



CERTIFICADOS DE REFORMA



SEGURANÇA SOCIAL

FOLHETO INFORMATIVO

31 DEZEMBRO 2018

OS MERCADOS FINANCEIROS EM 2018

O contexto de crescimento económico forte e sincronizado que caracterizou o ano de 2017 foi sendo desafiado ao longo de 2018, sobretudo no segundo semestre do ano. Os indicadores económicos revelaram surpresas negativas numa generalidade de países e blocos geográficos desenvolvidos e emergentes, como a Zona Euro, o Japão e a China, denunciando o impacto dos focos de perturbação que surgiram ou se intensificaram ao longo do ano, como o Brexit e a guerra comercial com imposição de tarifas.

Os EUA foram uma exceção a este movimento de desaceleração, com a economia norte-americana a manter um ritmo de crescimento mais dinâmico, suportado pelo plano de corte de impostos a famílias e empresas, implementado no início de 2018. Os resultados das empresas foram igualmente beneficiados em larga escala, com os lucros anuais das constituintes do índice S&P500 a registarem níveis médios de crescimento em torno dos 20%.

Apesar da desaceleração observada no ano, o ritmo de geração de emprego manteve-se, com as taxas de desemprego a registarem, em 2018, níveis historicamente baixos. Os salários dos trabalhadores foram apresentando alguma melhoria em resultado desse efeito, sem, no entanto, ameaçarem os referenciais de inflação dos bancos centrais das economias desenvolvidas. Nesse contexto, os índices gerais de inflação mantiveram a tendência de ligeira subida, pelo 3º ano consecutivo, tendo registado, em vários casos, níveis homólogos acima do patamar de 2%, mas sem pressionar agressivamente as expectativas futuras de inflação. Em sintonia, as políticas monetárias foram mantendo, de forma controlada, a perspetiva de normalização, após anos de extrema cedência de liquidez. A Reserva Federal norte-americana, incentivada por fortes indicadores económicos domésticos, concretizou as esperadas 4 subidas trimestrais na taxa de juro de referência, que atingiu o patamar de 2,5% (limite superior da banda de referência), num caminho que se iniciou no final de 2015. Os restantes bancos centrais, confrontados com um contexto económico menos dinâmico e mais incerto, mantiveram um perfil mais conservador. O Banco de Inglaterra, condicionado pela indefinição relacionada com o Brexit, efetivou apenas 1 subida na sua taxa de referência, enquanto o Banco Central Europeu deu por terminada a sua operação de compra de ativos (mantendo o reinvestimento das amortizações), deixando apenas a perspetiva de uma subida de taxas em meados de 2019, estimativa essa que foi sendo adiada ao longo do segundo semestre, à medida que o contexto económico e financeiro se foi deteriorando.

O comportamento diferenciado entre a economia dos EUA e as restantes economias desenvolvidas e emergentes, teve reflexo no comportamento diferenciado dos respetivos mercados financeiros.

Se por um lado, a curva de rendimentos norte-americana desenhou um movimento de subida de "yields", ao longo das várias maturidades, em reação aos bons dados económicos e à política da Fed, as curvas de rendimentos inglesa e da Zona Euro mantiveram um comportamento mais irregular, com a taxa a 10 anos da Alemanha a revelar maior pressão em baixa e a fechar 2018 em mínimos do ano. Só no 4º trimestre, o mercado norte-americano demonstrou sensibilidade aos focos de tensão já referidos, e sucumbiu a um movimento de aumento de volatilidade e "flight to quality" que prevaleceu sobre os restantes mercados geográficos. Fruto de um efeito de "carry" positivo associado à taxa média de 2.2% oferecida pela dívida soberana dos EUA no início de 2018 e da forte descida de "yields" registada nos meses de novembro e dezembro, este mercado de dívida conseguiu fechar o ano em território positivo com uma rentabilidade de cerca de 0.80% em moeda local. Este nível de desempenho não se revelou muito distante dos desempenhos observados nos mercados europeu e britânico, em moeda local, onde apesar de um comportamento mais interessante das "yields" de referência, a existência de um "carry" menos positivo ou até negativo, penalizou a respetiva rentabilidade (1% no caso da zona Euro e 0.53% no caso da Inglaterra, em moeda local).

