

**SANTANDER ASSET MANAGEMENT – SOCIEDADE GESTORA DE  
FUNDOS DE INVESTIMENTO MOBILIÁRIOS**

**RELATÓRIO DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO**

**EXERCÍCIO 2015**

**Enquadramento Macroeconómico**

**Economia Internacional**

A economia mundial, em 2015, desacelerou face ao ano anterior, com um crescimento previsto apenas marginalmente acima de 3%, o ritmo mais lento desde a Grande Recessão. À semelhança do ano transato, a desaceleração resultou sobretudo da deterioração das condições económicas nas economias emergentes, não sem efeitos de contágio às economias desenvolvidas, em especial as que têm maiores volumes de comércio mundial com a China, como os EUA e o Japão.

A necessidade de ajustamento económico nas economias emergentes, para corrigir desequilíbrios gerados, no modelo de crescimento ou ao nível das contas públicas, e a descida dos preços das matérias-primas são alguns fatores de risco considerados pelo FMI nas suas projeções de Janeiro de 2016.

**Crescimento Económico Mundial**

	2013	2014	2015
<b>Mundo</b>	<b>3,3</b>	<b>3,4</b>	<b>3,1</b>
<b>Países Avançados</b>	<b>1,1</b>	<b>1,8</b>	<b>1,9</b>
EUA	1,5	2,4	2,5
UEM	-0,3	0,9	1,5
Reino Unido	1,7	2,9	2,2
Japão	1,6	0,0	0,6
<b>Países em Desenvolvimento</b>	<b>5,0</b>	<b>4,6</b>	<b>4,0</b>
África	5,2	5,0	3,5
Ásia	7,0	6,8	6,6
China	7,7	7,3	6,9
Europa de Leste	2,9	2,8	3,4
Médio Oriente	2,3	2,8	2,5
América Latina	2,9	1,3	-0,3
Brasil	2,7	0,1	-3,8

Fonte: FMI (Janeiro de 2016)

Nos EUA, a dinâmica de crescimento caracterizou-se por alguma volatilidade, com um ritmo de expansão mais lento nos primeiro e quarto trimestres, afetado inicialmente por condições climatéricas adversas, e posteriormente pela dinâmica do investimento. A redução do preço do



petróleo, que caiu já em 2016 para mínimos desde 2003, abaixo dos 30 dólares por barril, afetou o investimento em fontes alternativas de crude, como o petróleo e gás de xisto.

Apesar da volatilidade gerada pela evolução destas componentes da procura agregada, o consumo privado manteve um crescimento sustentado, apoiado pela descida da taxa de desemprego para 5,0%, o nível mais baixo desde 2007.

A Reserva Federal dos EUA iniciou o ciclo de subida das taxas de juro de referência em Dezembro, com a subida da taxa dos Fed funds para 0,25%, depois de, em Setembro, ter mantido a política monetária inalterada, na sequência da maior volatilidade dos mercados acionistas observada durante o Verão. Esta foi a primeira subida das taxas de juro de referência desde 2008, e concretizou o primeiro ciclo de subida de taxas desde 2006.

No entanto, e reconhecendo os riscos latentes, a Reserva Federal: (i) decidiu utilizar a remuneração das reservas excedentárias detidas pelo setor bancário junto da FED como instrumento de normalização gradual da política monetária; e (ii) sinalizou que o ritmo de subida de taxas de juro continuaria dependente da evolução dos principais indicadores económicos.

No Reino Unido, o crescimento económico desacelerou em 2015, fruto de um contributo mais negativo das exportações líquidas, refletindo o maior dinamismo do consumo privado e do investimento empresarial (que se refletiu sobre as importações) e a apreciação cambial, em especial face ao euro (quase 10%, em média anual).

O Banco de Inglaterra manteve o cariz expansionista da política monetária inalterado, apesar de alguns membros do Comité de Política Monetária terem, durante grande parte de 2015, defendido uma subida muito gradual das taxas de juro de referência. Contudo, a ausência de pressões inflacionistas, suportou a decisão de não alteração.

No Japão, a atividade económica recuperou, após a estagnação registada em 2014, fruto de uma dinâmica mais favorável do consumo privado, assim como das exportações. O ritmo, contudo, continuou caracterizado por alguma volatilidade, associada ao processo de consolidação orçamental. O Banco do Japão manteve uma política monetária claramente expansionista, tendo anunciado uma extensão das maturidades da dívida pública a adquirir, assim como a possibilidade de aquisição de ETFs e REITs.

Na China, a desaceleração do crescimento económico, para 6,9% em 2015, alimentou expectativas de que esse processo pudesse ser mais pronunciado e a segunda maior economia mundial pudesse estar a caminhar para um cenário de “hard landing”, em especial porque alguns indicadores de curto prazo revelaram uma dinâmica mais adversa, na sua evolução face ao período homólogo. As autoridades adotaram um conjunto de medidas destinado a apoiar a recuperação, incluindo a descida das taxas de juro, proibição de venda por investidores institucionais e a intervenção nos mercados acionistas, mas que não impediram uma forte correção do principal índice acionista, que caiu cerca de 39% dos máximos de Junho até ao início de Outubro (após uma valorização de 48% desde o início de 2015 até ao pico de Junho). No final do ano, o índice registava uma apreciação de 6% face ao nível do início do ano.

A principal medida adotada pelas autoridades foi a flexibilização da evolução cambial, que conduziu a uma desvalorização do yuan em 1,9%, que foi a mais pronunciada em 20 anos, no contexto da alteração do regime de indexação cambial, que passou a evoluir em linha com o mercado, e que antecedeu a decisão do FMI em incluir o yuan no cabaz de moedas que compõem os “Direitos de Saque Especial”, a unidade de conta do FMI.

	PIB	Inflação
<b>UEM</b>	<b>1,6</b>	<b>0,0</b>
Alemanha	1,7	0,1
França	1,1	0,1
Espanha	3,2	-0,6
Itália	0,8	0,1

Fonte: CE (Fevereiro de 2016)

Na zona euro, o PIB acelerou, com um crescimento de 1,6% no conjunto do ano, ligeiramente acima das expectativas de início do ano, em que terá havido um efeito positivo da política monetária não-convencional do BCE, em especial ao nível da confiança económica.

