



CONTEXTO MACROECONÓMICO

Durante o ano de 2024, a evolução dos indicadores económicos dos principais economias desenvolvidas revelou continuidade face às dinâmicas registadas durante o ano de 2023.

Nos Estados Unidos da América (EUA), a economia manteve um comportamento positivo e em destaque face às restantes economias desenvolvidas, com crescimentos trimestrais que superaram os 3% no segundo e terceiro trimestres do ano, mantendo-se um contributo favorável da componente de consumo privado. Na zona Euro, o crescimento económico foi mais modesto, com a economia alemã a revelar sinais de maior fragilidade, com um contexto de preços elevados de energia e problemas de competitividade num dos setores mais importantes (setor automóvel), a par dos efeitos de contágio resultantes da desaceleração do ritmo de crescimento da economia chinesa. O mercado de trabalho permaneceu robusto e as taxas de desemprego persistiram em níveis historicamente reduzidos, afirmando-se uma tendência de redução adicional no caso da Zona Euro para níveis inferiores a 6,5%, a contrastar com alguma inversão em alta no caso dos EUA, sem, no entanto, a taxa se afastar significativamente do patamar de 4%.

Por sua vez, a inflação manteve a tendência de abrandamento, sobretudo nos índices gerais de preços, apesar da maior resistência em algumas componentes de serviços. Nos EUA, a variação homóloga do índice geral de preços quebrou em baixa o patamar de 3% no mês de julho, fixando-se em 2,7% no mês de novembro, face a 3,4% em dezembro de 2023 e 6,5% em dezembro de 2022. Na zona Euro, a variação homóloga do índice geral de preços fixou-se em 2,2% em novembro de 2024, face a 2,9% em dezembro de 2023 e 9,2% em dezembro de 2022. Esta dinâmica de preços permitiu que as autoridades monetárias das maiores economias mundiais iniciassem o processo de normalização em baixa das suas taxas de referência após um período de 2 anos de subidas acentuadas nas taxas de juro. Neste contexto, a Reserva Federal norte-americana reduziu a sua taxa de referência em cerca de 100pb (pontos base) no ano, num movimento que se iniciou na reunião de setembro. No caso do BCE (Banco Central Europeu), o movimento iniciou-se durante o mês de junho, de um patamar de 4% na taxa de facilidade de depósito para terminar 2024 em 3%. Este movimento agregado de corte ficou, no entanto, aquém do que estava incorporado no mercado no final de dezembro de 2023, quando as taxas OIS (*overnight index swap*) projetavam um total de corte nas taxas de juro destas duas economias superior a 150pb ao longo de 2024. Também na China foram vários os estímulos anunciados, monetários e não monetários, com vista a retomar níveis mais elevados de crescimento económico, evidenciando-se, em contraciclo, apenas o Banco Central do Japão, onde, após cerca de 17 anos, voltou a ser anunciada uma subida na taxa de juro de referência do banco, durante o mês de março, decisão que retirou a taxa de juro de patamares negativos e que foi repetida durante o mês de julho, fixando-a em 0,25%.

Em contraponto ao contexto favorável ao nível dos dados económicos e da atuação das autoridades monetárias, o contexto geopolítico agravou-se, com os focos de tensão a alastrarem-se, sobretudo na zona do Médio Oriente, ao que se aliaram as incertezas no contexto político norte-americano e europeu, após a vitória de Donald Trump nas eleições presidenciais dos EUA e a instabilidade governativa em França e na Alemanha.

