



## OS MERCADOS FINANCEIROS EM 2023

Não obstante o ano de 2022 se ter apresentado excepcionalmente negativo para os mercados financeiros, com os índices acionistas e obrigacionistas a acumularem rentabilidades marcadamente negativas, em reação às políticas monetárias restritivas praticadas pelos bancos centrais das principais economias desenvolvidas, o ano de 2023 revelou-se positivo.

A inflação continuou a ser um tema determinante ao nível macroeconómico e influenciou a atuação das autoridades monetárias. Neste campo, o ritmo de desaceleração dos indicadores de preços foi-se afirmando ao longo do ano, com os EUA a registarem um crescimento homólogo no índice geral de preços de 3,1% no mês de novembro, face a 6,5% em dezembro de 2022 e face ao máximo de 2022 de 9,1% registado no mês de junho. Na zona Euro, a descida verificada em 2023 foi ainda mais acentuada, com o crescimento homólogo do índice geral de preços a fixar-se em 2,4% em novembro de 2023, face a 9,2% em dezembro de 2022 e face ao máximo de 2022 de 10,6% registado no mês de outubro. A melhoria do contexto de inflação foi fomentando a expectativa de que a política de subida de taxas de juro, em curso em vários países desenvolvidos, poderia estar próxima do fim. Neste contexto, as subidas de taxas anunciadas pelas autoridades monetárias ao longo de 2023 foram revelando um impacto limitado nos mercados financeiros, sobretudo no mercado acionista, onde o índice europeu Eurostoxx 50 não registou, no ano de 2023, qualquer fecho diário abaixo do nível de final de ano 2022, tendo o índice norte-americano S&P 500 registado níveis de fecho marginalmente inferiores a 30 de dezembro de 2022 apenas nas sessões de 3 e 5 de janeiro de 2023.

Outros fatores contribuíram para este comportamento positivo dos índices acionistas. Por um lado, as economias foram-se mantendo resilientes, com os níveis de taxa de desemprego a permanecerem em patamares reduzidos, abaixo dos 4% nos EUA e dos 7% na zona Euro, e a recuada recessão da economia norte-americana acabou por não se verificar. Por outro lado, o foco de tensão que eclodiu no final do primeiro trimestre do ano, com a falência de vários bancos regionais nos EUA em consequência dos desequilíbrios de balanço gerados em resultado do movimento de subida de taxas de juro, foi rapidamente contido com a intervenção das autoridades norte-americanas. Na Europa, receu-se um efeito de contágio, que gerou volatilidade temporária no setor bancário, e culminou com a compra do banco suíço Credit Suisse pela UBS, numa operação apoiada pelas autoridades locais. Também o surgimento de uma nova guerra, no início do quarto trimestre do ano, com a ofensiva entre o Israel e o Hamas, não surtiu impacto sobre os mercados financeiros, com os índices acionistas norte-americanos e da zona Euro a definirem a tendência do segundo semestre de 2023 sobretudo em reflexo da movimentação assistida ao nível das taxas de juro oferecidas pelas obrigações soberanas dos respetivos blocos económicos.

Como referido anteriormente, o ano de 2023 arrancou com níveis de inflação elevados, que continuaram a fomentar a política restritiva dos bancos centrais das principais economias desenvolvidas. Nos EUA, a Reserva Federal norte-americana procedeu a quatro subidas adicionais na sua taxa de juro de referência, num total de 100 pontos base (pb) que colocaram a banda superior desta taxa no patamar de 5,5%, após a reunião de julho de 2023. Na zona Euro, o BCE procedeu a seis subidas adicionais, num total de 200 pb, que colocaram a taxa de juro de referência das operações de refinanciamento no patamar de 4,5%, na reunião de setembro. Após estas decisões, os bancos centrais assumiram uma posição de maior cautela, intensificando as expectativas de que se estaria a verificar o ponto máximo do ciclo de subida de taxas de juro.