Em Janeiro de 2015, o BCE anunciou a terceira vertente do seu programa de aquisição de ativos financeiros, no âmbito do qual passou a adquirir dívida emitida por entidades públicas (nacionais e supranacionais), num montante global de 60 mil milhões de euros (incluindo os programas já em curso desde o final de 2014 de aquisição de obrigações hipotecárias e de securitizações de créditos).

Este programa, inicialmente previsto ser mantido até Setembro de 2016, foi prolongado, em Dezembro, até Março de 2017, ao mesmo tempo que o BCE disse começar a ponderar adquirir novos tipos de ativos financeiros. Já em 2016, o BCE anunciou estarem em estudo novas formas de reforçar a política não-convencional. Até ao final de Janeiro de 2016, o BCE adquiriu cerca de 700 mil milhões de euros de ativos, dos quais 600 mil milhões de dívida pública (e, destes, 11 mil milhões de dívida portuguesa).

A inflação, contudo, permaneceu claramente abaixo do objetivo do BCE, de “próximo, mas abaixo de 2,0%”, refletindo o “output gap” gerado durante a crise, o ajustamento estrutural em curso em alguns países, e os efeitos da descida do preço do petróleo. As medidas do BCE têm um impacto sobretudo ao nível das expectativas dos agentes económicos, no combate a expectativas deflacionistas.

Já em Dezembro, e fruto de nova descida das expectativas de inflação, o BCE desceu a taxa de depósito para -0,3%, colocando nova pressão adicional sobre as taxas de juro de curto prazo, assim como sobre a taxa de câmbio do euro.

Apesar da melhor dinâmica económica em 2015, houve um conjunto de percalços, na sequência da crise das dívidas soberanas, que entrou numa nova fase, na Grécia, onde se realizaram duas

eleições legislativas e um referendo, num contexto de deterioração das condições económicas e de elevada incerteza.

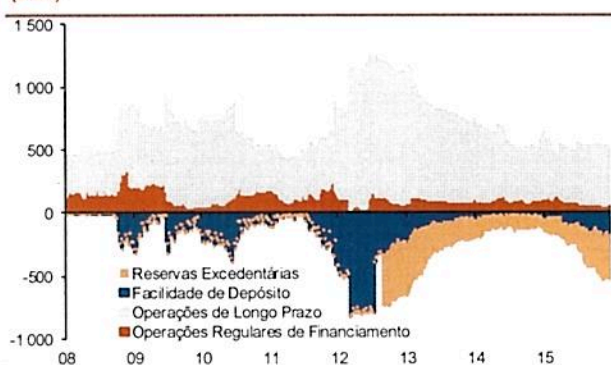
As primeiras eleições gerais, em Janeiro, resultaram na vitória do Syriza, após o que se seguiu um período de negociações para extensão do anterior programa, o qual se prolongou até Junho, sem que fosse alcançado um acordo. Nessa data, o Governo anunciou a realização de um referendo sobre as propostas das instituições europeias, que se realizou em 5 de Julho. O quadro de elevada incerteza que se verificou durante o primeiro semestre do ano resultou num agravamento da atividade económica, que voltou a contrair, e as contas públicas anularam o excedente primário gerado nos últimos meses de 2014.

A convocação do referendo gerou uma deterioração do sentimento económico e um movimento de corrida aos bancos, que levou à imposição, pelo Governo, de controlos de capitais (encerramento temporário dos bancos e limites aos levantamentos bancários), para travar a saída de depósitos (nos primeiros seis meses do ano, os depósitos de privados reduziram-se em quase 40 mil milhões de euros).

Apesar de uma expressiva maioria a favor do “não” às propostas, o agravamento da situação de liquidez da economia levou o Governo a solicitar um terceiro programa de apoio. Esse pedido foi aceite na Cimeira do Euro de 12 de Julho, num contexto político muito complexo, onde todos os cenários, incluindo o de saída temporária pela Grécia da zona euro, estiveram sobre em aberto.

Espanha e Irlanda voltaram a ser duas das economias mais dinâmicas da zona euro, com crescimentos de 3,2% e 6,9%, respetivamente. Espanha realizou eleições gerais, em Dezembro, que culminaram num Parlamento mais fragmentado, em que o PP voltou a ser o partido mais votado, mas sem possibilidade de formação de um governo sem um amplo apoio partidário.

Cedência de liquidez pelo BCE  
(€ bn)



Fonte: BCE

O programa de “quantitative easing” implementado pelo BCE, nas suas diferentes vertentes (aquisição de securitizações de créditos hipotecários, de obrigações hipotecárias e de dívida de

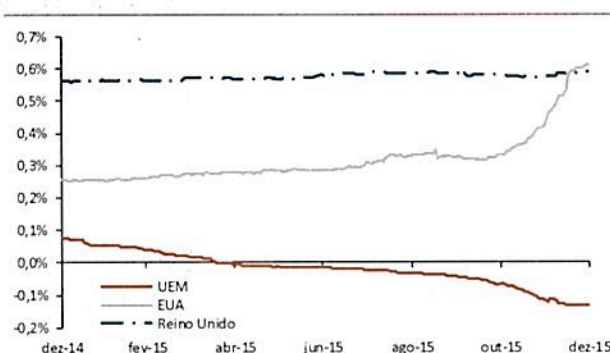
entidades do sector público) materializou-se num aumento da liquidez excedentária na economia. Em simultâneo, o programa de operações direcionadas de prazo alargado (TLTRO, na sigla inglesa) conduziu a um aumento do prazo das operações de refinanciamento junto do BCE, em detrimento de uma redução das operações de refinanciamento de prazo regular (MRO).

