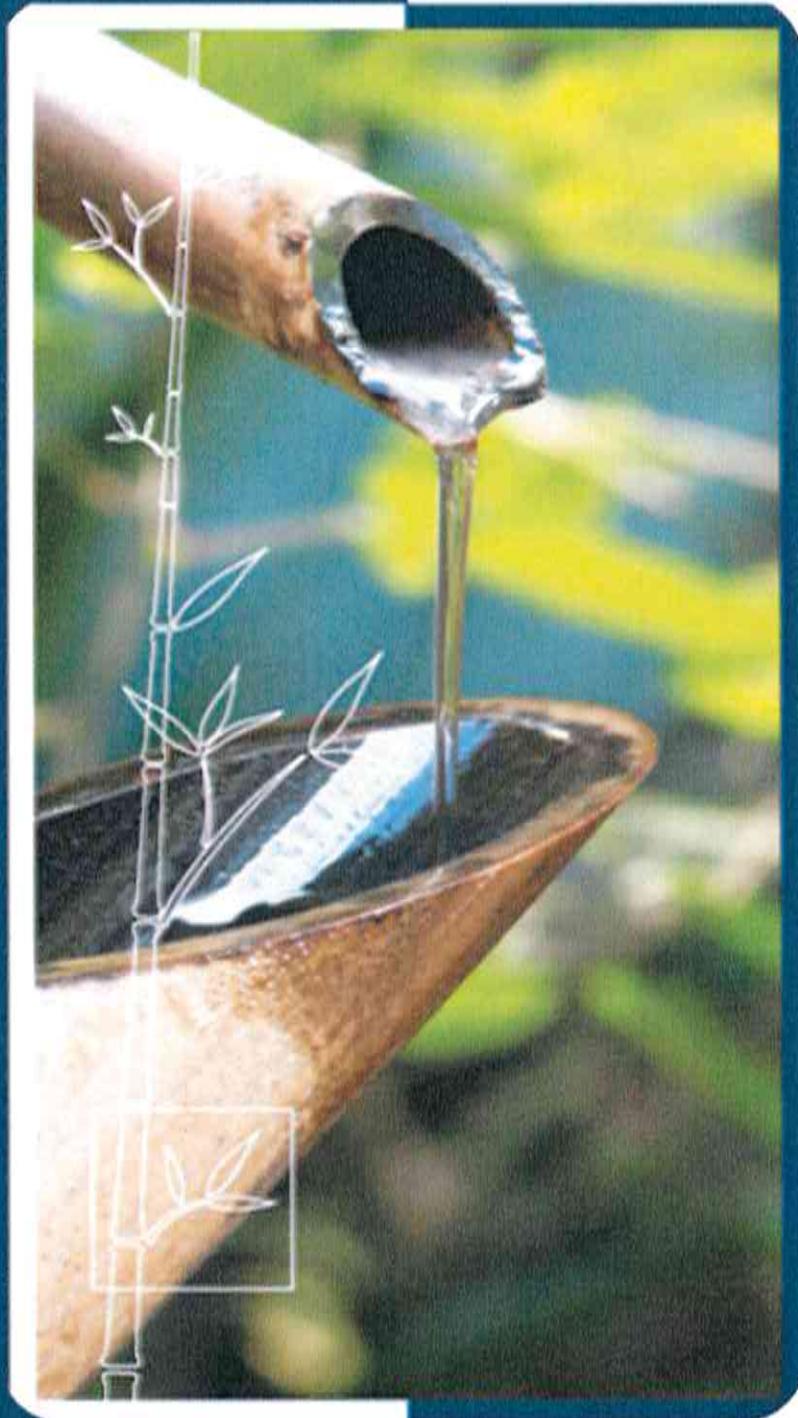




SGF

**PARCEIROS
NA REFORMA**



**Fundo de Pensões PPR
Património Reforma
Equilibrado
Relatório e Contas 2018**

A decorative illustration of a bamboo stalk with several leaves, rendered in a light green line-art style. The stalk runs vertically down the left side of the page, with leaves branching out to the right and upwards.

ÂMBITO

O objetivo deste relatório é apresentar os resultados da gestão do Fundo de Pensões PPR Património Reforma Equilibrado, refletindo de forma verdadeira e apropriada, o ativo, as responsabilidades e a situação financeira do Fundo.

O seu conteúdo foi preparado dando cumprimento à Norma Regulamentar Nº 7/2010-R de 4 de junho, emitida pela Autoridade de Supervisão de Seguros e Fundos de Pensões.

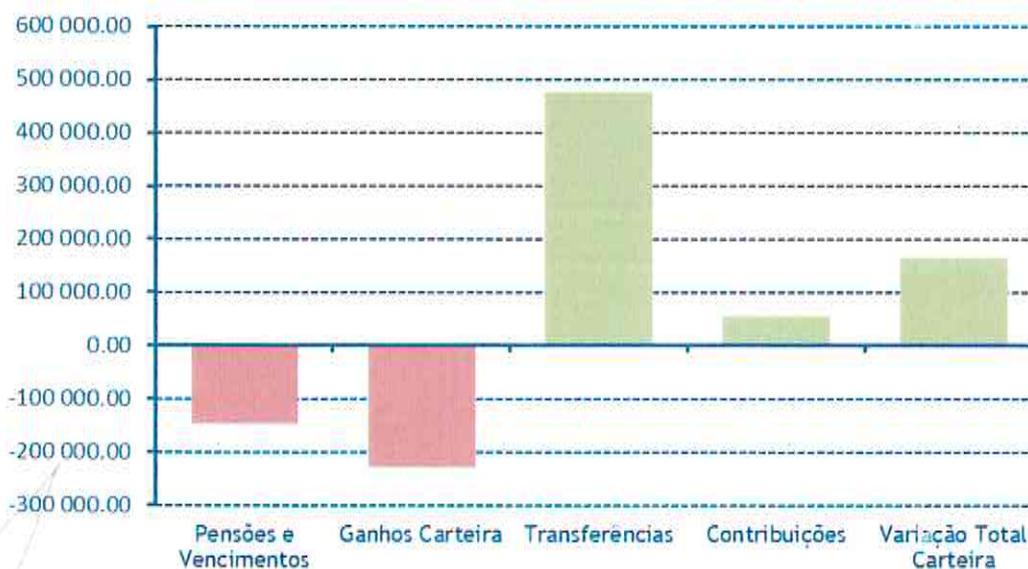
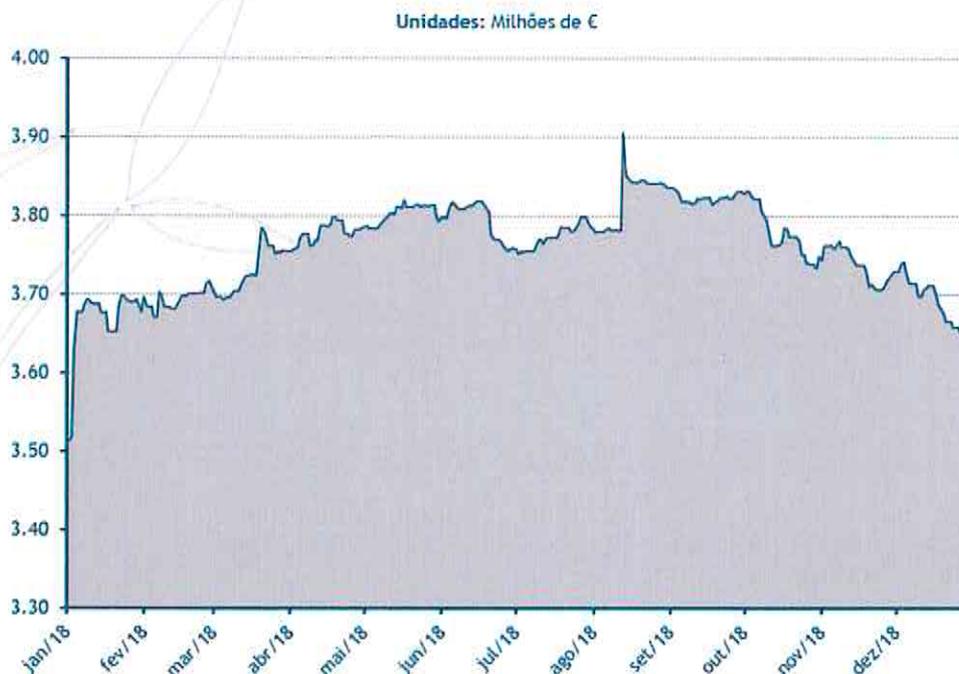
Adicionalmente apresentamos os principais factos ocorridos no período bem como os elementos relevantes para melhor compreensão da situação do Fundo.



RELATÓRIO DE GESTÃO

EVOLUÇÃO GERAL DO FUNDO DE PENSÕES

O ano de 2018 foi um ano negativo para o Fundo de Pensões PPR Património Reforma Equilibrado, com uma rendibilidade de -5,95%. Verificou-se, no entanto, um acréscimo de valor do Fundo, já que as subscrições, contribuições e transferências superaram os reembolsos e desvalorização da carteira.



ALTERAÇÕES COM IMPACTO SIGNIFICATIVO

Considera-se não terem ocorrido alterações com impacto que possa ser classificado de significativo no exercício em análise. As alterações ocorridas com carácter corrente são detalhadas adiante.

POLÍTICA DE INVESTIMENTOS

A Política de Investimentos contratada para o Fundo de Pensões PPR Património Reforma Equilibrado está detalhada em Anexo ao presente relatório.

CUMPRIMENTO DAS REGRAS PRUDENCIAIS

O Fundo de Pensões PPR Património Reforma Equilibrado cumpriu todos os limites estabelecidos durante 2018.