Neste contexto de políticas monetárias, o mercado obrigacionista foi mantendo as taxas de juro implícitas nas obrigações soberanas em patamares elevados durante o primeiro semestre do ano. A taxa de juro média do índice de dívida soberana da zona Euro foi mantendo uma flutuação em torno do nível de 3%, próximo do nível de fecho de 2022, enquanto a taxa de juro média do índice de dívida soberana dos EUA se foi definindo em torno do nível dos 4%. Apenas no terceiro trimestre de 2023 se assistiu a uma movimentação claramente em alta destes referenciais, que atingiram o seu máximo nos 3,7% e 5,13%, respetivamente, no final do mês de setembro e início do mês de outubro. Durante este período assistiu-se a uma reaceleração da inflação nos EUA (que se veio a revelar pontual) e ao aumento das necessidades de financiamento anunciadas para os EUA, que suportaram a discussão em torno da capacidade creditícia norte-

americana, ao que acresceu a revisão em baixa do *rating* atribuído à dívida emitida por esta entidade soberana, pela agência Fitch, de AAA para AA+. A posterior confirmação da tendência descendente do ritmo de crescimento dos indicadores de preços e da postura mais neutral dos bancos centrais, suportou a reversão da tendência das taxas, assistindo-se ao longo de todo o quarto trimestre de 2023 uma tendência bem definida de descida das taxas de juro implícitas nos títulos de dívida soberana, que se prolongou até ao final do ano e onde os momentos de reversão em alta foram praticamente inexistentes. Em resultado deste movimento, a taxa de juro média do índice de dívida soberana da zona Euro terminou 2023 próximo de 2,7%, cerca de 45pb abaixo do nível de início de ano e cerca de 100pb abaixo do nível máximo registado por esta taxa média no final do mês de setembro. No caso do índice de dívida soberana dos EUA, a taxa média terminou o ano em torno dos 4,11%, cerca de 6pb abaixo do nível de início de 2023 e cerca de 103pb abaixo do nível máximo do ano registado por esta taxa média no início do mês de outubro.

Em resultado desta movimentação de taxas, os índices obrigacionistas da zona Euro e dos EUA terminaram 2023 com rentabilidades positivas em moeda local de cerca de 6,71% e 3,87%, respetivamente. No caso do índice de dívida soberana de Portugal, a rentabilidade aproximou-se dos 8%, beneficiando da valorização de preço adicional das Obrigações de Tesouro portuguesas, em resultado da dinâmica positiva registada ao nível da economia e das finanças públicas nacionais, que culminou com a subida do *rating* atribuído à dívida soberana portuguesa pelas agências Moodys e Fitch, a par da redução das necessidades de financiamento de Portugal nos mercados internacionais ao longo do ano. Relativamente ao índice de dívida soberana dos EUA, quando considerada a rentabilidade do índice com cobertura cambial, a rentabilidade desce para 1,38%, reflexo do custo de cobertura cambial positivo (dadas as taxas monetárias superiores nos EUA).

A movimentação de forte descida das taxas de juro dos títulos de dívida ao longo do quarto trimestre de 2023 foi reflexo da intensificação da expectativa de um ciclo de corte de taxas de juro de referência dos bancos centrais ao longo de 2024 e deu um novo ímpeto à valorização dos índices acionistas, que terminaram o ano com fortes valorizações, de onde se destaca o índice norte-americano S&P 500, que registou uma rentabilidade anual em moeda local superior a 25%, com o índice a transacionar muito próximo do nível máximo histórico de 4818, registado nos primeiros dias do ano de 2022. As ações japonesas tiveram também uma performance bastante positiva, com o índice Topix a registar uma rentabilidade em moeda local próxima dos 28%, suportada pela manutenção de uma política acomodatória por parte do banco central japonês e pela consequente forte depreciação da moeda nipónica. Também as ações da zona Euro registaram um comportamento muito positivo, com o índice Eurostoxx 50 a registar uma rentabilidade de 22,23%. Quando consideradas as rentabilidades destes índices em moeda euro, a zona Euro destaca-se favoravelmente, dado o efeito negativo proporcionado pela depreciação registada pelo dólar americano e pelo iene relativamente à moeda europeia. Num ano em que o tema da Inteligência Artificial se manteve em destaque, o segmento das maiores empresas tecnológicas dos EUA acabou por dominar o movimento de valorização, tendo o setor tecnológico do índice S&P 500 registado a maior rentabilidade setorial, acima dos 55%.