Em consequência do aumento da liquidez excedentária, num contexto de taxa de depósito negativa (desde junho de 2014, tendo descido para -0,3% em Dezembro de 2015), as taxas de juro de curto prazo foram progressivamente entrando em terreno negativo. No caso da taxa Euribor 3 meses isso ocorreu no final do primeiro trimestre, numa tendência que se manteria até ao final do ano. Ainda em 2015, também a taxa para o prazo dos 6 meses passaria a ser negativa.

Nos EUA, a Reserva Federal manteve sempre uma linha de discurso orientada para o início do ciclo de subida das taxas de juro de referência, que viria a concretizar apenas em Dezembro. Em antecipação, mas em especial no quarto trimestre, assistiu-se a uma subida das taxas de juro de curto prazo, com a taxa Libor 3 meses a atingir 0,6% no final do ano.

As taxas de juro da libra esterlina caracterizaram-se por uma relativa estabilidade, já que o Comité de Política Monetária do Banco de Inglaterra votou sistematicamente pela manutenção das taxas de juro de referência nos mínimos históricos, fruto das reduzidas pressões inflacionistas, e apesar do forte crescimento económico.

Taxas de Juro 3 Meses



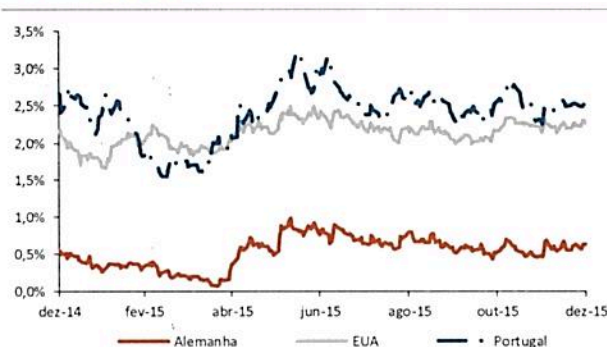
Fonte: Bloomberg

As taxas de juro de longo prazo, na zona euro, registaram uma tendência de descida durante os primeiros meses do ano, influenciadas pelo programa de aquisição de dívida pública implementado pelo BCE. A yield dos 10 anos reduziu-se para 0,1% na Alemanha e para 1,5% em Portugal, em Abril, para posteriormente rever tendência. Em Junho, as yields subiram para 1% na Alemanha e 3% em Portugal. Esta evolução refletiu dinâmicas distintas: por um lado um movimento generalizado de subida das taxas de juro de longo prazo, incluindo nos EUA; por outro lado, o agravamento da situação na Grécia, com o referendo ao programa de ajustamento e



subsequente convocatória de eleições antecipadas, que conduziram ao agravamento dos spreads de crédito na Europa, em especial nos países ditos “periféricos”.

Taxas de Juro 10 Anos



Fonte: Bloomberg

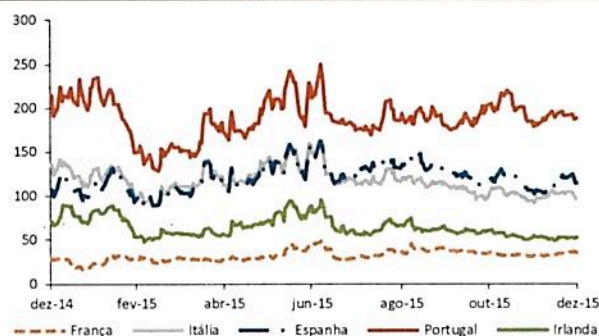
Efetivamente, os spreads de crédito soberano que tinham registado mínimos históricos durante o mês de Março, quando o BCE iniciou o programa de aquisição de dívida pública, e começaram a subir durante o segundo trimestre, com um agravamento total de cerca de 100pb para Portugal e de cerca de 50pb para Espanha e Itália, refletindo os efeitos de contágio da deterioração da situação económica e financeira na Grécia.

No decurso do segundo semestre, o spread de Portugal estabilizaria abaixo de 200pb, mas com um aumento da volatilidade associada ao processo eleitoral.

Também em Espanha se assistiu, no segundo semestre, a uma descolagem dos níveis de spread observados para a Itália, com as perspetivas eleitorais (primeiro com a vitória do Podemos e seus aliados nas eleições locais de Maio, depois com o “referendo” sobre a autodeterminação na Catalunha, em Setembro, e posteriormente com as eleições gerais de Dezembro) a influenciarem o sentimento dos investidores.



Diferenciais de taxas de juro de longo prazo face Alemanha (pb)



Fonte: Bloomberg

No mercado cambial, o euro continuou a depreciar face à generalidade das divisas, refletindo a maior divergência entre a política monetária do BCE e a dos principais bancos centrais dos países desenvolvidos. Com efeito, o BCE desceu a taxa de depósito para níveis negativos, e implementou um ambicioso programa de medidas não-convencionais, enquanto nos EUA e, em menor escala, no Reino Unido, as perspetivas eram de uma subida das taxas de juro de referência.

Face ao dólar, o euro terminou o ano a cotar em 1,09 dólares, depois de ter testado mínimos próximos de 1,05 (o nível mais fraco do euro desde 2003). Ainda que o BCE não tenha um objetivo cambial, houve certa coincidência entre o anúncio de alterações de política e os momentos em que o euro testava máximos do ano face ao dólar.

A taxa de câmbio efetivo do euro (que considera as divisas dos doze principais parceiros comerciais da zona euro) depreciou, em consonância, reforçando os mínimos de 2002.

No mercado cambial, destacaram-se dois eventos marcantes. Em Janeiro, o Banco Nacional da Suíça (SNB) abandonou a ligação que tinha com o euro (uma taxa de câmbio em redor de 1,2 francos por euro), após intervenções cambiais mais volumosas e em antecipação ao programa de “quantitative easing” do BCE, que poderia exigir mais intervenções por parte do SNB. Após uma apreciação até 0,96 francos por euro, assistiu-se a uma progressiva correção, fechando o ano em 1,09 francos.