DESVIOS FACE À POLÍTICA DE INVESTIMENTOS

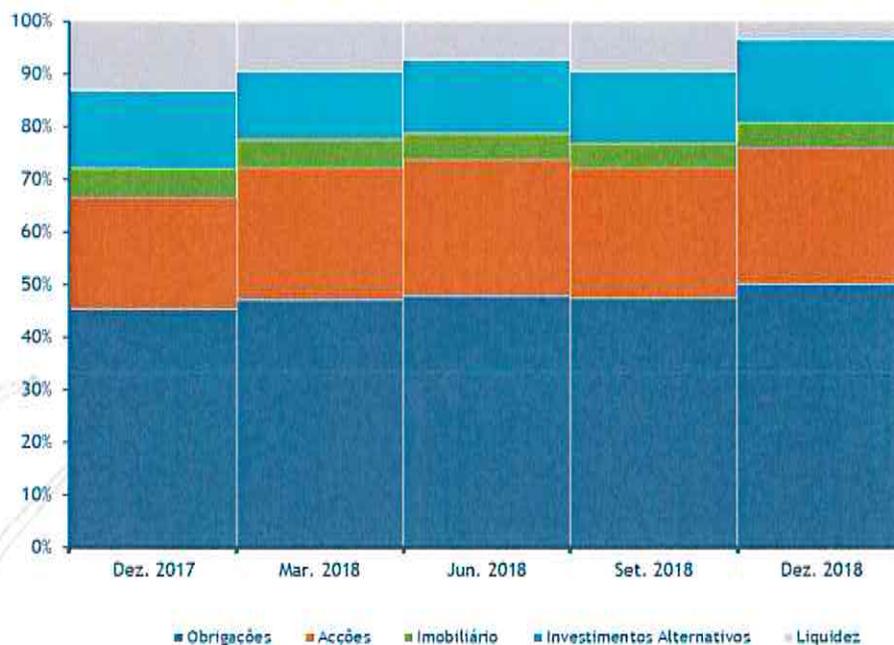
A 31 de dezembro de 2018, registam-se os seguintes desvios à Política de Investimentos definida no Contrato de Gestão:

Classe de Ativos	Carteira de Investimentos	Alocação Base	Desvio em relação à Base	Alocação Máxima
Obrigações	41,9%	55%	-13,1%	70%
Ações	23,3%	20%	+3,3%	30%
Imobiliário	4,5%	7,5%	-3,0%	15%
Investimentos Alternativos	14,0%	10%	+4,0%	15%
Liquidez	16,3%	7,5%	+8,8%	25%

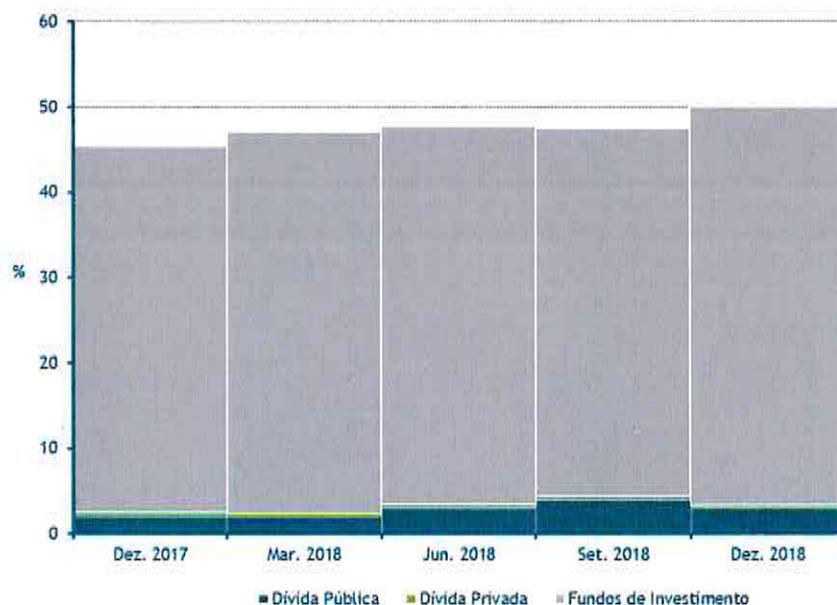
Os desvios face à alocação base que se verificavam ao fecho do ano 2018 nas classes Obrigações, Ações e Alternativos foram produto de decisões de gestão, em virtude de, no caso das duas primeiras, a equipa de gestão considerar que o binómio risco-retorno das mesmas não se encontrava devidamente equilibrado assumindo a alocação base e no caso do complexo dos Alternativos a carteira beneficiar de estratégias não direcionais que permitissem mitigar riscos, sendo que esta classe também integrou a cobertura cambial de USD, com uma alocação correspondente de 0,48%.

EVOLUÇÃO DA ESTRUTURA DA CARTEIRA

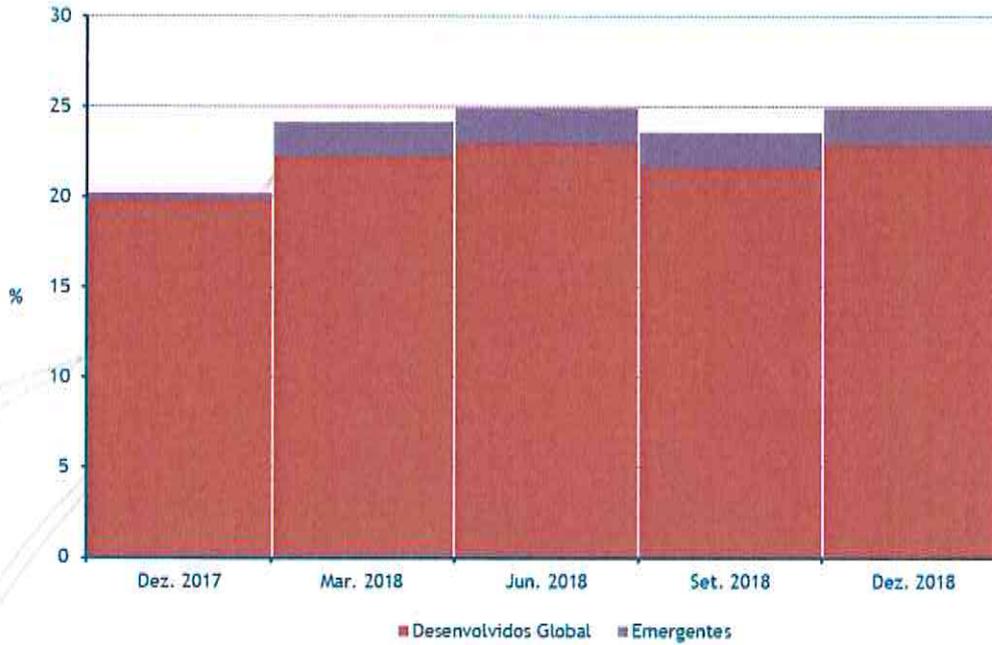
O ano de 2018 manteve a estrutura da carteira do Fundo de Pensões PPR Património Reforma Equilibrado, embora o fluxo de subscrições tenha significado alguns aumentos pontuais de liquidez.



Prosseguindo a política implementada no ano anterior, a carteira de obrigações continuou a estar maioritariamente investida através de fundos de investimento, permanecendo diminuta a componente de dívida pública e privada em investimento direto, maioritariamente por uma questão de risco. Assim, a componente de dívida pública manteve um peso praticamente residual em termos de investimento direto, apesar da elevada liquidez e um largo espectro de maturidades.



Também no que respeita à componente acionista, a primazia pelo investimento indireto continuou a ser opção, visando sobretudo uma maior diversificação e também uma dispersão geográfica.



RENDIBILIDADE E RISCO

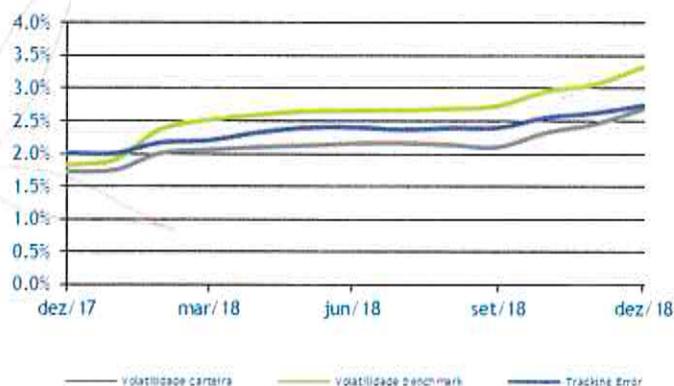
O desempenho de -5,95% ficou maioritariamente a dever-se à classe acionista, que sofreu desvalorizações significativas no último trimestre do ano, fruto de receios generalizados de uma desaceleração do crescimento global, e que representou cerca de 45% da performance negativa da carteira.



	Obrigações	Acções	Imobiliário	Alternativos	Liquidez	Custos
Contributo	-1,01%	-2,70%	0,16%	-0,97%	-0,05%	-1,39%
Rendibilidade	-2,09%	-9,32%	3,30%	-6,50%	-0,68%	NA
Peso Médio	47,59%	25,55%	4,89%	13,78%	8,43%	NA

Um clima de aversão ao risco, a rotação para ativos de refúgio e a subida das yields levaram a um ano muito negativo para a generalidade das classes de ativos.

Em contraste com o passado recente, 2018 foi palco de alguns surtos de elevada instabilidade e oscilações significativas, com uma confluência de fatores a pesarem na mesma. Nesse sentido, a carteira sofreu também um agravamento de volatilidade, com especial incidência no último trimestre do ano.



A volatilidade do Fundo situou-se, no final do ano, em 2,69%, valor que incorpora uma certa instabilidade do fundo ao longo do ano.