2023	Ações (Rentabilidade Líquida)				Obrigações Soberanas (Rentabilidade Bruta)		
	Zona Euro (Eurostoxx 50)	EUA (S&P 500)	Reino Unido (Ftse 100)	Japão (Topix)	Zona Euro	Portugal	EUA*
Euros	22.23%	21.66%	10.21%	15.06%	6.71%	7.88%	-15.00%
Moeda Local	22.23%	25.67%	7.90%	27.77%	6.71%	7.88%	-12.86%

Fonte: Bloomberg

\* No caso dos índices de obrigações em moeda estrangeira, a rentabilidade em euros diz respeito aos índices com cobertura cambial

## O FUNDO DOS CERTIFICADOS DE REFORMA (FCR)

Tendo presente o contexto macroeconómico acima referido, a carteira de ativos do Fundo dos Certificados de Reforma (FCR) manteve-se, em 2023, maioritariamente investida em euros com uma alocação significativa à componente de dívida governamental da zona Euro, enquadrada na carteira de referência estratégica de gestão e dando cumprimento ao limite mínimo regulamentar de 25% de títulos de dívida pública portuguesa. A restante componente da carteira esteve afeta a outras classes de ativos, como ações (com uma alocação dentro do limite máximo regulamentar de 25%), outra dívida pública, nomeadamente a dívida soberana norte-americana, e liquidez, que durante o ano de 2023 manteve uma alocação reforçada, com níveis superiores a 10%, que foram reduzidos para níveis de alocação superiores a 7% no mês de setembro, mantendo-se neste patamar até ao final do ano. Esta componente da carteira beneficiou do contexto de taxas monetárias crescentes, com a taxa Euribor a 1 mês a assumir valores superiores a 3% a partir do mês de abril.

A rentabilidade da carteira do FCR fixou-se nos 7,73% registando um *excess return* de cerca de 2,82% face à carteira de referência estratégica (índice de dívida governamental alemã de maturidade entre 1 e 10 anos). Este desempenho absoluto e relativo foi maioritariamente determinado pelo comportamento positivo das componentes de ações e de dívida pública europeia de maturidades mais longas, que integram a carteira do FCR mas não integram o seu *benchmark*.

Durante o ano, o montante de ativos sob gestão na carteira registou um aumento de cerca de 13,5%, totalizando a 31 de dezembro de 2023 cerca de 59 milhões de euros. Este aumento reflete a rentabilidade positiva da carteira, atrás referida, bem como o volume de entradas líquidas mensais.