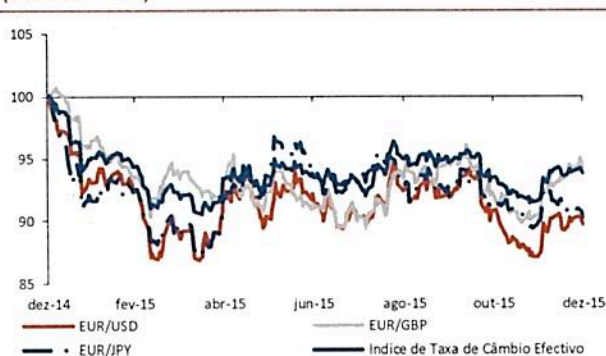
Em Agosto, a China alterou o regime cambial, com a fixação do câmbio de referência a refletir mais as variações diárias de mercado, o que resultou numa depreciação do yuan para cerca de 6,4 yuan por dólar (uma depreciação de 2%, muito superior às flutuações dos últimos anos).

Esta decisão foi adotada no período de maior volatilidade dos mercados acionistas e percecionada pelos investidores como um instrumento adicional para apoiar a recuperação da atividade económica.



Uma razão fundamental para que autoridades chinesas adotassem um regime cambial mais consonante com as dinâmicas de mercado foi a antecipação à decisão pelo FMI, em Novembro, de incluir o yuan no cabaz de referência dos “Direitos de Saque Especiais”, a unidade de conta do FMI, com efeitos a partir de 1 de Outubro de 2016.

**Principais Taxas de Câmbio**  
(Dez-2014 = 100)



Fonte: BCE

Os mercados acionistas registaram, em 2015, um comportamento caracterizado por uma maior volatilidade, em especial no segundo semestre do ano.

Nos primeiros meses, a generalidade dos mercados observou uma maior valorização, em antecipação às medidas expansionistas que o BCE viria a implementar a partir de Março. Os EUA foram a exceção, com a discussão recorrente sobre o início do ciclo de subida das taxas de juro de referência, assim como pela inesperada desaceleração da atividade económica no primeiro trimestre do ano.

No início do segundo semestre, as incertezas quanto à evolução da economia chinesa culminaram numa forte correção dos mercados, com desvalorizações pronunciadas que anularam os ganhos do início do ano, na Europa (e na China, já que durante todo o primeiro semestre os principais índices valorizaram de forma acentuada, apesar de já nesse período os dados económicos indicarem uma desaceleração da atividade). No final do ano, a tendência de valorização seria retomada, com valorizações de 3,9% na Europa e 9% no Japão.





**Mercados Accionistas**  
(Dez-14 = 100)



Fonte: Bloomberg

O mercado acionista português registou uma valorização de 10% no ano, sendo que no final do primeiro trimestre tinha registado uma valorização de cerca de 30%, após uma forte depreciação registada em 2014. O índice PSI20 beneficiou da dinâmica das empresas de retalho, utilities e indústria, com valorizações superiores a 30% no ano, enquanto, com uma dinâmica adversa, se destacaram o setor bancário (e que culminaria, em Dezembro, com a resolução do Banif) e de construção, bem como a situação específica da Pharol (ex-PT SGPS).

A generalidade das matérias-primas registou uma forte desvalorização ao longo do ano de 2015, num contexto de expectativas de abrandamento da economia mundial, em especial da China, que nos últimos anos tem sido o país responsável pelo maior crescimento da procura.

O petróleo foi a matéria-prima cuja descida de preço se tornou mais visível, desvalorizando para cerca de 35 dólares por barril no final do ano, o nível mais baixo desde 2004, ou seja, uma redução do preço de cerca de 40%. Ao longo do ano, e apesar das perspetivas de menor procura, os principais países produtores, nomeadamente a Arábia Saudita, decidiram manter a produção, mesmo tendo em consideração o reinício das exportações de crude pelo Irão.

O preço das demais matérias-primas evoluiu de forma similar, com uma clara tendência de depreciação, e caindo para mínimos históricos.

O ouro também corrigiu para mínimos históricos, ligeiramente acima dos 1,050 dólares por onça no final do ano, sendo que apenas viria a assumir papel de refúgio mais claro já em 2016, quando a generalidade dos mercados acionistas corrigiu em baixa.



Preços do petróleo Brent, em dólares por barril e Índice de matérias-primas (variação homóloga)



Fonte: Bloomberg

## Economia Portuguesa

A economia portuguesa, em 2015, consolidou a trajetória de recuperação iniciada em meados de 2013, com o PIB a crescer 1,5%, acelerando face aos 0,9% registados em 2014, e após a contração acumulada de 6,8% observada entre 2010 e 2013.

### Dados Macroeconómicos

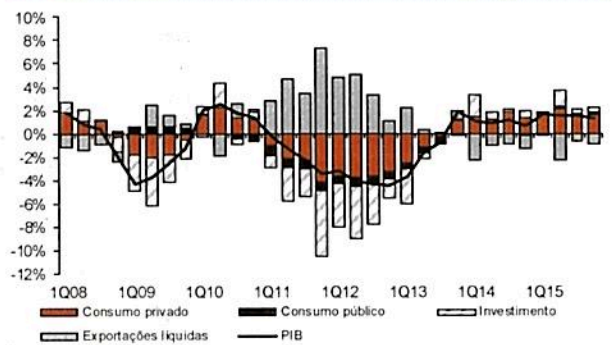
	2013	2014	2015
<b>PIB</b>	<b>-1,1</b>	<b>0,9</b>	<b>1,5</b>
Consumo Privado	-1,2	2,2	2,6
Consumo Público	-2,0	-0,5	0,8
Investimento	-5,1	5,5	3,6
Exportações	7,0	3,9	5,1
Importações	4,7	7,2	7,3
Inflação média	0,3	-0,3	0,5
Desemprego	16,2	13,9	12,4
Saldo Orçamental (% do PIB)	-4,8	-4,4	-3,2
Dívida pública (% do PIB)	129,0	130,2	128,9
Bal. Corrente e Capital (% do PIB)	3,1	1,6	1,7

Fonte: INE, Banco de Portugal, Ministério das Finanças

No entanto, a dinâmica de crescimento não foi uniforme ao longo do ano, com o crescimento homólogo de cerca de 1,7% no início do ano e a desacelerar para cerca de 1,3% no último trimestre do ano, sobretudo devido a um abrandamento do investimento. No conjunto do ano, o crescimento económico foi claramente suportado pela procura interna, em especial pelo consumo privado, já que as exportações líquidas tiveram um contributo negativo para o crescimento, como já tinha ocorrido em 2014.