MERCADOS FINANCEIROS

Perante uma economia norte-americana mais robusta do que o inicialmente esperado, e num contexto de acomodação monetária, os investidores privilegiaram os ativos com risco, tendo o índice norte-americano representativo das 500 empresas de maior capitalização, Índice S&P 500, registado um retorno próximo dos 25% em moeda local (muito semelhante ao retorno total de 25,7% registado em 2023), e superior a 33% quando convertido em euros, beneficiando adicionalmente da apreciação da moeda norte-americana. No Japão, e, não obstante a política monetária de subida nas taxas de juro de referência, a moeda acentuou o movimento depreciativo e apoiou a valorização do índice japonês Topix, que registou um retorno total no ano de cerca de 20% em moeda local e de 14,5% após conversão para euros (também neste caso muito próximo dos resultados atingidos em 2023, de cerca de 28% e 15%, respetivamente). Na Europa, atento o contexto económico e político menos favorável e a persistência da guerra na Ucrânia, os retornos totais obtidos pelos investidores foram

inferiores, tendo o índice das 50 empresas de maior capitalização da Zona Euro (Eurostoxx 50) registado um retorno total em euros próximo de 11%, cerca de metade dos 22,2% registados em 2023. No caso do Reino Unido, o índice referente às 100 empresas com maior capitalização (FTSE 100) registou um retorno total de cerca de 9,63% em moeda local e de cerca de 15% após conversão para euros. A justificar as diferenças de retorno em moeda local e em euros, atrás referidas (e relativas aos índices líquidos de imposto), estão os movimentos entre as moedas dos respetivos países/regiões, destacando-se o movimento apreciativo do dólar norte-americano, suportado pela dinâmica económica superior dos EUA e intensificado durante os últimos dois meses do ano, após a vitória de Donald Trump nas eleições presidenciais norte-americanas. Dá-se também destaque à manutenção do contexto depreciativo da moeda japonesa, apesar da atuação em contraciclo do Banco do Japão, que nunca foi considerada pelo mercado como uma atuação firme e determinada, suportando apenas movimentos temporários de apreciação da moeda.

Durante 2024, o momento de maior instabilidade no mercado acionista registou-se durante o início do mês de agosto, após o anúncio de nova subida na taxa de juro de referência do Banco de Japão, que acabou por adensar o movimento apreciativo da moeda nipónica que se registava desde meados do mês de julho, motivando a reversão dos chamados *carry trades* que se caracterizam por procurar beneficiar do diferencial de taxas entre duas moedas, financiando-se na moeda com taxa de juro mais baixa, como era o caso da moeda nipónica. Este momento de maior volatilidade acabou por revelar-se temporário, tendo o movimento de valorização dos ativos de risco sido retomado, bem como o movimento depreciativo do iene, sobretudo face à moeda norte-americana.

No caso do mercado de obrigações soberanas, as diferenças face aos resultados obtidos no ano de 2023 são mais generalizadas, com os retornos totais apurados para 2024 a revelarem-se apenas marginalmente positivos na Zona Euro e negativos no Reino Unido e nos EUA após conversão cambial (face a retornos claramente positivos no ano anterior). Após um movimento de descida das taxas de juro implícitas nas obrigações soberanas europeias e norte-americanas durante a segunda quinzena do mês de dezembro de 2023, mediante a incorporação de expectativas para 2024 de cortes agressivos nas taxas de juro de referência destas economias, as taxas de juro implícitas foram desenhando movimentos alternados de subida e descida, motivados pela atuação das autoridades monetárias e pelas perspetivas de evolução macroeconómica de cada momento. No final do mês de dezembro de 2024, perante a acumulação de um volume de cortes nas taxas de juro de referência que ficou aquém do que estava incorporado no movimento registado no final de 2023, a taxa de juro média do índice de dívida soberana dos EUA, fixou-se em níveis próximos de 4,45%, cerca de 35pb acima do fecho de 2023. No caso do Reino Unido, a subida foi mais intensa, com a taxa média do índice de dívida soberana a registar níveis próximos dos 4,6%, cerca de 80pb acima dos níveis de 3,8% de dezembro de 2023. Na zona Euro, a taxa média do índice terminou 2024 em níveis próximos de 2,7%, dentro dos níveis registados no final de 2023. Assim, o índice de mercado do Reino Unido gerou um retorno total no ano de -4,1% em moeda local e -5,41% quando considerado o índice com cobertura cambial para euros. No caso dos EUA, o índice obteve um retorno total marginalmente positivo de 0,51%, que se torna negativo (-1,26%) após cobertura para euros. No caso da dívida europeia, dada a menor intensidade de subida das taxas de juro implícitas, o retorno total foi positivo, de cerca de 1,76%. No caso particular de Portugal, o ano de 2024 deu continuidade ao bom comportamento da dívida nacional, suportada pela manutenção de bons fundamentais económicos e ao nível das contas públicas, que se refletiram num estreitamento adicional do *spread* face ao referencial da dívida soberana alemã e num *upgrade* de notação de *rating* pela agência S&P de BBB+ para A-.

