 (*)	500.000	502.413	-	502.413	4.962
ISPIM 4.125% 09/2016 (*)	500.000	499.635	-	499.635	5.861
SANTAN 2.875% 01/18 (*)	500.000	498.403	-	498.403	13.233
ISPIM 4.125% 01/2016 (*)	300.000	300.124	-	300.124	11.934
VLVY 2.375% 11/26/19 (*)	250.000	263.583	-	263.583	581
		151.781.903	(200.995)	151.580.908	2.050.111
		181.404.897	(6.528.311)	174.876.586	2.190.002
<u>PAPEL COMERCIAL</u>					
PAP.COM. REN 32ªEM.	16.250.000	16.250.000	-	16.250.000	2.190
		272.995.733	(6.519.486)	266.476.247	2.779.956

(*) - Título valorizado ao custo amortizado.

FUNDO DE PENSÕES ABERTO CAIXA REFORMA PRUDENTE
INVENTÁRIO DA CARTEIRA DE TÍTULOS VALORIZADA AO CUSTO
AMORTIZADO EM 31 DE DEZEMBRO DE 2015

(Montantes expressos em Euros)

Espécie	Valor de aquisição	Custo amortizado	Valor de mercado	Juros corridos
<u>OBRIGAÇÕES DE DÍVIDA PÚBLICA</u>				
<u>Taxa fixa</u>				
OT 4.75% 06/2019	4.040.385	3.952.442	3.984.400	91.301
BTPS 4.5% 03/2019	3.316.464	3.235.925	3.261.544	43.362
OT 4.8% 06/2020	3.235.260	3.163.936	3.193.713	72.131
OT 5.65% 02/2024	3.029.780	2.957.220	3.101.375	123.836
BTPS 2.5% 05/2019	3.099.094	3.060.245	3.087.031	12.045
BTPS 3.5% 06/2018	2.579.375	2.537.521	2.569.869	7.041
SPGB 4.6% 07/2019	2.342.535	2.282.998	2.299.000	38.962
SPGB 4.3% 10/2019	2.330.745	2.276.468	2.291.500	14.568
BTPS 4.25% 2/2019	2.138.146	2.087.631	2.108.438	33.131
OT 3.85% 04/2021	1.958.270	1.930.801	1.971.200	48.046
SPGB 2.75% 04/2019	1.613.250	1.602.693	1.620.225	27.725
SPGB 0.25% 04/2018	1.482.855	1.485.903	1.503.750	2.254
OT 4.95% 10/2023	1.479.630	1.456.450	1.497.938	11.496
OT 4.35% 10/2017	1.483.812	1.446.741	1.451.925	12.355
OT 4.45% 06/2018	1.458.080	1.423.517	1.434.550	31.612
BTPS 4.5% 08/2018	991.146	963.078	974.050	16.371
	<u>36.578.827</u>	<u>35.863.569</u>	<u>36.350.508</u>	<u>586.236</u>

OBRIGAÇÕES DIVERSAS

Taxa fixa

ELEPOR 5.75% 09/2017	7.667.060	7.610.894	7.562.730	112.172
COFP 4.481% 11/2018	6.659.640	6.641.284	6.500.460	36.730
LGFP 5.375% 11/2018	5.698.500	5.688.915	5.665.850	24.232
TELEFO 4.797 02/2018	5.469.000	5.460.184	5.452.200	206.337
F 1.75% 05/18	5.137.160	5.127.800	5.126.600	53.791
MWDP 6.75% 04/2018	4.568.000	4.549.067	4.543.520	188.852
CABKSM 3.125% 05/18	4.254.600	4.236.380	4.240.920	79.235
ACHMEA 0.875% 09/18	4.029.200	4.028.508	4.029.000	10.137
ENELIM 4.875% 02/18	3.196.980	3.154.527	3.168.105	122.009
BCPPL 3.375% 02/2017	3.026.650	3.021.054	2.984.640	85.438
ACHMEA 2.5% 11/2020	2.989.160	2.973.865	2.967.804	8.224
REPSM 4.875% 02/2019	2.827.970	2.795.513	2.753.200	105.514
DISINT 1.5% 07/2019	2.740.600	2.734.988	2.723.679	18.037
BPCEGP 3.7% 05/2018	2.723.427	2.718.059	2.701.711	12.210
AMXLMM 3.75% 06/2017	2.627.750	2.624.107	2.622.450	47.900
REPSM 2.625% 05/2020	2.653.250	2.639.088	2.547.050	39.088
AMXLMM 1% 06/2018	2.528.505	2.527.078	2.518.875	14.413
RENAUL 3.625% 09/18	2.154.040	2.136.817	2.144.260	20.601
GE 2.25% 07/2020	2.166.500	2.145.654	2.134.720	20.287
ISPIM 4% 11/2017	2.172.200	2.112.860	2.131.960	11.585
VW 1% 10/2016	2.094.099	2.094.956	2.098.782	3.844
MS 2.25% 03/2018	2.086.740	2.076.111	2.079.680	36.270

Este anexo faz parte integrante das demonstrações financeiras em 31 de dezembro de 2015.