### Contributos para o Crescimento do PIB (tvh)

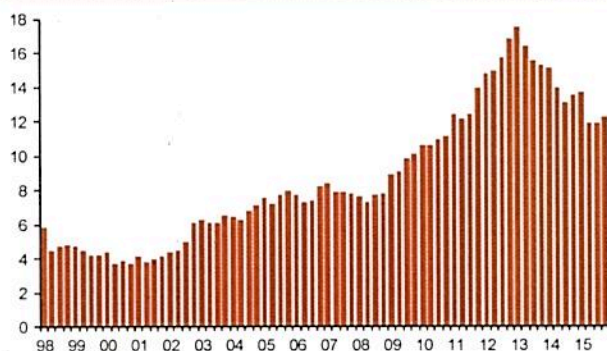


Fonte: INE

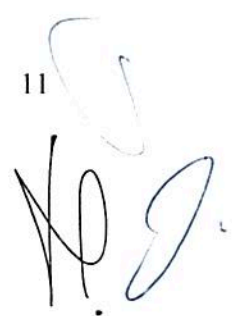
O consumo privado cresceu 2,6%, beneficiando da melhor evolução da despesa em bens duradouros, sobretudo no primeiro semestre, período durante o qual esta componente cresceu cerca de 15% em termos homólogos, em linha com o forte dinamismo das vendas de automóveis ligeiros. No segundo semestre, apesar de o ritmo de expansão se ter mantido forte, assistiu-se a uma ligeira desaceleração. As restantes componentes do consumo (bens alimentares e bens e serviços correntes não alimentares) mantiveram ritmos de crescimento sustentados, em redor de 2,5%, em média anual. O mais forte crescimento do consumo foi acompanhado de uma descida da taxa de poupança, para cerca de 4% do rendimento disponível.

A taxa de desemprego desceu para 12,2% no quarto trimestre de 2015, mantendo a tendência de redução iniciada no primeiro trimestre de 2013, mas verificando-se uma moderação do ritmo de descida, em linha com o abrandamento do crescimento económico, em especial do investimento.

### Taxa de Desemprego



Fonte: INE

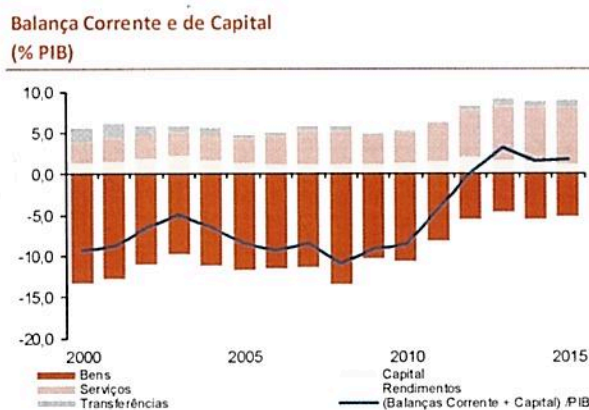


O investimento, com efeito, foi a variável que menos contribuiu para o crescimento, em especial durante o segundo semestre do ano, quando registou dois trimestres de contração em cadeia. Esta evolução resultou da redução da despesa de capital em máquinas e equipamentos, assim como em material de transporte, que tinham tido uma evolução bastante positiva nos trimestres anteriores. A aproximação do ato eleitoral e incerteza associada poderão ter contribuído para algum adiamento de decisões de investimento, mas para as quais continuam a existir fundamentações, sobretudo ao nível das empresas exportadoras, como se pode concluir do inquérito ao investimento, realizado pelo Instituto Nacional de Estatística.

A procura externa líquida manteve, ao longo de 2015, um contributo negativo para o crescimento, prolongando a tendência já observada durante o ano de 2014. No entanto, as exportações de bens e serviços tiveram uma performance bastante positiva, com um crescimento anual de 5,1%, em termos reais, registando assim uma clara aceleração face ao ano transato. Contudo, no segundo semestre, ocorreu uma desaceleração das vendas para o exterior, na sequência do abrandamento em alguns mercados de relevo, em especial para Angola.

As importações cresceram 7,3% em 2015, acelerando marginalmente face a 2014, mas numa tendência marcada pelo mais forte crescimento no primeiro semestre do ano, já que na segunda metade de 2015 as compras ao exterior cresceram cerca de 5%. As importações de bens de investimento continuaram a ter o maior contributo para o crescimento das importações, mas também as aquisições de bens de consumo foram dinâmicas.

A balança de bens e serviços reforçou a posição excedentária, para 1,7% do PIB, consolidando assim a correção do desequilíbrio externo iniciada durante o período de ajustamento económico, destacando-se a clara melhoria do saldo de bens e serviços, com Portugal a ganhar, um ano mais, quota de mercado externo. Apesar do ainda elevado endividamento externo, o défice da balança de rendimentos tem-se mantido em redor de 2% do PIB.



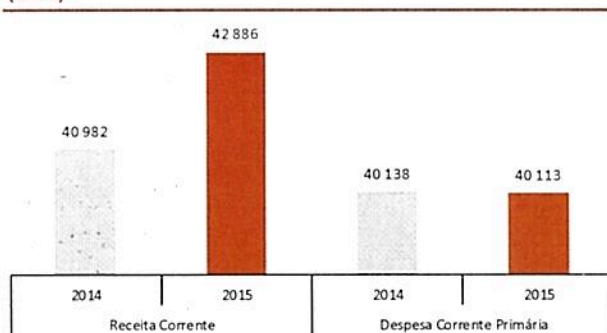
A posição de investimento internacional continua a evoluir positivamente, em linha com a melhoria do saldo externo, com uma redução da situação negativa para 109,4%, uma redução de 4,9pp face a 2014.