2024	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*	Reino Unido*
Euros	11,01%	33,11%	14,97%	14,49%	1,76%	2,81%	-1,26%	-5,41%
Moeda Local	11,01%	24,5%	9,63%	20,02%	1,76%	2,81%	0,51%	-4,1%

Fonte: Bloomberg

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

FUNDO DOS CERTIFICADOS DE REFORMA (FCR)

Durante o ano de 2024, a carteira do Fundo de Certificados de Reforma (FCR) manteve-se 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 lquidez, que durante o ano de 2024 manteve uma alocação reforçada, situando-se em cerca de 7,7% no final do ano.

A rentabilidade da carteira do FCR fixou-se nos 5,21%, registando um *excess return* de cerca de 3,57% 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.

Durante o ano, o montante de ativos sob gestão na carteira registou um aumento de cerca de 10,8%, totalizando a 31 de dezembro de 2024 cerca de 65 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

VALOR DAS UNIDADES DE PARTICIPAÇÃO

31-dez-24	Valor de Mercado (€)	Valor unitário das unidades de participação do Fundo dos Certificados de Reforma (€)				Valorização média anual ^{a)}		
		31-dez-24	Médio últimos 12 meses	Médio últimos 36 meses	Médio desde o início	Últimos 12 meses	Últimos 36 meses	Desde o início
FCR - fase acumulação	65 195 406.36	1.46724	1.42794	1.38298	1.29907	5.67%	4.12%	1.61%

CARTEIRA, RENTABILIDADE E RISCO

31-dez-24	Valor de Mercado (€)	Pesos % FCR-A	Retorno últimos 12 meses	Volatilidade últimos 12 meses ^{d)}
Total da carteira	65 195 406.36	100.00%	5.21%	3.99%
Dívida Pública Portuguesa	16 720 372.99	25.65%	2.86%	4.25%
Dívida OCDE Ex-DP Portuguesa ^{c)}	31 923 590.75	48.97%	0.04%	4.82%
Ações ^{c)}	11 557 230.59	17.73%	26.58%	11.39%
Liquidez	4 994 212.03	7.66%		0.05%

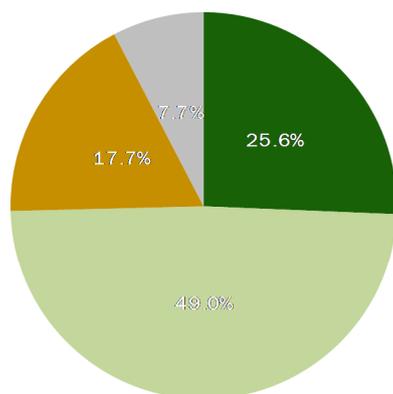
COMPARAÇÃO COM O BENCHMARK ^{e)}

31-dez-24	Retorno FCR-A	Retorno Benchmark ^{b)}	Excess Return
Último ano	5.21%	1.58%	3.57 p.p.
Últimos 3 anos	-1.34%	-1.93%	0.60 p.p.
Últimos 5 anos	0.10%	-1.35%	1.47 p.p.
Últimos 10 anos	1.06%	-0.34%	1.40 p.p.
Desde o início	2.31%	0.72%	1.59 p.p.