Ainda ao nível do mercado de dívida da Zona Euro, os "spreads" dos vários emittentes soberanos foram alternando períodos de alargamento e de estreitamento face ao referencial da Alemanha, havendo a realçar o caso particular da dívida pública italiana, que registou vários momentos de forte pressão vendedora no seguimento das eleições legislativas de maio. O referencial de 10 anos atingiu níveis de 3,80% durante o mês de

outubro, num movimento que se revelou essencialmente centrado em Itália, não tendo despoletado um efeito de contágio relevante noutros emittentes periféricos. Neste contexto, a dívida pública portuguesa manteve-se relativamente estável e maioritariamente abaixo do patamar dos 2% no referencial a 10 anos, com a OT 2028 a terminar o ano com uma taxa implícita de 1,72%.

No que diz respeito ao mercado de ações, o comportamento relativo dos índices geográficos revelou igualmente uma diferenciação por parte do mercado norte-americano. Durante o 2º e 3º trimestres de 2018, o índice S&P500 apresentou uma tendência ascendente sem correções relevantes, num movimento que se foi revelando cada vez mais particular e divergente dos restantes mercados geográficos. Os bons dados económicos e resultados empresariais foram desvalorizando os focos de tensão que afetavam as restantes zonas geográficas, fazendo acentuar a "outperformance" do índice norte-americano que no início de outubro se fixava em cerca de 10 pontos percentuais (S&P500 com uma rentabilidade de cerca de 10% face a rentabilidades em torno dos 0% nos índices europeus e japoneses, em moeda local, e dos -5% no índice dos mercados emergentes, em usd dólar).

Este comportamento relativo apenas foi interrompido no 4º trimestre, com o aumento da volatilidade a espelhar os receios dos investidores relativamente ao potencial impacto de temas como a guerra comercial e a contínua subida de taxas de juro por parte da Fed, num mercado acionista com múltiplos de avaliação elevados. Algumas empresas norte-americanas começaram a revelar expectativas de revisão em baixa das suas receitas e margens futuras em reação às restrições ao comércio, o que validou os receios sentidos, ao que se juntou a queda vertiginosa no preço do petróleo, cujo referencial em usd desceu de cerca de 75 usd em outubro para cerca de 45 usd no final de 2018. Neste contexto, os EUA acabaram por liderar a correção em baixa dos índices acionistas durante os últimos meses do ano, fechando parcialmente o desempenho relativo que se tinha afirmado. No final de 2018, o índice S&P500 ainda registava uma rentabilidade relativa positiva, no entanto, a valores absolutos negativos (-4.9% em moeda local) e mais próxima dos índices europeus (-12.03% no Eurostoxx 50 e -8,77% no FTSE 100, em moeda local) e dos mercados emergentes (-14.5%, em usd).

Uma última nota para o mercado cambial. Fruto de um retomar dos riscos ao nível político e económico da Zona Euro e da confirmação de um ritmo firme de subida nas taxas de juro de referência da Reserva Federal norte-americana, a moeda europeia foi revelando sinais de alguma fragilidade no 2º semestre do ano, que se sentiram também na relação com o iene japonês. No caso da libra esterlina, as incertezas quanto ao Brexit e a ausência de uma solução definida para saída do Reino Unido da União Europeia colocaram pressão adicional sobre esta moeda, culminando numa apreciação do par Eur-Gbp. Em resultado, as rentabilidades dos ativos norte-americanos e japoneses beneficiaram quando convertidas para euros, ao contrário dos ativos ingleses.

O FUNDO DOS CERTIFICADOS DE REFORMA (FCR)

Durante o ano de 2018, a carteira do Fundo de Certificados de Reforma (FCR) manteve-se maioritariamente investida em euros, com uma alocação significativa à componente de dívida governamental alemã de maturidade entre 1 e 10 anos, a espelhar a carteira de referência estratégica de gestão. Adicionalmente, a componente de títulos representativos de dívida pública portuguesa manteve-se próxima do limite mínimo regulamentar de 25%.

A restante componente da carteira esteve afeta a outras classes de ativos, como ações (com uma alocação dentro do limite máximo regulamentar de 25%) e outra dívida pública, centradas nas zonas geográficas mais representativas dos mercados desenvolvidos (Europa, EUA e Japão).