A execução orçamental de 2015, na ótica da contabilidade nacional, registou um défice de 4,2% do PIB, mas influenciado por fatores pontuais, como seja a resolução do Banif, implementada já no final de Dezembro. Sem o impacto desta operação (1,2pp do PIB e de outros fatores pontuais) o défice terá sido de 3,1%, uma redução face aos 4,5% registados em 2014.

A receita fiscal cresceu cerca de 5% em 2015, fruto sobretudo da dinâmica dos impostos indiretos e, em especial do IVA, que cresceu 7,4%. A receita de IRS caiu 1,3%, fruto das alterações ao Código do IRS, mas também devido ao impacto que a descida das taxas de juro teve sobre o imposto arrecadado sobre os depósitos de particulares.

A despesa primária contraiu 0,1%, fruto da descida da despesa com pessoal, mesmo considerando o impacto da reposição salarial que iniciou no ano de 2015.

Receita Corrente e Despesa Corrente Primária  
(€ mn)

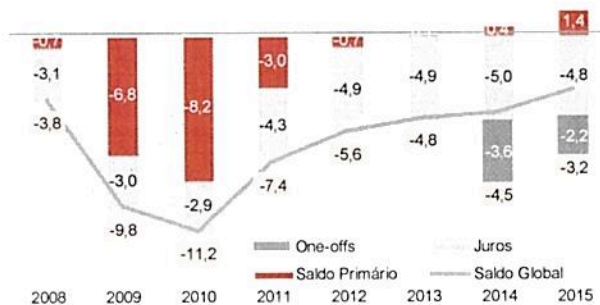


Fonte: Ministério das Finanças

Em contabilidade nacional, nos anos de 2014 e 2015, o saldo orçamental esteve afetado pelas medidas de resolução aplicadas ao BES e Banif, respetivamente. Em 2014, foi registado o empréstimo do Estado ao Fundo de Resolução, no montante de 3,9 mil milhões de euros, e em 2015 foi registada a injeção de liquidez no montante de 2,2 mil milhões de euros. São medidas não-recorrentes, que não afetam a dinâmica orçamental de base.

Estas mantiveram uma trajetória de melhoria sustentada, como refletido no aumento do excedente do saldo primário para 1,4% do PIB, após dois anos em que o saldo já esteve próximo do equilíbrio.

Défice Orçamental  
(% PIB)



Fonte: Ministério das Finanças

A notação de risco da República foi revisto em alta pela agência Standard and Poors, para BB+ (um nível abaixo do nível de investment grade), com outlook estável. As demais agências mantiveram o rating inalterado.

Durante o ano, o Tesouro manteve o regular acesso aos mercados financeiros internacionais, e tirando proveito da descida das taxas de juro de longo prazo para emitir um maior volume de dívida de longo prazo e amortizar antecipadamente os empréstimos ao FMI. Deste modo, em 2015, o Tesouro emitiu, em termos líquidos, quase 13 mil milhões de euros de Obrigações do Tesouro, e amortizou 8,5 mil milhões de euros do empréstimo do FMI.

As principais condicionantes do setor financeiro, em 2015, estiveram relacionadas, por um lado, com o processo de venda do Novo Banco, que veio a ser cancelado em Setembro, para posteriormente ser retomado em 2016.

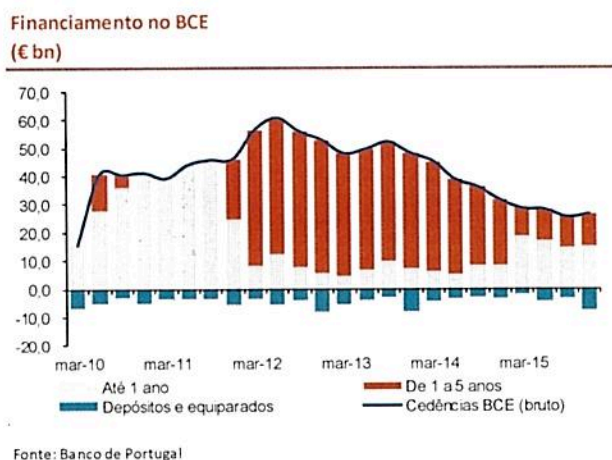
Por outro lado, em Dezembro, e após um processo inconclusivo de venda da participação do Estado, o Banif foi alvo de uma medida de resolução, por parte do Banco de Portugal, ao abrigo da qual parte dos ativos e passivos da instituição foram vendidos ao Banco Santander Totta.

Estas alterações no setor financeiro tiveram repercussões sobre a evolução do stock de crédito, mas em particular no crédito a empresas, já que houve um processo de “carve out” de créditos em situação de incumprimento, assim como de créditos a setores específicos de atividade (como os de construção e atividades imobiliárias). Em consequência, o crédito a empresas acentuou o ritmo de contração no mês de Dezembro, com uma queda anual de cerca de 5%.

Ao longo do ano, os fluxos de novo crédito a particulares aumentaram de forma pronunciada, quase duplicando face aos volumes produzidos em 2014. No entanto, permanecem ainda muito abaixo dos níveis de produção verificados antes da crise e do processo de ajustamento. Ao nível do crédito a empresas, os volumes mantiveram-se estáveis durante quase todo o ano, sendo perceptível um aumento ligeiro no último trimestre do ano.



O setor financeiro nacional continuou a reduzir o financiamento junto do BCE, apesar dos programas de cedência de liquidez e de “quantitative easing” que esta instituição manteve durante o ano. O crescimento dos depósitos de particulares e a redução do crédito permitiram continuar o processo de desalavancagem do setor, que em Setembro tinha um rácio crédito/depósitos de 104%. No final do ano, os bancos nacionais estavam financiados em 26,1 mil milhões de euros (20 mil milhões quando ajustado dos depósitos junto do BCE, o que compara com 27,7 mil milhões no final de 2014).