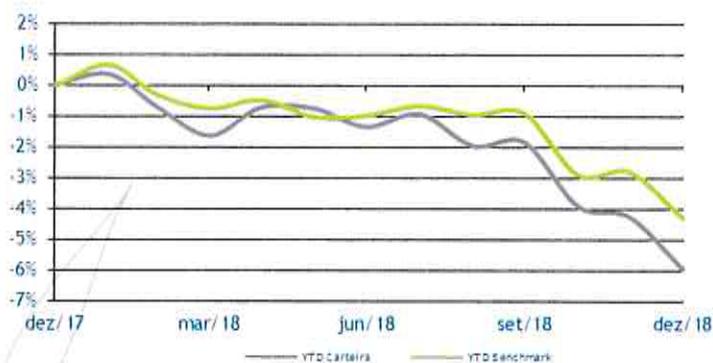
Já ao nível do tracking error, este também registou uma ligeira subida na segunda metade do ano, situando-se nos 2,74% no final de dezembro.

	Carteira	Benchmark
Volatilidade	2.69%	3.34%
Tracking Error	2.74%	-
Alpha Jensen	-3.51%	-
Sharpe Ratio	-2.12	-1.09
Information R.	-0.60	-
Beta	0.49	-

O *Sharpe Ratio* da carteira, fruto da sangria verificada nos ativos de risco, acabou por terminar em território negativo, com um valor inferior ao do *benchmark* devido à rendibilidade menos favorável no período. Em consequência, o *Information Ratio* acabou em terreno negativo.

BENCHMARK

No que respeita ao desempenho relativo face ao *benchmark*, o Fundo terminou o ano abaixo do desempenho do seu índice de referência, apesar de o ter acompanhado durante os primeiros 6 meses do ano.



Nota: O benchmark do Fundo, conforme definido no Contrato de Gestão, é o seguinte:

Obrigações	25,0%	Barclays Euro Treasury (iShares Core Euro Government Bond)
	25,0%	Barclays Euro Corporate (iShares Core Euro Corporate Bond)
	2,5%	Markit iBoxx Eur Liquid High Yield (iShares Euro High Yield Corporate Bond)
	2,5%	JPMorgan GBI-EM Global Diversified (WisdomTree Emerging Markets Local Debt Fund)
Ações	17,5%	MSCI World 100% Hedged To Euro (iShares MSCI World EUR Hedged)
	2,50%	MSCI Emerging Markets US dollar Hedged (Deutsche x-trackers MSCI Emerging Markets Hedged)
Imobiliário	7,5%	Euribor 12M +1%
Alternativos	10,0%	HFRX Global Hedge Fund (UBS ETFs plc - HFRX Global Hedge Fund Index)
Monetário	7,5%	Euribor 1M

O retorno composto do mesmo foi de -4,30%, em 2018.

EVOLUÇÃO DE RISCOS MATERIAIS

Evolução dos Principais riscos do Fundo:

Tipo de Risco	% da Carteira Sujeita	
	Em 2017	Em 2018
Taxa de juro	47,3%	41,9%
Crédito	47,3%	41,9%
Cambial	7,3%	5,1%
Mercado Accionista	21,7%	23,3%
Imobiliário	6,5%	4,5%
Liquidez	90,3%	83,7%

GESTÃO DE RISCOS MATERIAIS

Os métodos utilizados para a gestão dos principais riscos materiais do Fundo são:

Políticas e medidas de avaliação e mitigação

Controlo de Duration - Gestão de duration das obrigações em carteira

Controlo de Rating global - Recomposição da carteira

Controlo de Perda Cambial - Recurso a coberturas cambiais

Controlo de Volatilidade da Classe - Primazia pelo investimento indireto, visando sobretudo uma maior diversificação e também uma dispersão geográfica.

Avaliação do Mercado Imobiliário - Desinvestimento

Controlo Liquidez Global - Recurso a instrumentos com liquidez contínua, diária e semanal

Nota: Não são utilizados quaisquer derivados ou operações de reporte e empréstimo de valores.

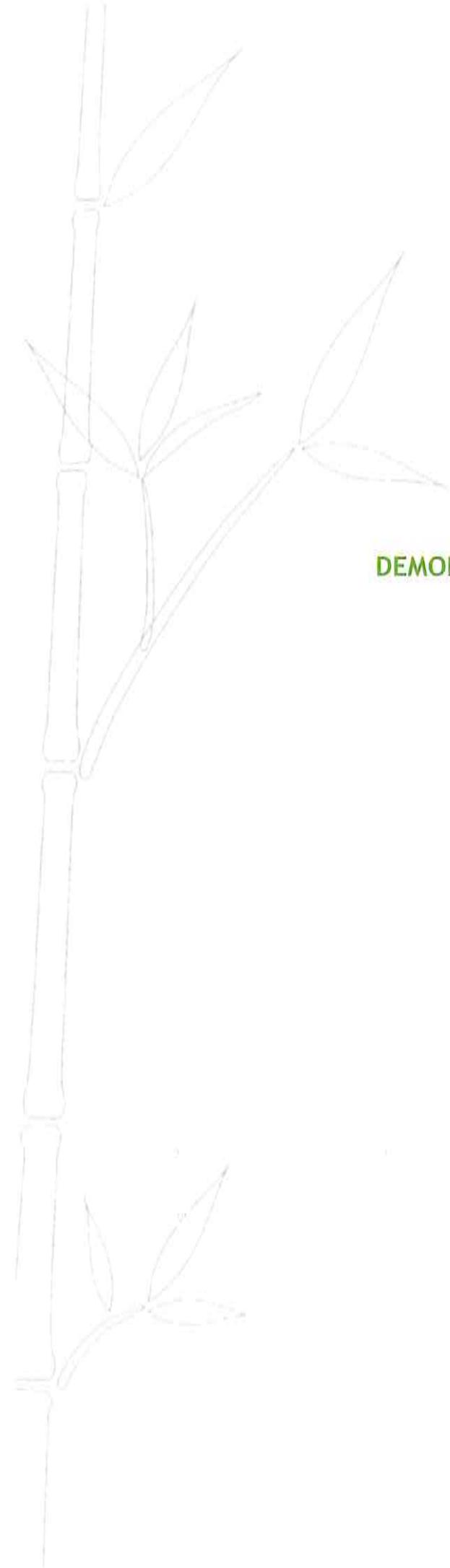
RESPONSABILIDADES E NÍVEL DE FINANCIAMENTO DO FUNDO DE PENSÕES

- a) Não aplicável.
- b) Não aplicável.
- c) Não aplicável.

RELATÓRIO ELABORADO PELOS SERVIÇOS DA SGF

Lisboa, 17 de maio de 2019





DEMONSTRAÇÕES FINANCEIRAS

DEMONSTRAÇÃO DA POSIÇÃO FINANCEIRA

Unidade monetária: Euros

	Notas	2018	2017
Ativos		3.542.812,48 €	3.102.956,24 €
Investimentos		3.541.705,73 €	3.037.188,77 €
Terrenos e edifícios	f)		
Instrumentos de capital e unidades de participação	e)	2.804.805,05 €	2.673.273,97 €
Títulos de dívida pública	e)	91.928,40 €	61.458,67 €
Outros títulos de dívida	e)	60.000,00 €	58.500,00 €
Empréstimos concedidos			
Numerário, depósitos em instituições de crédito e aplicações MMI		584.972,28 €	243.956,13 €
Outras aplicações			
Outros ativos		1.106,75 €	65.767,47 €
Devedores		0,00 €	0,00 €
Entidade gestora			
Estado e outros entes públicos			
Depositários			
Associados			
Participantes e beneficiários			
Outras entidades		0,00 €	64.901,38 €
Acréscimos e diferimentos	d)	1.106,75 €	866,09 €
Passivos		7.745,58 €	7.424,05 €
Credores		7.745,58 €	7.424,05 €
Entidade gestora		4.819,55 €	4.545,01 €
Estado e outros entes públicos		222,14 €	205,47 €
Depositários		552,50 €	521,07 €
Associados			
Participantes e beneficiários			
Outras entidades		2.151,39 €	2.152,50 €
Acréscimos e diferimentos	d)	0,00 €	0,00 €
Valor do Fundo	g)	3.535.066,90 €	3.095.532,19 €
Valor da unidade de participação		5,97	6,35

DEMONSTRAÇÃO DE RESULTADOS

Unidade monetária: Euros

	Notas	2018	2017
Contribuições	l)	991.127,52	558.298,54
Pensões, capitais e prémios únicos vencidos	m)	-346.947,37	-447.212,23
Ganhos líquidos dos investimentos	j)	-165.520,34	74.646,73
Rendimentos líquidos dos investimentos	j)	26.822,73	67.394,81
Outros rendimentos e ganhos	d) q)	0,00	0,00
Outras despesas	d) q)	-65.947,83	-58.073,88
Resultado líquido		439.534,71	195.053,97



DEMONSTRAÇÃO DE FLUXOS DE CAIXA

Unidade monetária: Euros

	2018	2017
Atividades operacionais		
Contribuições	369.536,66 €	263.749,04 €
Associados		
Participantes	369.536,66 €	263.749,04 €
Beneficiários		
Transferências	621.590,86 €	294.549,50 €
De Fundos de Pensões	43.206,43 €	18.959,76 €
De Seguros	167.333,70 €	231.733,61 €
De Fundos de Investimento PPR/E	411.050,73 €	43.856,13 €
Pensões, capitais e prémios únicos vencidos		
Pensões pagas		
Prémios únicos para aquisição de rendas vitalícias		
Capitais vencidos	226.355,91 €	176.642,30 €
Remições		
Vencimentos	226.355,91 €	176.642,30 €
Transferências	67.969,24 €	247.915,01 €
Para Fundos de Pensões	21.429,49 €	98.421,25 €
Para Seguros	2.913,87 €	0,00 €
Para Fundos de Investimento PPR/E	43.625,88 €	149.493,76 €
Encargos inerentes ao pagamento das pensões		
Subsídios por morte		
Prémios de seguros de risco de invalidez ou morte		
Indemnizações resultantes de seguros contratados pelo Fundo		
Participação nos resultados dos contratos de seguro emitidos em nome do Fundo		
Reembolsos fora das situações legalmente previstas	56.622,22 €	22.654,02 €
Devolução por excesso de financiamento		
Remunerações	60.077,30 €	47.885,55 €
De gestão	57.631,99 €	46.197,51 €
De depósito e guarda de ativos	2.445,31 €	1.688,04 €
Outros rendimentos e ganhos		
Outras despesas	5.897,63 €	2.767,08 €
Fluxo de caixa líquido das atividades operacionais	574.205,22 €	60.434,58 €
Atividades de investimento		
Recebimentos	786.456,13 €	1.876.771,89 €
Alienação / reembolso dos investimentos	759.633,40 €	1.809.377,08 €
Rendimentos dos investimentos	26.822,73 €	67.394,81 €
Pagamentos	1.032.553,16 €	1.974.308,39 €
Aquisição de investimentos	1.032.553,16 €	1.974.308,39 €
Comissões de transação e mediação		
Outros gastos com investimentos		
Fluxo de caixa líquido das atividades de investimento	-246.097,03 €	-97.536,50 €
Variações de caixa e seus equivalentes	328.108,19 €	-37.101,92 €
Efeitos de alterações da taxa de câmbio	12.907,96 €	-14.863,48 €
Caixa no início do período de reporte	243.956,13 €	295.921,53 €
Caixa no fim do período de reporte	584.972,28 €	243.956,13 €