CERTIFICADOS DE REFORMA

# Fundo dos Certificados de Reforma - Folheto Informativo

31-dez-23

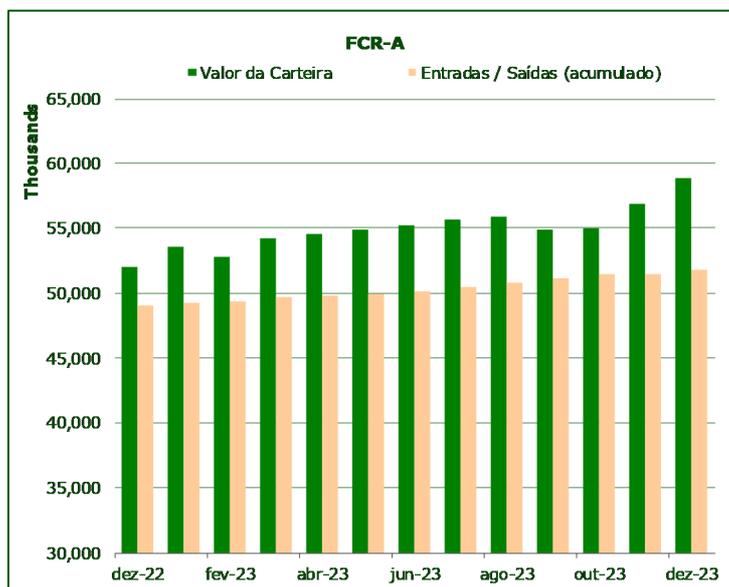
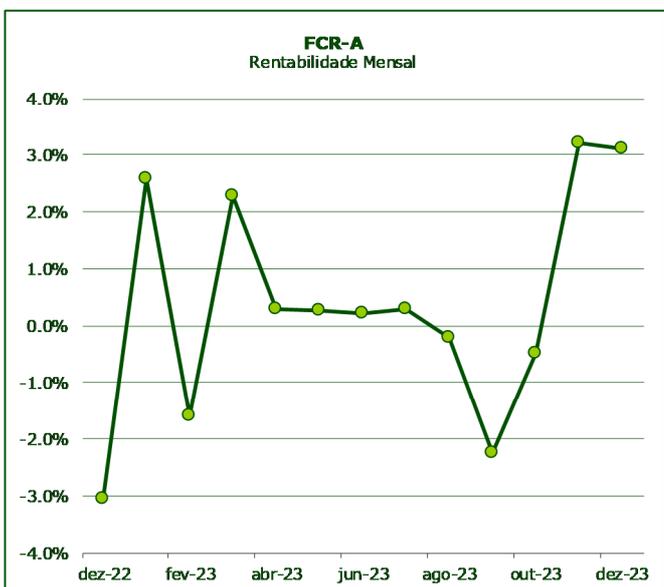
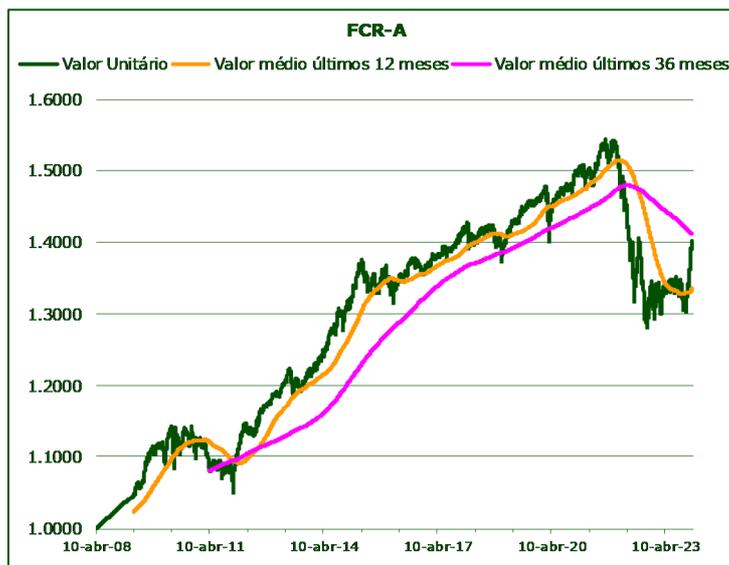
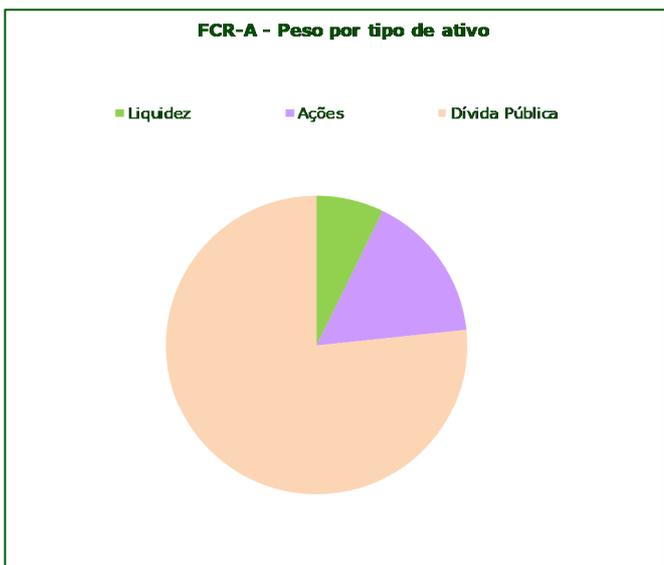
	Valor de Mercado (€)	Valor unitário dos Certificados de Reforma (€)			
		31-dez-23	Médio últimos 12 meses	Médio últimos 36 meses	Médio desde o início
FCR - fase acumulação	58,820,535.61	1.39459	1.33595	1.41133	1.29086

Valorização média anual <sup>a)</sup>		
Últimos 12 meses	Últimos 36 meses	Desde o início
8.61%	-0.55%	1.16%

	Valor de Mercado (€)	Pesos % FCR-A	Rentabilidade últimos 12 meses		
			FCR-A	BB Barclays Ser-E Alemanha <sup>b)</sup>	Excess Return
Total da carteira	58,820,535.61	100.00%	7.73%	4.77%	2.82%
Dívida Pública Portuguesa	15,063,700.98	25.61%	8.72%		
Dívida OCDE Ex-DP Portuguesa <sup>c)</sup>	30,032,742.02	51.06%	4.04%		
Ações <sup>c)</sup>	9,462,190.40	16.09%	19.60%		
Liquidez	4,261,902.21	7.25%			

Risco <sup>d)</sup>		
Volatilidade Anualizada		Tracking Error
FCR-A	BB Barclays Ser-E Alemanha <sup>b)</sup>	
6.43%	5.26%	3.31%

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