### Governo Societário

1. O capital social da sociedade é integralmente detido pela sociedade Santander AM Holding SL, cuja sede se situa em Boadilla del Monte, Avenida de Cantábria S/N – Ciudad Grupo Santander, registada no Registro Mercantil de Madrid em Hoja M-202065, Tomo 12663, Folio 161, No. (CIF) B-81888216.
2. As ações representativas do capital são todas das mesmas espécies e categoria, conferindo iguais direitos aos respectivos titulares, incluindo o direito de voto e o de participação nos lucros.  
Não há, consequentemente, ações privilegiadas de nenhum tipo.

A transmissão de ações entre accionistas é livre. A transmissão de ações a terceiros é limitada pelo direito estatutário de preferência a favor dos accionistas, conferido e regulado no artigo sexto do contrato de sociedade.

Não está consagrado nenhum sistema de participação dos trabalhadores no capital da Sociedade.



3. Sem embargo do exposto no número anterior, nos termos estatutários, é atribuído um voto a cada cem acções.  
Para que os accionistas tenham direito a participar na Assembleia Geral devem comprovar o registo ou depósito de, pelo menos, cem acções na sociedade, desde o oitavo dia anterior à data de realização da mesma.
4. Uma vez que o capital está concentrado na titularidade de um único accionista, não existem, naturalmente, acordos parassociais.
5. A Sociedade está organicamente estruturada na modalidade prevista no art. 278º, nº 1. al. a) do Código das Sociedades Comerciais (CSC).

São órgãos sociais: a Assembleia Geral, o Conselho de Administração e um Fiscal Único.

Os mandatos dos órgãos sociais têm a duração ordinária de três anos.

O Conselho de Administração reúne, pelo menos, uma vez por trimestre e sempre que for convocado pelo respectivo Presidente ou por dois Administradores.

Não estão conferidos ao Conselho de Administração poderes para deliberar aumentos do capital social da sociedade.

Não estão também definidas regras especiais relativas à nomeação e substituição dos Administradores, bem como quanto a alterações estatutárias, aplicando-se a Lei Geral nestas matérias.

6. Não estão estabelecidos pela sociedade quaisquer acordos cuja entrada em vigor esteja dependente da modificação da composição accionista da sociedade ou que sejam alterados ou cessem na decorrência dela.

No âmbito do normal exercício da actividade, nas suas diversas componentes, há, contudo, contratos que conferem à contraparte o direito de os resolver na eventualidade de ocorrer a mudança de controlo accionista da sociedade, em linha com o que é corrente e comum na prática comercial.

Doutra parte, não existem acordos que confirmam aos titulares da Administração ou a trabalhadores direito à indemnização quando a cessação do vínculo que os liga à Instituição resulte da sua própria iniciativa, de destituição ou despedimento com justa causa ou ocorra na sequência de uma oferta pública de aquisição.

7. A Santander Asset Management, SGFIM, S.A. encontra-se estruturada segundo o seguinte modelo de funcionamento:

#### Gestão de Investimentos Mobiliários

SANTANDER ASSET MANAGEMENT – Sociedade Gestora de Fundos de Investimento Mobiliário SA  
Sede: Rua da Mesquita, n.º 6, freguesia de São Sebastião da Pedreira 1070-238 Lisboa – Portugal  
Tel: 21 370 4000 Fax: 21 370 58 78  
Capital Social: € 17.116.510,00 – NIPC : 502.330.597– C.R.C. Lisboa nº 502.330.597 (anterior 1759)





Foi celebrado a 30 de Abril de 2012, um contrato de subcontratação da gestão de activos tal como prevista no artigo 35º do DL 252/2003, entre a Santander Asset Management, SGFIM, S.A e a Santander Asset Management, S.A, SGIIC (adiante SAM Madrid), com sede em Madrid.

Este contrato foi alterado a 17 de Dezembro de 2013, tendo sido retirada do mandato a subcontratação da gestão de activos dos produtos de seguros. Assim, a gestão destes produtos regressou à Santander Asset Management, SGFIM, sem prejuízo de ter sido simultaneamente celebrado um contrato de advisory entre a Santander Asset Management, SGFIM e a Santander Asset Management, S.A, SGIIC para estes produtos. Adicionalmente, este mesmo contrato passou a incluir advisory para carteiras de gestão discricionária.

Foi igualmente celebrado a 17 de Dezembro de 2013 um novo contrato de distribuição com o Banco Santander Totta, SA.

A 26 de fevereiro de 2014 foi celebrado um contrato de subcontratação, para a gama de Fundos Select e Private, entre a SAM, a SAM Madrid e a SAM UK Limited para os fundos Santander Private e Santander Select.

De acordo com o previsto no Regime Geral dos Organismos de Investimento Colectivo, cabe à Santander Asset Management SGFIM SA a definição periódica e regular dos critérios de investimento e respectivas políticas de investimento de cada um dos fundos, mantendo de igual forma o controlo sobre a gestão, podendo proceder aos ajustamentos eventualmente necessários sempre que sejam considerados adequados no interesse dos participantes. Assim, a Santander Asset Management SGFIM SA permanece com toda a capacidade de actuação necessária à prossecução dos melhores interesses de cada um dos fundos e respectivos participantes.

Departamento de Investimento de Carteiras – Tem responsabilidades ao nível da gestão de todas as carteiras de gestão discricionária de clientes do Private Banking do Banco Santander Totta SA em Portugal e de clientes institucionais, nomeadamente a função de decisão sobre os investimentos efetuados. A 17 de Dezembro de 2013, a sociedade assumiu a gestão da carteira de seguros, com advising da SAM Espanha, tendo tido um prazo de implementação de dois meses. As funções de gestão incluem a decisão sobre os investimentos efetuados, o controlo e monitorização de investimentos realizados e igualmente a transmissão e acompanhamento de ordens de execução aos respetivos agentes de mercado.

Departamento Comercial e de Produto – É responsável pela conceção e estruturação de novos Fundos Mobiliários, pela adequação da gama às necessidades do mercado e pelo acompanhamento dos produtos em comercialização.  
Assegura também as relações com as entidades comercializadoras e com clientes institucionais.