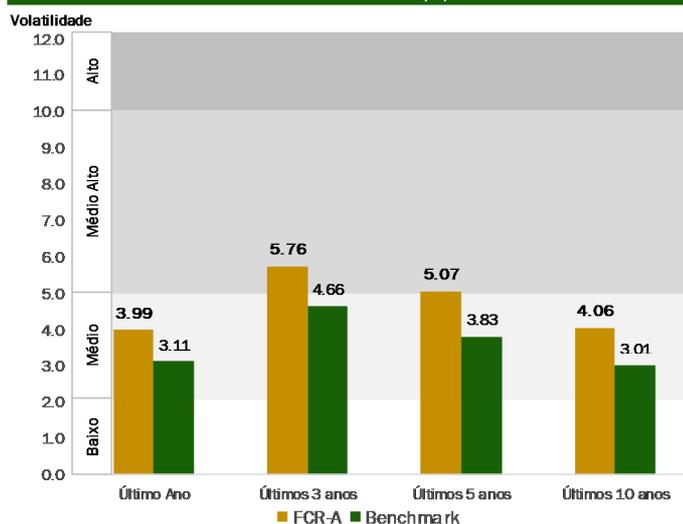
a) Taxa interna de rentabilidade anual de entregas mensais constantes, respeitando as datas de subscrição no período indicado b) O índice BB Barclays Ser-E Alemanha representa uma carteira de dívida pública Alemã de 1 a 10 anos c) Inclui valor notional dos futuros e valias potenciais dos forwards d)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

PESO POR TIPO DE ATIVO

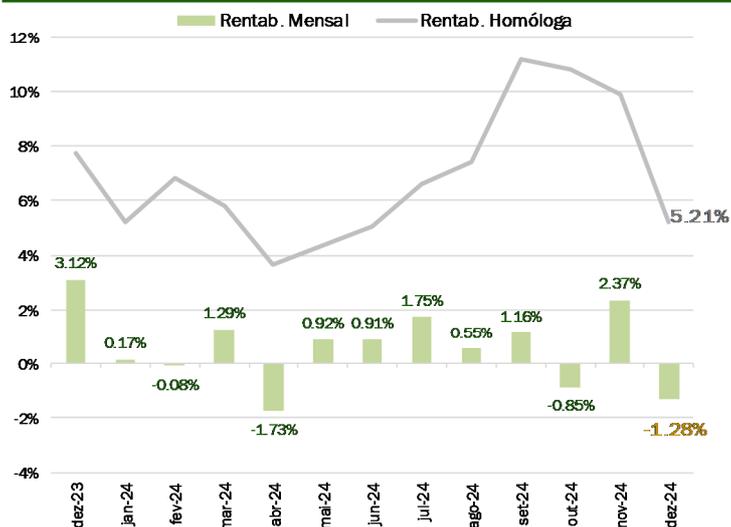
■ Dívida Pública Portuguesa ■ Dívida OCDE Ex-DP Portuguesa
■ Ações ■ Liquidez



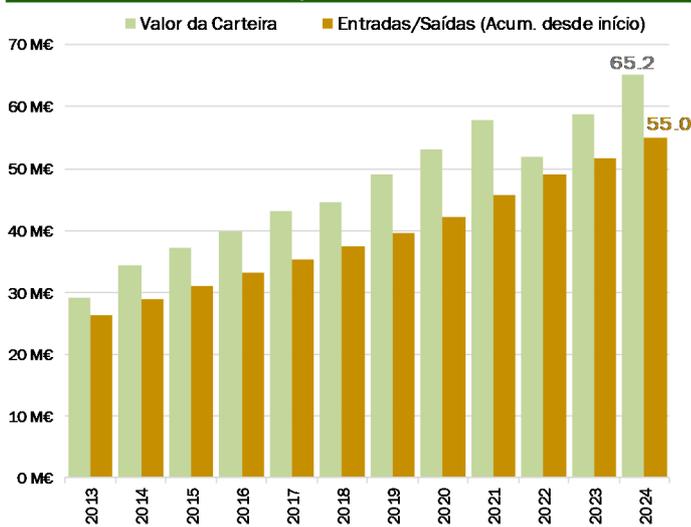
NÍVEL DE RISCO (*)



RENTABILIDADE MENSAL



EVOLUÇÃO DA CARTEIRA



Notas:

- As rentabilidades passadas não constituem garantia de rentabilidades futuras
- As rentabilidades dependem do regime de tributação de cada aderente