NOTAS ÀS DEMONSTRAÇÕES FINANCEIRAS

a) Fundo de Pensões PPR Património Reforma Equilibrado

Entidade Gestora: SGF - Sociedade Gestora de Fundos de Pensões, S.A..

b) Não se verificaram alterações no plano de pensões durante o ano.

c) Não se verificaram concentrações de atividade empresarial nem reestruturações, que envolvam alterações de ativos, responsabilidades e/ou riscos do Fundo de Pensões.

d) As demonstrações financeiras foram preparadas de acordo com os princípios contabilísticos estabelecidos pela Autoridade de Supervisão de Seguros e Fundos de Pensões através das normas em vigor.

Os acréscimos e decréscimos são registados de acordo com o princípio da especialização dos exercícios, sendo reconhecidas à medida que são geradas independentemente do momento do seu recebimento ou pagamento.

Os juros decorridos relativos a títulos adquiridos, são registados na rubrica “Juros decorridos”, tendo em conta que a periodificação dos juros a receber é efetuada desde o início do período de contagem de juros dos respetivos títulos.

Não foi efetuada qualquer alteração das políticas contabilísticas durante o ano.

e) Na carteira de ativos, são utilizados os seguintes métodos de avaliação:

Classe de Activos	Método	Pressupostos
Obrigações	Valor de Mercado	Cotação de mercado nos mercados habitualmente utilizados
Ações	Valor de Mercado	Última cotação da respectiva bolsa de valores
Unidades de Participação	Valor de Mercado	Para unidades de participação negociadas em bolsa de valores, a última cotação
Unidades de Participação	Valor Patrimonial	Valor patrimonial divulgado pelo respectivo emitente
Imobiliário	Avaliação Perito Independente	Método Comparativo de Mercado e de Rendimentos Dinâmicos

f) O Fundo de Pensões não possui quaisquer terrenos ou edifícios.

g) Inventário dos Investimentos ao justo valor à data de reporte, alterações e realizações efetuadas:

Tipo de Activo	Valor Inicial	Valor Final	Varia Cambial	Varia Capital	Rendimento
Títulos de Dívida do Estado e Outros Emissores Públicos	61 890,79 €	92 601,18 €	639,51 €	-2 229,18 €	1 092,23 €
Títulos de Dívida Privada	58 933,97 €	60 433,97 €	0,00 €	1 500,00 €	912,50 €
UP's em FII	199 833,55 €	160 553,83 €	0,00 €	-11 681,48 €	18 751,00 €
UP's em FIM Harmonizados Instrumentos Capital	671 380,86 €	824 072,29 €	733,95 €	-81 356,40 €	258,91 €
UP's FIM Harmonizados Títulos de Dívida	1 342 692,29 €	1 327 090,77 €	0,01 €	-36 764,91 €	4 449,26 €
UP's FIM Harmonizados Outros	358 648,54 €	412 766,00 €	-632,69 €	-23 363,64 €	9,19 €
UP's FIM Não Harmonizados Instrumentos Capital	48 980,29 €	33 307,53 €	0,00 €	-6 920,60 €	0,00 €
UP's Hedge Funds	51 738,43 €	47 014,63 €	0,00 €	-4 723,79 €	1 349,64 €
Numerário, Depósitos e Aplicações no MM	308 857,66 €	584 972,28 €	-513,67 €	-207,45 €	0,00 €
Outras Aplicações	-7 424,22 €	-7 745,60 €	0,00 €	0,00 €	0,00 €
	3 095 532,15 €	3 535 066,90 €	227,11 €	-165 747,45 €	26 822,73 €

h) Tributação dos rendimentos obtidos por Fundos de Pensões

IRC - Estatuto dos Benefícios Fiscais, art.º 16º, isenta de IRC os Fundos de Pensões e equiparáveis. No entanto, podem vir a ser tributados autonomamente, à taxa de 20%, os lucros distribuídos por entidades sujeitas a IRC, a Fundos de Pensões, quando as partes sociais a que respeitam os dividendos não tenha permanecido na titularidade do mesmo sujeito passivo, de modo ininterrupto, durante o ano anterior à data da sua colocação à disposição e não venham a ser mantidas durante o tempo necessário para completar esse período.

IVA - Código do Imposto do Valor Acrescentado, n.º 29, art.º 9º, isenção com possibilidade de renúncia.

IMT - Estatuto dos Benefícios Fiscais, art.º 49º, está isenta de imposto a aquisição de imóveis dos Fundos de Pensões e equiparáveis.

IMI - Estatuto dos Benefícios Fiscais, art.º 49º, isenta os prédios integrados em Fundos de Pensões.

IMPOSTO DE SELO - sujeição a Imposto de Selo nas operações de arrendamento e subarrendamento de imóveis, verba 2 da tabela geral do Imposto de Selo.

i) Riscos associados a instrumentos financeiros:

Tipo de Risco	% da Carteira Sujeita		Políticas e medidas de avaliação e mitigação
	Em 2017	Em 2018	
Taxa de juro	47,3%	41,9%	Controlo de Duration - Gestão de duration das obrigações em carteira
Crédito	47,3%	41,9%	Controlo de Rating global - Recomposição da carteira
Cambial	7,3%	5,1%	Controlo de Perda Cambial - Recurso a coberturas cambiais
Mercado Accionista	21,7%	23,3%	Controlo de Volatilidade da Classe - Primazia pelo investimento indireto, visando sobretudo uma maior diversificação e também uma dispersão geográfica.
Imobiliário	6,5%	4,5%	Avaliação do Mercado Imobiliário - Desinvestimento
Liquidez	90,3%	83,7%	Controlo Liquidez Global - Recurso a instrumentos com liquidez contínua, diária e semanal

j) Rendimentos, Ganhos e Perdas por Categoria de Investimento:

Unidade monetária: Euros

	Rendimentos líquidos	Ganhos líquidos resultantes da valorização e da alienação ou reembolso
Instrumentos de capital		
Títulos de dívida do Estado ou de Outros Emissores Públicos	1 092,23 €	-1 589,67 €
Títulos de dívida de Emissores Privados	912,50 €	1 500,00 €
Papel Comercial		
Produtos Estruturados com risco accionista		
Produtos Estruturados com risco de taxa de juro		
Produtos Estruturados com risco cambial		
Produtos Estruturados com risco de crédito		
Produtos Estruturados com outros riscos		
Unidades de Participação em FII	18 751,00 €	-11 681,48 €
Unidades de Participação em FIM (Harmonizados) maioritariamente de instrumentos de capital	258,91 €	-80 622,45 €
Unidades de Participação em FIM (Harmonizados) maioritariamente de títulos de dívida	4 449,26 €	-36 764,90 €
Unidades de Participação em FIM (Harmonizados) - Outros	9,19 €	-23 996,33 €
Unidades de Participação em FIM (Não Harmonizados) maioritariamente de instrumentos de capital		-6 920,60 €
Unidades de Participação em FIM (Não Harmonizados) maioritariamente de títulos de dívida		
Unidades de Participação em FIM (Não Harmonizados) - Outros		
Unidades de Participação em Hedge Funds	1 349,64 €	-4 723,79 €
Instrumentos Financeiros Derivados		
Terrenos e edifícios		
Empréstimos Hipotecários		
Outros Empréstimos		
Numerário, Depósitos em Instituições de Crédito e Aplicações no MMI		-721,12 €
Outras Aplicações		

k) Segmentação das Comissões Pagas:

COMISSÕES DE GESTÃO

Administrativa	-	€	NA
Financeira	57.631,99	€	art.º 16º do regulamento de gestão 1,8% do valor da carteira anual.

COMISSÕES DE DEPÓSITO

Depósito BBVA	200,00	€	n.º 5 do contrato de depósito de valores mobiliários,
Depósito MBCP	2.245,31	€	cláusula 4.ª, n.º 1 contrato de depósito de valores mobiliários 0,08% do valor da carteira
TOTAL	60.077,30	€	

l) No decorrer do ano de 2018, foram feitas contribuições no valor de 991.127,52€. Deste valor, 369.536,66€ respeitam a contribuições dos Participantes, 43.206,43€ a transferências de Fundos de Pensões, 167.333,70€ a transferências de Seguros e 411.050,73€ a transferências de Fundos de Investimento PPR/E.

m) No decorrer do ano de 2018 foram pagos 350.947,37€. Deste valor 226.355,91€ respeitam a vencimentos, 21.429,49€ a transferências para outros Fundos de Pensões, 2.913,87€ a transferências para Seguros, 43.625,88€ a transferências para Fundos de Investimento PPR/E e 56.622,22€ a reembolsos fora das situações legalmente previstas.

n) O Fundo não realizou qualquer operação com os seus Associados.

o) O Fundo não possuía nenhum ativo contingente nem em incumprimento a 31/12/2018.

p) Este Fundo não beneficia de qualquer tipo de garantia de rendimento ou capital por parte da sua entidade gestora.

q) Natureza e montantes dos itens incluídos nas rubricas "Outros Rendimentos e Ganhos" e "Outras Despesas":

OUTROS RENDIMENTOS E GANHOS

Juros de depósitos à ordem	-	€
Juros de depósitos a prazo	-	€
TOTAL	-	€

OUTRAS DESPESAS

Comissões administrativas	-	€
Comissões de gestão	57.631,99	€
Comissões de depósito	2.445,31	€
Impostos	2.794,08	€
Despesas bancárias	813,91	€
Auditoria	2.151,24	€
Outras despesas	111,30	€
TOTAL	65.947,83	€

A decorative illustration of a bamboo plant, showing a vertical stem with several nodes and clusters of leaves extending to the right. The drawing is a simple line art style.