A rentabilidade da carteira do FCR fixou-se nos -1.88%, registando um *excess return* de cerca de -2.85% face à carteira de referência estratégica (*benchmark* estratégico). Este desempenho absoluto e relativo foi determinado sobretudo pelo comportamento negativo da componente de ações.

Durante o ano, o montante de ativos sob gestão na carteira continuou a crescer, totalizando a 31 de dezembro de 2018 cerca de 44.7 milhões de euros.



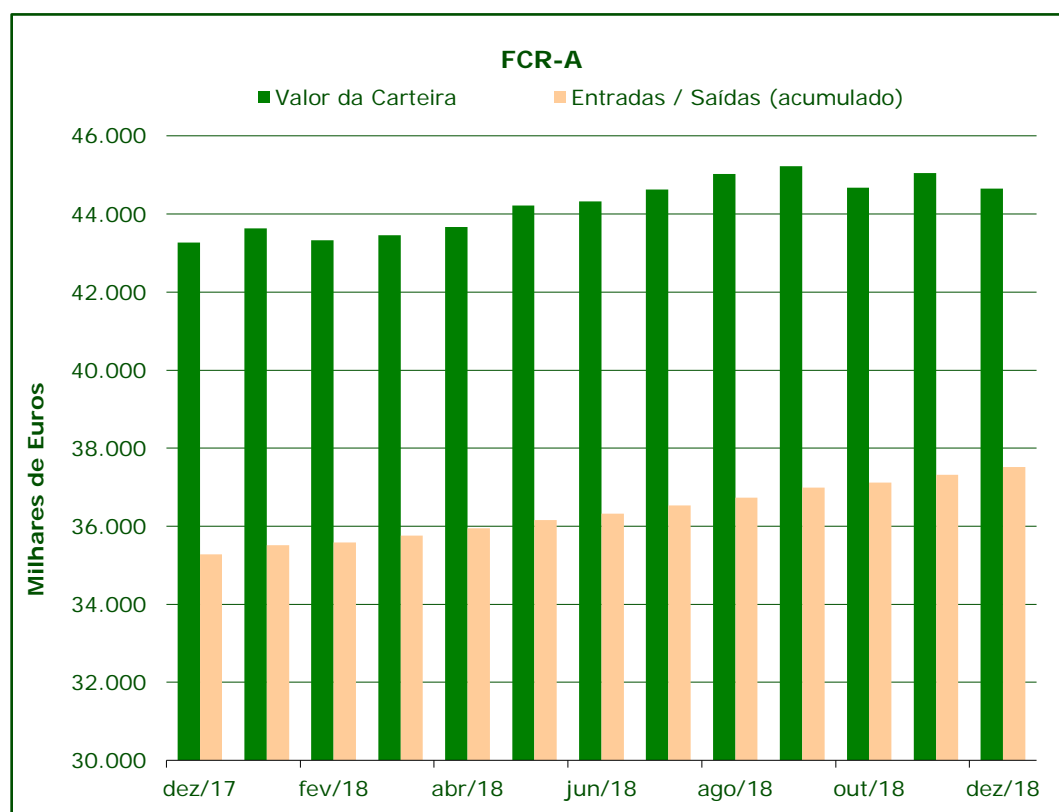
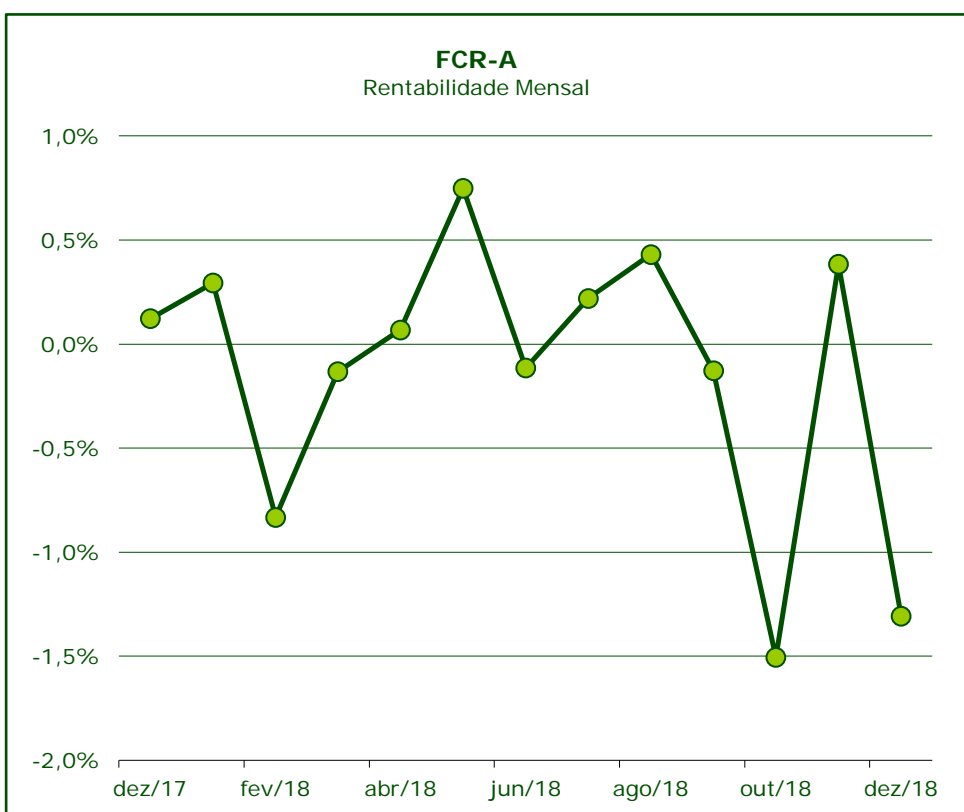
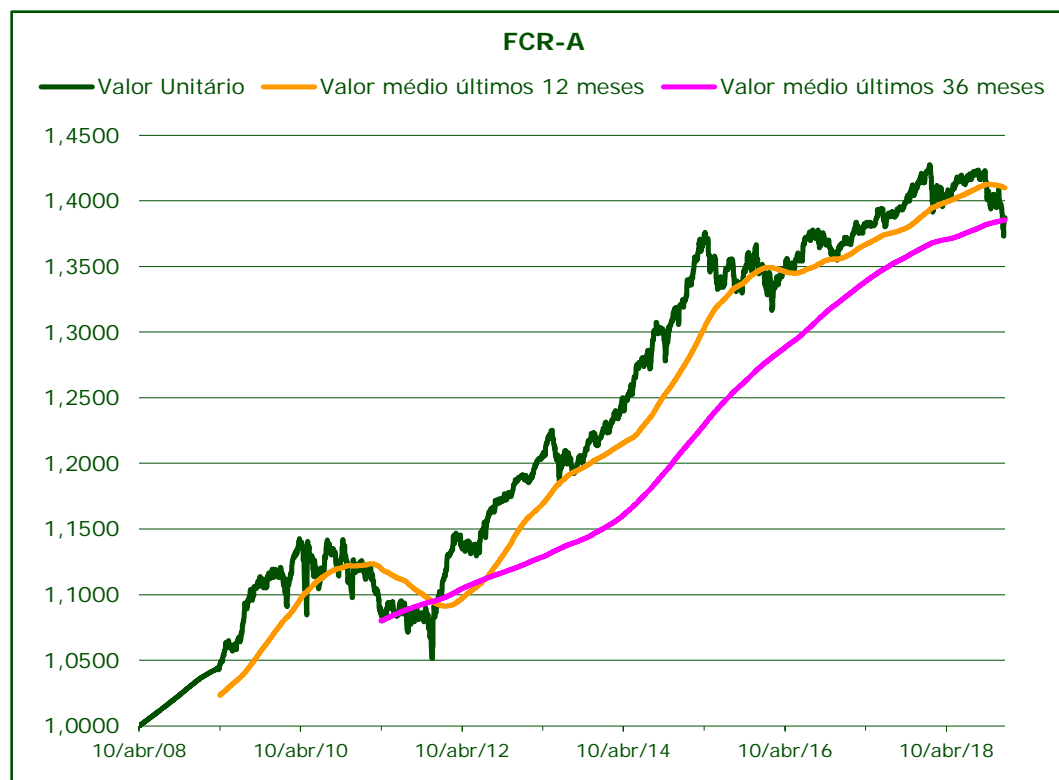
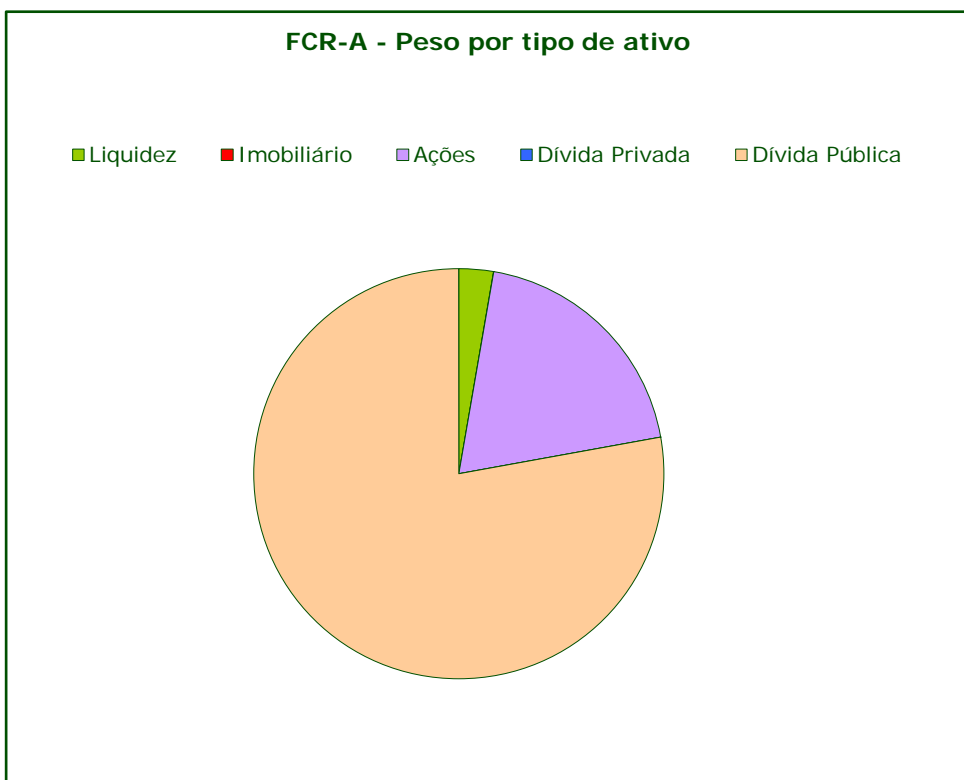
	Valor de Mercado (€)	Valor unitário dos Certificados de Reforma (€)			
		31/dez/18	Médio últimos 12 meses	Médio últimos 36 meses	Médio desde o início
FCR - fase acumulação	44.650.439,45	1,38714	1,40971	1,38539	1,22694