#### Gestão de Investimentos Imobiliários

Departamento de Investimento FII – Apoia diretamente o Administrador-Executivo em toda a área referente a investimentos em imóveis, sua gestão e comercialização. De entre esta função avulta a participação ativa na prospeção do mercado imobiliário e na procura de soluções

imobiliárias alternativas, contribuindo assim, com o seu parecer, para a tomada de decisões imobiliárias. Analisa e dá parecer sobre todos os assuntos referentes a imóveis que lhes são submetidos pelo Conselho de Administração. De entre estes, releva-se a prospeção de hipóteses de negócios imobiliários, bem como atos preparatórios das decisões a tomar.

Divisão de Gestão de Imóveis - É nesta área que se concentram todos os assuntos relacionados com a gestão e manutenção de imóveis dos vários Fundos, preparando cadernos de encargos para obras e acudindo às solicitações dos diversos inquilinos, orientando, ainda, diretamente o apoio administrativo nesta área. Tem a responsabilidade pelo acompanhamento e análise de todos os processos relacionados com a avaliação, efetuada por peritos independentes, relacionada com os ativos imobiliários do Fundo.

Divisão de Gestão Operativa de Imóveis - Tem responsabilidade do fornecimento de informação de apoio à gestão de fundos imobiliários. Foca-se essencialmente nos imóveis que compõe as carteiras dos fundos efetuando vários tipos de análises (yields, peso por inquilino, concentração por tipo de imóveis, concentração geográfica, etc...).

#### Suporte e Controlo

Departamento de Operações – É responsável pelo processamento operacional, o que inclui a movimentação dos fluxos de fundos e carteiras com as outras instituições, pela movimentação dos títulos, pelo correto registo das operações realizadas e pela atualização diária da composição das carteiras de fundos e das carteiras dos mandatos de gestão, e o cálculo diário do valor das unidades de participação para todos os fundos.

Departamento de Controlo de Riscos - É responsável por controlar as atividades da Sociedade em todas as suas vertentes, nomeadamente, realizar o controlo financeiro dos resultados dos Fundos, efetuar o controlo dos procedimentos operativos, controlar os riscos, rácios legais e regulamentares resultantes do funcionamento da sua atividade. É também responsável pela produção da informação apresentada ao Comité de Riscos bem como assegurar o cumprimento de todas as decisões tomadas em Comité de Compliance, nomeadamente o seguimento das alterações legislativas com impacto nos Fundos de Investimento e demais carteiras geridas, pedidos das entidades de Supervisão e respetivo acompanhamento, seguimento dos Relatórios de Controlo e obrigações de reporte.

É responsável ainda pelo acompanhamento das reuniões do Conselho de Administração. No 2º semestre de 2011, foram reforçados os poderes de independência da Departamento de Riscos, passando esta a reportar à Área de Riscos de Global da SAM, reforçando a sua independência perante o Conselho de Administração. Esta solução, recomendada pelo Conselho de Administração, visou salvaguardar a adequada segregação de funções, contribuindo para uma separação precisa entre funções conflituantes.

Área de Assuntos Jurídicos - Presentemente a assessoria jurídica da sociedade é assegurada pela Direcção de Coordenação de Assessoria Jurídica ao Negócio do Banco Santander Totta, que exerce, neste domínio, funções transversais a várias das sociedades do Grupo em Portugal, sem prejuízo de poder recorrer a advogados ou assessoria externa, o que no presente momento ocorre de forma regular.



Área de Contabilidade – É responsável pelo correcto tratamento contabilístico, assim como pela preparação das demonstrações financeiras da sociedade. É responsável também pelo controlo e emissão da informação contabilística e estatística aos órgãos de supervisão e centrais do Grupo. Esta função é assegurada por uma empresa externa subcontratada.

### **Funções**

#### *a) Gestão de Riscos*

Em 2015 a função de Gestão de Riscos manteve a sua característica de âmbito transversal inerente à inserção em um Grupo. A função está corporizada no Gabinete de Controlo / Função Gestão de Riscos (GCFGR), constituído na orgânica do BST, e mantém uma óptica transversal e de serviço comum, nomeadamente, à SAM, à Santander Pensões, SGFP, SA e ao BST.

A função tem por missão geral assegurar o funcionamento eficiente e adequado do modelo de controlo interno, visando avaliar a relevância dos riscos incorridos e o grau de eficácia das medidas adoptadas para o seu controlo, mitigação e superação. De destacar que, conforme exposto nos pontos anteriores, a sociedade dispõe dos seus próprios sistemas de controlo destinados à avaliação e medida dos riscos os quais são independentes das áreas de que tomam as decisões ou que assumem os riscos.

A FGR foi criada com o mais alto nível de independência, ou seja, sem responsabilidade directa sobre qualquer função de execução ou de controlo de primeira ou segunda linha sobre as actividades a avaliar, ficando assim com toda a capacidade para verificar a aplicação efectiva do sistema de gestão de riscos e o grau de eficácia das medidas adoptadas para o seu controlo, mitigação e superação.

A Administração conferiu a este órgão, os mais amplos poderes na sua aplicação, baseando a sua actividade na lei e na aplicação dos seguintes princípios e deveres:

- Acesso pleno a todas as actividades da instituição bem como a toda informação considerada relevante, nomeadamente aos relatórios de auditoria;
- Independência relativamente às áreas avaliadas;
- Imparcialidade, integridade e objectividade;
- Reserva no uso da informação utilizada e das conclusões obtidas as quais, sem prejuízo dos deveres de informação às autoridades ou supervisores, devem ser apresentadas à Administração;
- Promoção de um adequado e eficiente nível de controlo interno extensível a toda a organização, tendo em consideração os diferentes riscos envolvidos, nomeadamente, os riscos de Crédito, Mercado, Liquidez, Cambial, Taxa de Juro, Liquidação, Operacional, Tecnológico, Cumprimento, Reputacional e Estratégico, sem prejuízo de outros que em juízo da instituição se possam revelar materiais;