CERTIFICAÇÃO DO REVISOR OFICIAL DE CONTAS

CERTIFICAÇÃO LEGAL DAS CONTAS

RELATO SOBRE A AUDITORIA DAS DEMONSTRAÇÕES FINANCEIRAS

Opinião

Auditámos as demonstrações financeiras anexas de **Fundo de Pensões PPR Património Reforma Equilibrado** (adiante também designado por Fundo), gerido pela entidade gestora SGF – Sociedade Gestora de Fundos de Pensões, SA (adiante também designada por Entidade Gestora) que compreendem a demonstração da posição financeira em 31 de dezembro de 2018 (que evidencia um total de 3.542.812 euros e um valor do fundo de 3.535.067 euros, incluindo um resultado líquido de 439.535 euros, a demonstração dos resultados por naturezas, a demonstração das alterações no capital próprio e a demonstração dos fluxos de caixa relativas ao ano findo naquela data, e as notas anexas às demonstrações financeiras que incluem um resumo das políticas contabilísticas significativas.

Em nossa opinião, as demonstrações financeiras anexas apresentam de forma verdadeira e apropriada, em todos os aspetos materiais, a posição financeira do **Fundo de Pensões PPR Património Reforma Equilibrado** em 31 de dezembro de 2018 e o seu desempenho financeiro e fluxos de caixa relativos ao ano findo naquela data de acordo com os princípios contabilísticos geralmente aceites em Portugal para os fundos de pensões estabelecidos pela Autoridade de Supervisão de Seguros e Fundos de Pensões (doravante designada apenas por “ASF”).

Bases para a opinião

A nossa auditoria foi efetuada de acordo com as Normas Internacionais de Auditoria (ISA) e demais normas e orientações técnicas e éticas da Ordem dos Revisores Oficiais de Contas. As nossas responsabilidades nos termos dessas normas estão descritas na secção *Responsabilidades do auditor pela auditoria das demonstrações financeiras* abaixo. Somos independentes da Entidade nos termos da lei e cumprimos os demais requisitos éticos nos termos do código de ética da Ordem dos Revisores Oficiais de Contas.

Estamos convictos de que a prova de auditoria que obtivemos é suficiente e apropriada para proporcionar uma base para a nossa opinião.

Matérias relevantes de auditoria

As matérias relevantes de auditoria são as que, no nosso julgamento profissional, tiveram maior importância na auditoria das demonstrações financeiras do ano corrente. Essas matérias foram consideradas no contexto da auditoria das demonstrações financeiras como um todo, e na formação da opinião, e não emitimos uma opinião separada sobre essas matérias.

Telefone: +351 213 182 720 | Email: info@pkf.pt | www.pkf.pt

PKF & Associados, SROC, Lda. | Edifício Atrium Saldanha, Praça Duque de Saldanha, n.º 1, 4.º H e O | 1050-094 Lisboa |

Contribuinte n.º 504 046 683 | Capital Social €50.000 | Inscrita na OROC sob o n.º 152 e na CMVM sob o n.º 20161462

A PKF & Associados, SROC, Lda. é membro da PKF International Limited, uma rede de sociedades legalmente independentes, à qual não aceita quaisquer responsabilidades pelos atos ou omissões de qualquer sociedade ou sociedades membro.

Descrição dos riscos de distorção material mais significativos identificados	Síntese da resposta dada aos riscos de distorção material analisados
Valorização dos títulos registados na carteira de investimentos	
<p>Em 31 de dezembro de 2018 os ativos registados na carteira de títulos ascendiam a 2.956.733 euros, correspondente a cerca de 83% do total do ativo. A valorização destes ativos deve ser efetuada de acordo com o normativo aplicável, em particular (i) as normas estabelecidas pela ASF nomeadamente a norma regulamentar n.º 9/2007 de 28 de junho e (ii) o contrato de gestão.</p> <p>Nas circunstâncias acima referidas, a titularidade e valorização destes ativos são consideradas como matérias relevantes da auditoria às demonstrações financeiras.</p>	<p>Os nossos procedimentos de auditoria incluíram, entre outros:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Revisão dos procedimentos implementados pela Entidade Gestora, relacionados com a valorização destes ativos e obrigações acessórias; • Análise da reconciliação entre estes ativos, os registos contabilísticos e as respostas obtidas do banco depositário com referência a 31 de dezembro de 2018; • Revisão da valorização dos títulos em carteira de acordo com o normativo aplicável, as normas regulamentares da ASF e o contrato de gestão.
Cumprimentos dos limites legais ao investimento	
<p>O Fundo deve cumprir com as regras e os limites legais ao investimento definidos no seu contrato de gestão e na norma regulamentar n.º 9/2007, de 28 de junho. Compete à entidade gestora acompanhar o cumprimento destes requisitos.</p> <p>O não cumprimento das regras e limites legais referidos pode colocar em causa a autorização do Fundo bem como a continuidade das suas operações.</p>	<p>Os nossos procedimentos de auditoria incluíram, entre outros:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Revisão dos procedimentos implementados pela Entidade Gestora, relacionados com o cumprimento da legislação e regulamentação aplicáveis, nomeadamente sobre o cumprimento da (i) política de investimentos e (ii) das políticas de valorização dos ativos registados na carteira de investimentos; • Análise substantiva, do cumprimento daquelas disposições legais e regulamentares; • Revisão das atas das reuniões do Órgão de Gestão da Entidade Gestora;

Responsabilidades do órgão de gestão e do órgão de fiscalização pelas demonstrações financeiras

O órgão de gestão é responsável pela:

- preparação de demonstrações financeiras que apresentem de forma verdadeira e apropriada a posição financeira, o desempenho financeiro e os fluxos de caixa do Fundo de acordo com os princípios contabilísticos geralmente aceites em Portugal para os fundos de pensões estabelecidos pela ASF;
- elaboração do relatório de gestão nos termos legais e regulamentares aplicáveis;

- criação e manutenção de um sistema de controlo interno apropriado para permitir a preparação de demonstrações financeiras isentas de distorção material devido a fraude ou erro;
- adoção de políticas e critérios contabilísticos adequados nas circunstâncias; e
- avaliação da capacidade da Entidade de se manter em continuidade, divulgando, quando aplicável, as matérias que possam suscitar dúvidas significativas sobre a continuidade das atividades.

O órgão de fiscalização da Entidade Gestora é responsável pela supervisão do processo de preparação e divulgação da informação financeira da Entidade.

Responsabilidades do auditor pela auditoria das demonstrações financeiras

A nossa responsabilidade consiste em obter segurança razoável sobre se as demonstrações financeiras como um todo estão isentas de distorções materiais devido a fraude ou erro, e emitir um relatório onde conste a nossa opinião. Segurança razoável é um nível elevado de segurança mas não é uma garantia de que uma auditoria executada de acordo com as ISA detetará sempre uma distorção material quando exista. As distorções podem ter origem em fraude ou erro e são consideradas materiais se, isoladas ou conjuntamente, se possa razoavelmente esperar que influenciem decisões económicas dos utilizadores tomadas com base nessas demonstrações financeiras.

Como parte de uma auditoria de acordo com as ISA, fazemos julgamentos profissionais e mantemos ceticismo profissional durante a auditoria e também:

- identificamos e avaliamos os riscos de distorção material das demonstrações financeiras, devido a fraude ou a erro, concebemos e executamos procedimentos de auditoria que respondam a esses riscos, e obtemos prova de auditoria que seja suficiente e apropriada para proporcionar uma base para a nossa opinião. O risco de não detetar uma distorção material devido a fraude é maior do que o risco de não detetar uma distorção material devido a erro, dado que a fraude pode envolver conluio, falsificação, omissões intencionais, falsas declarações ou sobreposição ao controlo interno;
- obtemos uma compreensão do controlo interno relevante para a auditoria com o objetivo de conceber procedimentos de auditoria que sejam apropriados nas circunstâncias, mas não para expressar uma opinião sobre a eficácia do controlo interno da Entidade;
- avaliamos a adequação das políticas contabilísticas usadas e a razoabilidade das estimativas contabilísticas e respetivas divulgações feitas pelo órgão de gestão;
- concluimos sobre a apropriação do uso, pelo órgão de gestão, do pressuposto da continuidade e, com base na prova de auditoria obtida, se existe qualquer incerteza material relacionada com acontecimentos ou condições que possam suscitar dúvidas significativas sobre a capacidade da Entidade para dar continuidade às suas atividades. Se concluirmos que existe uma incerteza material, devemos chamar a atenção no nosso relatório para as divulgações relacionadas incluídas nas demonstrações financeiras ou, caso essas divulgações não sejam adequadas, modificar a nossa opinião. As nossas conclusões são baseadas na prova de auditoria obtida até à data do nosso relatório. Porém, acontecimentos ou condições futuras podem levar a que a Entidade descontinue as suas atividades;
- avaliamos a apresentação, estrutura e conteúdo global das demonstrações financeiras, incluindo as divulgações, e se essas demonstrações financeiras representam as transações e acontecimentos subjacentes de forma a atingir uma apresentação apropriada;
- comunicamos com os encarregados da governação, incluindo o órgão de fiscalização, entre outros assuntos, o âmbito e o calendário planeado da auditoria, e as conclusões significativas da auditoria incluindo qualquer deficiência significativa de controlo interno identificado durante a auditoria;
- das matérias que comunicamos aos encarregados da governação, incluindo o órgão de fiscalização, determinamos as que foram as mais importantes na auditoria das demonstrações financeiras do ano

corrente e que são as matérias relevantes de auditoria. Descrevemos essas matérias no nosso relatório, exceto quando a lei ou regulamento proibir a sua divulgação pública;

- declaramos ao órgão de fiscalização que cumprimos os requisitos éticos relevantes relativos à independência e comunicamos todos os relacionamentos e outras matérias que possam ser percecionadas como ameaças à nossa independência e, quando aplicável, as respetivas salvaguardas.