Valorização média anual ^{a)}		
Últimos 12 meses	Últimos 36 meses	Desde o início
-3,12%	0,15%	2,49%

	Valor de Mercado (€)	Pesos	Rentabilidade últimos 12 meses		
		% FCR-A	FCR-A	BB Barclays Ser-E Alemanha ^{b)}	Excess Return
Total da carteira	44.650.439,45	100,00%	-1,88%	1,00%	-2,85%
Dívida Pública Portuguesa	11.305.790,00	25,32%	0,00%		
Dívida OCDE Ex-DP Portuguesa ^{c)}	23.457.129,28	52,54%	0,04%		
Ações ^{c)}	8.673.274,75	19,42%	-9,04%		
Liquidez	1.214.245,42	2,72%			

Risco ^{d)}		
Volatilidade Anualizada		Tracking Error
FCR-A	BB Barclays Ser-E Alemanha ^{b)}	
2,59%	1,76%	2,75%

a) Taxa interna de rentabilidade anual de entregas mensais constantes, respeitando as datas de subscrição no período indicado b) O índice BB Barclays Ser-E Alemanha representa uma carteira de dívida pública Alemã de 1 a 10 anos c) Inclui valor notional dos futuros e valias potenciais dos forwards d) Dados semanais dos últimos 2 anos



Notas:
 - As rentabilidades passadas não constituem garantia de rentabilidades futuras
 - As rentabilidades dependem do regime de tributação de cada aderente
 - Valores não auditados