FUNDO DE PENSÕES ABERTO CAIXA REFORMA PRUDENTE
INVENTÁRIO DA CARTEIRA DE TÍTULOS VALORIZADA AO CUSTO
AMORTIZADO EM 31 DE DEZEMBRO DE 2015
(Montantes expressos em Euros)

Espécie	Valor de aquisição	Custo amortizado	Valor de mercado	Juros corridos
ALDINT 2% 05/2017	2.044.000	2.042.666	2.039.380	24.044
MCFP 1% 09/2021	2.028.800	2.025.860	2.028.420	5.410
SANTAN 1.1% 07/2018	2.018.340	2.016.189	2.024.240	9.377
HUWY 1.375% 10/2021	2.003.940	2.003.704	2.000.940	4.658
REPSM 4.375% 02/2018	1.848.750	1.835.416	1.820.955	64.187
UCGIM 1.8% 12/2017	1.746.750	1.735.195	1.745.832	24.055
BPCEGP 5.1% 06/2018	1.652.120	1.648.016	1.634.764	1.037
ISPIM 1.125% 01/2020	1.587.064	1.588.986	1.605.088	17.359
LLOYDS 1.875% 10/18	1.559.340	1.554.453	1.561.785	6.378
KERFP 1.875% 10/2018	1.557.405	1.552.670	1.559.850	6.532
WESAU 1.25% 10/2021	1.518.490	1.517.369	1.498.455	4.406
LLOYDS 0.625% 04/20	1.471.455	1.474.634	1.493.775	6.557
ENELIM 4.875% 03/20	1.498.610	1.457.043	1.458.988	49.283
GS 5.125% 10/2019	1.409.760	1.384.801	1.393.092	11.762
ACHMEA 2% 01/2018	1.347.366	1.337.237	1.336.907	24.433
IBESM 4.25% 10/2018	1.337.640	1.316.130	1.328.028	11.426
PPFP 3.125% 04/2019	1.307.820	1.293.511	1.295.664	25.922
CS 1.375% 11/2019	1.221.084	1.218.632	1.234.284	1.488
RENAUL 1.125% 09/19	1.206.144	1.205.402	1.205.892	3.430
REDELE 4.875% 04/202	1.179.740	1.160.005	1.179.100	32.900
CXGD 4.25% 01/2020	1.070.600	1.047.838	1.143.500	39.473
TELEFO 4.693% 11/19	1.155.110	1.136.277	1.141.100	6.539
UCGIM 5.65% 08/2018	1.148.500	1.118.384	1.105.750	20.068
IBESM 2.875% 11/2020	1.082.400	1.074.252	1.097.770	4.006
GE 2.875% 06/2019	1.047.200	1.027.966	1.083.490	15.475
CXGD 3.75% 01/2018	998.040	999.198	1.069.030	35.753
COFP 3.994 03/2020	1.126.250	1.116.014	1.059.490	32.519
ABBEY 2% 01/2019	1.042.370	1.036.011	1.039.630	19.288
K 1.75% 05/2021	1.034.780	1.032.535	1.030.180	10.615
DGELN 1.125% 05/2019	1.006.470	1.005.581	1.022.620	6.947
F 1.114% 05/2020	1.002.350	1.002.165	996.290	7.092
NOMURA 1.125% 06/20	996.530	996.799	994.830	6.516
RENEPL 6.25% 09/16	883.989	869.494	865.812	14.497
ISPIM 4.125% 04/2020	864.795	847.595	846.960	22.147
ABBEY 2.625% 07/2020	821.850	811.602	805.298	9.091
BAC 2.5% 07/2020	813.458	804.485	798.735	8.094
ENIIM 4.25% 02/20	811.167	797.418	794.395	27.060
AMXLMM 4.125% 10/2019	800.429	787.281	783.916	5.365
CXGD 1% 01/2022	695.352	695.976	698.166	6.501
GLENLN 2.625% 11/18	844.584	837.177	687.400	2.467
UCGIM 6.1% 03/2018	683.220	663.821	667.368	29.100

FUNDO DE PENSÕES ABERTO CAIXA REFORMA PRUDENTE
INVENTÁRIO DA CARTEIRA DE TÍTULOS VALORIZADA AO CUSTO
AMORTIZADO EM 31 DE DEZEMBRO DE 2015

(Montantes expressos em Euros)

<u>Espécie</u>	<u>Valor de aquisição</u>	<u>Custo amortizado</u>	<u>Valor de mercado</u>	<u>Juros corridos</u>
CXGD 3% 01/2019	596.712	597.998	645.288	17.310
RENEPL 4.125% 01/18	537.490	532.207	532.770	18.930
SANTAN 2.875% 01/18	496.150	498.403	527.540	13.233
UCGIM 5% 05/2018	530.480	518.273	519.788	14.600
ISPIM 4.125% 09/2016	497.960	499.635	513.400	5.861
ABBEY 0.875% 01/2020	503.000	502.413	500.690	4.962
ISPIM 4.125% 01/2016	309.261	300.124	300.189	11.934
VLVY 2.375% 11/26/19	267.003	263.583	264.423	581
	<u>134.683.149</u>	<u>133.886.133</u>	<u>133.679.453</u>	<u>2.007.574</u>
	<u>171.261.976</u>	<u>169.749.702</u>	<u>170.029.961</u>	<u>2.593.810</u>