A nossa responsabilidade inclui ainda a verificação da concordância da informação constante do relatório de gestão com as demonstrações financeiras.

RELATO SOBRE OUTROS REQUISITOS LEGAIS E REGULAMENTARES

Sobre o relatório de gestão

Em nossa opinião, o relatório de gestão foi preparado de acordo com as leis e regulamentos aplicáveis em vigor e a informação nele constante é coerente com as demonstrações financeiras auditadas, não tendo sido identificadas incorreções materiais.

Sobre os elementos adicionais previstos no artigo 10.º do Regulamento (UE) n.º 537/2014

Dando cumprimento ao artigo 10.º do Regulamento (UE) n.º 537/2014 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 16 de abril de 2014, e para além das matérias relevantes de auditoria acima indicadas, relatamos ainda o seguinte:

- Fomos nomeados auditores do **Fundo de Pensões PPR Património Reforma Equilibrado** pela primeira vez na assembleia geral de acionistas realizada em 20 de dezembro de 2017 para um mandato compreendido entre 2017 e 2019.
- O órgão de gestão confirmou-nos que não tem conhecimento da ocorrência de qualquer fraude ou suspeita de fraude com efeito material nas demonstrações financeiras. No planeamento e execução da nossa auditoria de acordo com as ISA mantivemos o ceticismo profissional e concebemos procedimentos de auditoria para responder à possibilidade de distorção material das demonstrações financeiras devido a fraude. Em resultado do nosso trabalho não identificámos qualquer distorção material nas demonstrações financeiras devido a fraude.
- Declaramos que não prestámos quaisquer serviços proibidos nos termos do n.º 8 do artigo 77.º do Estatuto da Ordem dos Revisores Oficiais de Contas e que mantivemos a nossa independência face à Entidade durante a realização da auditoria.
- Informamos que, nos termos da lei e dos regulamentos em vigor, prestámos ao Fundo os serviços de auditoria relacionados com a emissão do Relatório do Auditor sobre o cálculo da Taxa de Encargos Correntes, nos termos dos requisitos previstos no n.º 4 do artigo 69.º, aplicável no âmbito do artigo 85.º, ambos do Regulamento n.º 2/2015, de 12 de junho, da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários ("CMVM").
- Confirmamos que a opinião de auditoria que emitimos é consistente com o relatório adicional que preparámos e entregámos ao órgão de fiscalização Entidade Gestora em 17 de maio de 2019.

Lisboa, 17 de maio de 2019



PKF & Associados, SROC, Lda.
Sociedade de Revisores Oficiais de Contas
Representada por
José de Sousa Santos (ROC n.º 804 / CMVM n.º 20160434)



POLÍTICA DE INVESTIMENTOS

Anexo I
Política de Investimentos
Composição e Avaliação dos Ativos

1. Objetivos

- 1.1. Maximizar o retorno do capital no médio/longo prazo, através do investimento nas diversas classes de ativos, procurando simultaneamente minimizar a volatilidade/risco, através da diversificação de classes de ativos, zonas geográficas e gestores.
- 1.2. As aplicações dos ativos que integram o património do Fundo serão efetuadas pela Entidade Gestora, segundo uma política de segurança, maior rendibilidade, liquidez e diversificação e com respeito da legislação em vigor.
- 1.3. A Entidade Gestora compromete-se, ainda, a seguir um padrão ou objetivo de investimento de acordo com o definido no presente Anexo o qual tem em consideração o tipo de Fundo em causa.
- 1.4. A Entidade Gestora não assume qualquer obrigação de resultado, nem oferece qualquer garantia quanto ao nível de performance ou rendibilidade da sua gestão.

2. Composição da carteira de ativos

- 2.1. Os ativos e composição do Fundo, assim como os seus limites, são os descritos na tabela seguinte:

<i>Ativos</i>	<i>Mínimo</i>	<i>Benchmark Central</i>	<i>Máximo</i>
Obrigações	30%	55%	70%
Ações	10%	20%	30%
Imobiliário	0%	7,5%	15%
Investimentos Alternativos	0%	10%	15%
Monetário	1%	7,5%	25%

- a. Os investimentos desta carteira abrangem as principais zonas geográficas (América do Norte, Europa Ocidental e Japão), podendo ser efetuados investimentos menos relevantes (máximo 25%), noutras zonas geográficas (Mercados Emergentes como a Europa de Leste, a América Latina, Países Asiáticos e outros) sem prejuízo dos limites legais estabelecidos para a negociação em mercados não regulamentados;
- b. Os limites apresentados, máximos e mínimos, poderão ser excedidos de forma passiva em resultado de valorizações/desvalorizações dos ativos, entradas ou saídas de capital ou por justificadas situações de instabilidade dos mercados financeiros, por períodos de tempo razoáveis;

- c. O investimento em ativos em moeda não euro será sempre inferior a 30%, exceto quando para o excesso se recorra à adequada metodologia de cobertura de risco cambial.

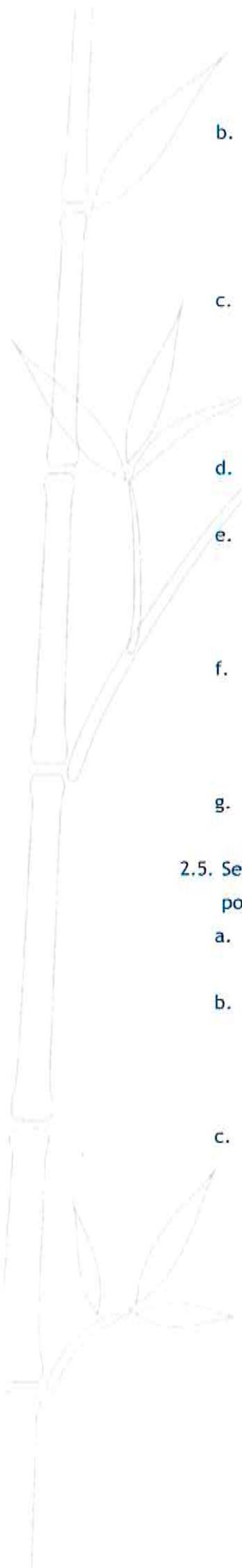
2.2. A Entidade Gestora efetuará a gestão de acordo com os princípios estabelecidos no presente documento. Contudo o presente documento poderá ser objeto de atualizações motivadas por alterações ao quadro legal e com pedido à Autoridade de Supervisão de Seguros e Fundos de Pensões. Até que se proceda a qualquer alteração, o Fundo respeitará a política de investimentos em vigor e restrições de carácter legal e/ou regulamentar.

2.3. Descrição dos ativos

- a. Na categoria de Obrigações estarão contidas emissões de Dívida Pública, Dívida Privada, Obrigações de Cupão Zero, Produtos Estruturados emitidos sob a forma de Obrigações, Fundos de Investimento que invistam exclusivamente em emissões de Obrigações e, também, outros ativos de características idênticas;
- b. Na categoria de Ações estarão contidas emissões de Ações representativas de Capital Social de Sociedades Anónimas, Obrigações Convertíveis, Direitos de Subscrição e Incorporação, *Warrants* e, também, Fundos de Investimento e Produtos Estruturados que invistam maioritariamente em instrumentos como os descritos;
- c. Na categoria de Imobiliário poderão incluir-se investimentos em Fundos Imobiliários, respeitando sempre os limites legais ao investimento em vigor;
- d. Na categoria de Monetário poderão incluir-se os Depósitos à Ordem e a Prazo, Papel Comercial, Bilhetes do Tesouro, Fundos de Tesouraria/Monetário e valores em Numerário, respeitando sempre os limites legais ao investimento em vigor;
- e. Por Investimentos Alternativos entendem-se ativos alternativos às tradicionais classes de ativos clássicas e incluem-se ativos tais como: investimentos indiretos em matérias-primas, *Hedge-Funds*, *Private Equity*, divisas, entre outros. Igualmente, poderão ser incluídos Produtos Estruturados que invistam nos ativos descritos;
- f. Os investimentos serão efetuados em mercados regulamentados, operacionais e abertos ao público, podendo ainda ser efetuados investimentos em valores mobiliários que não se encontrem admitidos à negociação em mercados regulamentados até 10% do valor do Fundo.

2.4. O Fundo poderá ainda recorrer à utilização de instrumentos financeiros derivados para uma gestão agregada ou individualizada de risco financeiro (risco de variação de preços dos ativos da carteira, risco de variação das taxas de juro, risco de crédito e risco de flutuação cambial), nos seguintes termos:

- a. A utilização de instrumentos derivados terá sempre presente as regras prudenciais em vigor;

- 
- b. Instrumentos - futuros e opções padronizados sobre ações, índices de ações, taxas de juro, obrigações ou taxas de câmbio, *forwards* cambiais, *swaps* cambiais de curto prazo e *swaps* de longo prazo de taxa de juro ou de taxa de juro e de taxa de câmbio, derivados para cobertura de risco de crédito, designadamente "*Credit Default Swaps*";
 - c. Para além dos instrumentos acima referidos, o Fundo poderá ainda investir em obrigações cujo padrão de valorização assente na utilização de um ou mais instrumentos derivados com o objetivo de capturar o perfil de risco associado a um determinado mercado ou a rentabilidade esperada desse mercado, de forma a proteger a valorização do Fundo;
 - d. Limites de utilização - o Fundo poderá utilizar os instrumentos definidos em b) até ao limite máximo estabelecido legalmente;
 - e. O acréscimo da perda potencial máxima resultante da utilização dos instrumentos definidos em b) não pode exceder, a todo o momento, no âmbito de uma gestão agregada dos riscos afetos aos ativos, 20% da perda potencial máxima a que, sem a utilização desses produtos, a carteira estaria exposta;
 - f. Mercados - os instrumentos financeiros derivados serão transacionados num mercado regulamentado ou com uma instituição financeira legalmente autorizada para o efeito, desde que possua um *rating* mínimo de BBB, nos termos definidos no normativo em vigor;
 - g. Os ativos mencionados nas alíneas b) e c), serão incluídos na categoria respetiva, conforme a natureza e risco inerente ao ativo subjacente.
- 2.5. Sem prejuízo da legislação em vigor e dos limites definidos no número 2.1., o Fundo poderá investir em organismos de investimento alternativos até um máximo de:
- a. 15% em Unidades de Participação de organismos de investimento alternativo de índices, que não façam uso do efeito de alavancagem;
 - b. 15% em Unidades de Participação de organismos de investimento alternativo que se enquadrem no âmbito do artigo 50.º da Diretiva n.º 2009/65/CE, de 13 de julho, alterada pelas Diretivas n.º 2010/78/EU, de 24 de novembro de 2010, n.º 2011/61/EU, de 8 de junho de 2011 e n.º 2013/14/EU, de 21 de maio de 2013;
 - c. 5% noutros organismos de investimento alternativo:
 - i. As estratégias de investimento a prosseguir por estes organismos podem ser, nomeadamente, arbitragem de mercados, arbitragem estatística, apostas direcionais em ações, índices, sectores, moedas, taxas de juro ou matérias-primas e estratégias de valor relativo. Estes organismos podem ainda ter uma filosofia de gestão multi-estratégia ou investir noutros organismos de investimento alternativos;
 - ii. O principal risco que decorre do investimento nestes organismos assenta no facto destes não estarem sujeitos aos mesmos limites prudenciais a que

estão sujeitos os organismos de investimento coletivo harmonizados e, nessa medida, poderão ficar expostos a riscos de mercado mais elevados;

- iii. 5% de investimento em Unidades de Participação de organismos de investimento alternativo de matérias primas;
- d. O investimento em Unidades de Participação de um único organismo de investimento alternativo não pode representar mais de 2% do valor do património do Fundo;
- e. Aquando do investimento em organismos de investimento alternativo que invistam noutros organismos de investimento alternativos, as Unidades de Participação nestes últimos organismos de investimento alternativo que lhe estão subjacentes não poderão ultrapassar 2% do valor do património do Fundo.

3. Restrições à política de investimentos

- 3.1. Não serão efetuados investimentos diretos em terrenos, edifícios e empréstimos hipotecários.
- 3.2. Não serão efetuadas operações de reporte ou empréstimo de valores mobiliários.

4. Avaliação da rentabilidade

- 4.1. Como base de cálculo da rentabilidade dos ativos financeiros deverá ser utilizada a Taxa Interna de Rentabilidade, considerando todos os *cashflows* da carteira.
- 4.2. Os índices de referência serão os seguintes:

Obrigações	25,0%	Barclays Euro Treasury (ishares Core Euro Government Bond)
	25,0%	Barclays Euro Corporate (iShares Core Euro Corporate Bond)
	2,50%	Markit iBoxx Eur Liquid High Yield (iShares Euro High Yield Corporate Bond)
	2,50%	JPMorgan GBI-EM Global Diversified (WisdomTree Em. Markets Local Debt Fund)
Ações	17,5%	MSCI World 100% Hedged To Euro (iShares MSCI World EUR Hedged)
	2,50%	MSCI Em. Markets US dollar Hedged (Deutsche x-traders MSCI Em. Mark. Hedged)
Imobiliário	7,50%	Euribor 12M +1%
Alternativos	10,00%	HFRX Global Hedge Fund (UBS ETFs plc - HFRX Global Hedge Fund Index)
Monetário	7,5%	Euribor 1M

5. Medição e controlo de risco

- 5.1. A avaliação do risco de investimento da carteira do Fundo terá uma periodicidade trimestral, uma vez que os investimentos são realizados numa ótica de médio/longo prazo. A avaliação será efetuada por comparação com o benchmark definido no número 4.2. deste Anexo, em termos de rentabilidade, volatilidade, *tracking error* e *information ratio* e através da monitorização dos limites impostos no número 2.1.. Em situações de maior instabilidade dos mercados, este prazo de avaliação poderá ser reduzido.

5.2. A gestão de risco será efetuada com base na avaliação do risco de investimento definida no ponto anterior ajustando, caso a caso, a estratégia de investimento com o objetivo de manter as medidas de *tracking error* e *information ratio* positivas.

6. Intervenção e exercício de direitos de voto

6.1. A Entidade Gestora poderá representar o Fundo nas assembleias gerais de acionistas ou de obrigacionistas das sociedades cujos títulos pertencem ao Fundo e exercer o seu direito de voto sempre que este se apresente como vantajoso para os interesses do Fundo.

6.2. No exercício do direito de voto referido no ponto anterior, a Entidade Gestora não exercerá uma influência significativa na gestão dessas sociedades, nomeadamente:

- a. Em regra, a Entidade Gestora não participará nas assembleias gerais;
- b. Sem prejuízo da alínea anterior, a Entidade Gestora poderá fazer-se representar e participar em assembleias gerais de cujas ordens de trabalho constem pontos sobre alterações do contrato de sociedade, processos de cisão, fusão e aquisição, transformação e dissolução da sociedade, políticas de remuneração e benefícios, responsabilidade social e outros assuntos para os quais a legislação exija maioria qualificada;
- c. A representação em assembleias gerais será efetuada nos termos gerais de direito. O representante da Entidade Gestora encontrar-se-á vinculado às instruções escritas, emitidas por esta;
- d. Em princípio e para efeitos de uma gestão no exclusivo interesse do Fundo, o direito de voto da Entidade Gestora não será exercido no sentido de apoiar a inclusão ou manutenção de cláusulas estatutárias de intransmissibilidade, cláusulas limitativas do direito de voto ou outras suscetíveis de impedir o êxito de ofertas públicas de aquisição.

6.3. A Entidade Gestora poderá pronunciar-se relativamente a decisões que conduzem à nomeação, designação ou eleição de órgãos de administração e fiscalização, bem como no que respeita aos auditores das sociedades emitentes dos valores mobiliários que integrem o património do Fundo, sempre que o considere relevante na defesa do interesse exclusivo do Fundo.



COMENTÁRIO FINANCEIRO

ENQUADRAMENTO MACROECONÓMICO

Nos EUA os dados macroeconómicos têm-se mantido relativamente vigorosos e estáveis. O PIB dos EUA cresceu no 4º trimestre a um ritmo anualizado de 2.3%, levando a que, no ano de 2018, a economia crescesse cerca de 2.9%, o que significa uma aceleração face aos 2.2% registados em 2017. A economia continua assim a dar sinais muito positivos, e os principais indicadores de atividade e de confiança alimentam expectativas positivas para o arranque de 2019, bem como os indicadores do mercado laboral com a taxa de desemprego colada a mínimos históricos (3.8%) e sinais de um acentuar da subida nos salários. No que diz respeito à administração Trump, o ano foi marcado pela manutenção das tensões dos EUA com os seus maiores parceiros comerciais com uma retórica baseada na defesa do nacionalismo e isolacionismo, reiterando a defesa intransigente dos "interesses americanos" contra os demais parceiros comerciais. Em meados do ano foi possível estabelecer de um novo acordo comercial para a América do Norte envolvendo EUA, Canadá e México que substitui o NAFTA e foi também alcançado um princípio de acordo com a União Europeia. Já relativamente à China, as negociações mostraram-se bem mais difíceis e complexas tendo-se arrastado para 2019, embora tenham sido já conseguidos alguns avanços o que permitiu a não implementação de mais uma ronda de tarifas aduaneiras às importações chinesas (que estavam inicialmente anunciadas para entrada em vigor a 1 de janeiro de 2019).

Na Europa a evolução das variáveis macroeconómicas não foi, infelizmente, tão entusiasmante ao longo de 2018 e as perspetivas para 2019 são mesmo algo sombrias. O ano de 2018 iniciou muito promissor, mas rapidamente o sentimento em torno das economias do euro degenerou em desilusão logo nos primeiros meses de 2018. A desaceleração económica progressiva levou a reanimar dos movimentos políticos populistas e extremistas (com destaque para França, Itália e Espanha). Os dados avançados do PIB mostram que no 4º trimestre a taxa de crescimento homóloga para a economia da zona euro fixou-se em apenas 1.2%, com a economia alemã basicamente estagnada no 2º semestre e Itália em recessão. E, de acordo com as últimas previsões da Comissão Europeia e de instituições como o FMI, o ritmo de crescimento das economias da zona euro irá abrandar ainda mais em 2019. As previsões económicas de inverno da Comissão Europeia e o boletim económico do BCE confirmam, que o "crescimento da ZE continua a perder *momentum*", prevendo que a economia da Zona Euro abrandará para os 1.3% em 2019, face aos 1.8% de 2018 e aos 2.5% em 2017, e registar posteriormente uma ligeira recuperação em 2020 para +1.6%. Apesar do indiscutível abrandamento, continua a ser nosso cenário central que não teremos uma recessão em 2019. Apesar destas notícias menos positivas, o desemprego manteve-se em trajetória descendente ao longo de 2018 e está agora em mínimos, para a globalidade da zona euro, desde 2006 (7.9%). Uma nota igualmente para a economia britânica que continuou estável, com um crescimento moderado e em linha com a norma das últimas décadas (taxas de crescimento reais um pouco abaixo dos 2%) e ligeiramente superior ao registado na zona

euro, a taxa de desemprego a deslizar para mínimos desde os anos 70 (abaixo de 4%) e a inflação controlada. Contudo, esta aparente estabilidade económica contrasta com o panorama político em torno do processo do Brexit, que continuou, entre avanços e recuos, tumultuoso e sem solução à vista. O parlamento britânico rejeitou de forma estrondosa o acordo que Theresa May negociara nos últimos dois anos com Bruxelas (432 votos contra e apenas 202 a favor). Os parlamentares britânicos exigem sobretudo uma revisão dos termos para a fronteira com a República da Irlanda, situação que obrigará à continuação das conversações com Bruxelas no início de 2019, num tema extremamente sensível. O futuro é ainda incerto, antevendo-se semanas de muita agitação entre Londres e Bruxelas até 29 de março (data formal prevista para o Brexit). Theresa May tem-se desdobrado em reuniões e, apesar alguns dos seus próprios ministros contestarem a sua estratégia, May permanece determinada em conseguir aprovação pelo parlamento britânico do “novo” acordo conseguido com Bruxelas até ao deadline de março. Note-se que um “no-deal Brexit” criaria um choque económico de consequências imprevisíveis para a economia britânica, num momento já delicado em termos de envolvente macro global.

Table 1. Overview of the World Economic Outlook Projections

(Percent change, unless noted otherwise)

	Year over Year					
	Estimates		Projections		Difference from Oct 2018 WEO Projections 1/	
	2017	2018	2019	2020	2019	2020
World Output	3.8	3.7	3.5	3.6	-0.2	-0.1
Advanced Economies	2.4	2.3	2.0	1.7	-0.1	0.0
United States	2.2	2.9	2.5	1.8	0.0	0.0
Euro Area	2.4	1.8	1.6	1.7	-0.3	0.0
Germany	2.5	1.5	1.3	1.6	-0.6	0.0
France	2.3	1.5	1.5	1.6	-0.1	0.0
Italy	1.6	1.0	0.6	0.9	-0.4	0.0
Spain	3.0	2.5	2.2	1.9	0.0	0.0
Japan	1.9	0.9	1.1	0.5	0.2	0.2
United Kingdom	1.8	1.4	1.5	1.6	0.0	0.1
Canada	3.0	2.1	1.9	1.9	-0.1	0.1
Other Advanced Economies 3/	2.8	2.8	2.5	2.5	0.0	0.0

Fonte: Fundo Monetário Internacional, World Economic Outlook Update, janeiro 2019

Relativamente a bancos centrais, a FED procedeu a subidas graduais de taxas ao longo do ano de 2018 (a um ritmo de 25 bp por trimestre) elevando a sua taxa de juro de referência para o intervalo 2.25%-2.50% no final do ano. Os responsáveis da FED mantiveram uma leitura otimista para economia, embora menos exuberante do que há alguns meses e o cenário central da FED passava por manter o ritmo de subida por mais alguns trimestres (2 ou 3) em 2019. Contudo, a conjuntura dos mercados e a degradação das variáveis macroeconómicas a nível global forçaram a FED a mudar a sua postura e discurso, adiando novas subidas e passando a enfatizar a necessidade de ter uma “abordagem paciente” na política monetária, devido aos vários riscos para a economia do país. O Banco Central Europeu (BCE), conforme amplamente antecipado, colocou termo, a 31 de dezembro, ao programa de compras de ativos de dívida (QE - *quantitative easing*) em mercado. Com o fim do programa de QE do BCE, este limitar-se-á a partir de janeiro de 2019 (e “durante um período prolongado”) a

reinvestir os vencimentos dos ativos que já estão na sua carteira. O BCE manteve as taxas de juro diretoras inalteradas durante todo o ano de 2019 (a facilidade permanente de cedência de liquidez continua nos 0.25%, a facilidade permanente de depósito fica nos -0.40% e a taxa de refinanciamento nos 0%) e não é expectável que esta situação se altere num futuro próximo e assim, apesar do abrandamento sensível da economia europeia nos últimos trimestres, o BCE opta, pelo menos para já, por manter inalterada toda a sua estratégia de política monetária e de comunicação. As taxas de juro diretoras da política monetária deverão manter-se nos níveis atuais, pelo menos, até ao verão de 2019 e, em qualquer caso, enquanto isso for necessário para assegurar que a evolução da inflação permanece alinhada com as atuais expectativas de um ajustamento sustentado para o objetivo de estabilidade de preços.

No Japão, também sem surpresas, o Banco Central (BoJ) manteve a sua política monetária inalterada e continuou a realizar operações em mercado, comprando títulos de forma a manter as taxas de juro no prazo de 10 anos em valores residuais. Contudo nada parece funcionar em termos de política monetária no Japão e apesar de todos os esforços do BoJ a inflação persiste uma miragem e a última previsão aponta agora para um valor de apenas 0.9% para o ano fiscal de 2019 (muito abaixo dos 2% ambicionados).

Em resumo, em 2019, a expansão da economia mundial deverá continuar embora a um ritmo mais moderado do que em 2017 e 2018.



Real GDP growth revised down

OECD Interim Economic Outlook Projections

Year-on-year, %. Arrows indicate the direction of revisions since November 2018.

	2018	2019	2020		2018	2019	2020
World	3.6	3.3	3.4	G20	3.8	3.5	3.7
Australia	2.9	2.7	2.5	Argentina	-2.5	-1.5	2.3
Canada	1.8	1.5	2.0	Brazil	1.1	1.9	2.4
Euro area	1.8	1.0	1.2	China	6.6	6.2	6.0
Germany	1.4	0.7	1.1	India ¹	7.0	7.2	7.3
France	1.5	1.3	1.3	Indonesia	5.2	5.2	5.1
Italy	0.8	-0.2	0.5	Mexico	2.1	2.0	2.3
Japan	0.7	0.8	0.7	Russia	2.3	1.4	1.5
Korea	2.7	2.6	2.6	Saudi Arabia	2.0	2.1	2.0
United Kingdom	1.4	0.8	0.9	South Africa	0.8	1.7	2.0
United States	2.9	2.6	2.2	Turkey	2.9	-1.8	3.2

Fonte: OCDE, Interim Economic Outlook, março 2019

MERCADOS FINANCEIROS

Neste enquadramento, os elevados níveis de volatilidade abalaram particularmente os mercados acionistas, mas, ao contrário do que ocorreu noutros episódios de crise / queda das ações, nenhuma classe de ativos se mostrou apropriada para assumir o papel de ativo de refúgio para os investidores e as perdas acabaram por ser transversais à generalidade das classes de ativos (crédito, ativos de mercados emergentes, *commodities*, alternativos, etc.).

Em suma, 2018 foi o pior ano, em termos de retornos, desde a crise financeira que abalou os mercados financeiros globais em 2008. A queda acentuada da generalidade das bolsas nos últimos meses garantiu que praticamente todos os índices acionistas relevantes tenham fechado o ano com perdas (a exceção é o Nasdaq que fechou o ano inalterado) que, globalmente (medido pelo índice MSCI World Euro Hedged), superaram os 10% no ano e quase 15% desde os máximos do ano. Vários dos principais mercados acionistas mundiais estão agora “formalmente” em território de “bear market” (tendência de queda) após registarem perdas superiores a 20% desde os seus últimos máximos relativos.

Nos mercados de dívida, os governos core deveriam ter tido uma performance relevante e positiva para as carteiras dos investidores, num contexto de aumento da aversão ao risco, receios de um abrandamento da economia e queda violenta dos mercados acionistas, servindo de refúgio. Contudo, os títulos denominados em Euros de melhor *rating* registaram ganhos meramente marginais no ano, devido ao contexto de gradual redução dos estímulos monetários pelo Banco Central Europeu e com a confirmação do fim “definitivo” do programa de novas compras em dezembro. Já na dívida periférica, o ano foi também tumultuoso, mas no mês dezembro verificou-se um comportamento positivo da dívida de Itália, beneficiando, finalmente, da validação do seu Orçamento pela Comissão Europeia (evitando um procedimento por défices excessivos), o que levou as *yields* italianas a 10 anos a aliviarem e a cair pronunciadamente depois de meses de forte pressão / degradação, contagiando positivamente os títulos de Portugal e Espanha. Ao nível de dívida corporativa, *Investment Grade* como *High Yield*, tanto denominada em euros com USD, os *spreads* continuaram a degradar-se e atingiram os máximos no final do ano. Por fim, para a dívida emergente, que teve um verão muito complicado, registou nos últimos meses do ano alguma recuperação.

Ao nível das *commodities*, o índice agregado CRB - Thomson Reuters/Core Commodity Index, também teve um ano para esquecer e registou uma queda superior a 6.6% no mês de dezembro e mais de 12% no ano, muito penalizado pelas perdas drásticas do petróleo no segundo semestre. Por fim, a nível cambial destaque para o lene que foi das poucas divisas que apreciou face ao dólar em 2018 e foi a divisa com melhor desempenho em 2018, entre as principais divisas mundiais (divisas do G10).

Resumidamente, nenhuma classe de ativos se mostrou apropriada para assumir o papel de ativo de refúgio para os investidores e as perdas acabaram por ser transversais à generalidade das classes de ativos (crédito, ativos de mercados emergentes, commodities, alternativos, etc.).

O Fundo de Pensões PPR Património Reforma Equilibrado terminou 2018 com uma rentabilidade de -5,95%, com um contributo importante da classe de ações (que apresentou rentabilidades muito negativas durante o período), num ano em que praticamente todas as classes de ativos apresentaram retornos negativos. Os receios de um abrandamento sincronizado global e o facto de a Reserva Federal Norte-Americana ter subido as taxas de juro de referência foram os catalisadores para um final de ano de grande instabilidade e de perdas consideráveis de forma transversal, que acabou por ficar patente no desempenho que o Fundo registou no ano