

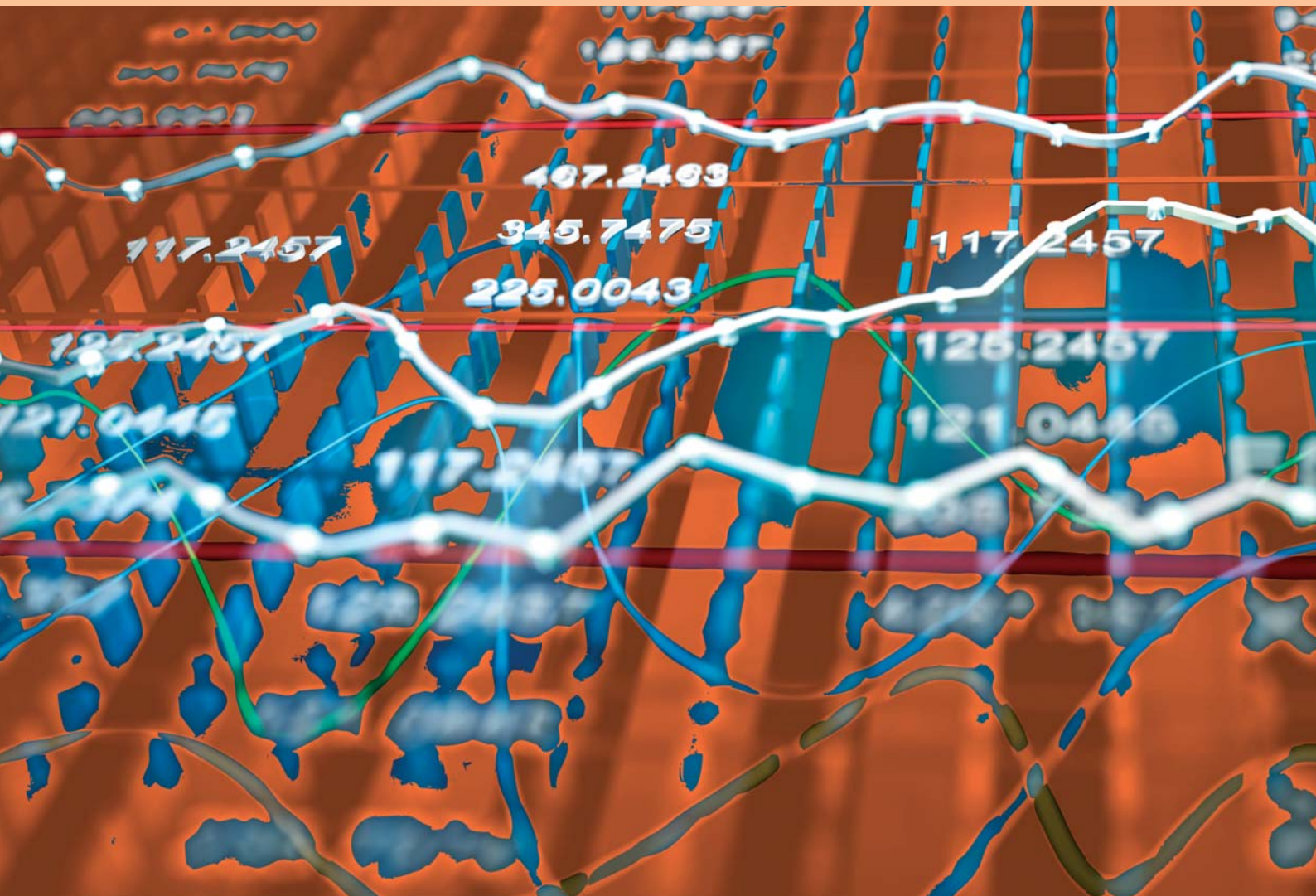
# Análise de Riscos do Setor Segurador e dos Fundos de Pensões

2015



ASF  
Autoridade de Supervisão  
de Seguros e Fundos de Pensões

Julho de 2015



## Ficha Técnica

**Título**

Análise de Riscos do Setor Segurador e dos Fundos de Pensões 2015

**Edição**

Autoridade de Supervisão de Seguros e Fundos de Pensões

Av. da República, n.º 76  
1600-205 Lisboa  
Portugal

Telefone: 21 790 31 00  
Endereço eletrónico: [asf@asf.com.pt](mailto:asf@asf.com.pt)

[www.asf.com.pt](http://www.asf.com.pt)

Ano de Edição: 2015

# **Análise de Riscos do Setor Segurador e dos Fundos de Pensões 2015**

**Autoridade de Supervisão de Seguros e Fundos de Pensões**

Lisboa, julho de 2015

Disponível em [www.asf.com.pt](http://www.asf.com.pt)





**JOSÉ FIGUEIREDO ALMAÇA**

Presidente da Autoridade de Supervisão  
de Seguros e Fundos de Pensões

A presente edição da publicação “Análise de Riscos do Setor Segurador e dos Fundos de Pensões” é a primeira a ser produzida após as alterações estatutárias de que resultou a nova designação da Autoridade de Supervisão de Seguros e Fundos de Pensões (ASF).

Em linha com os números anteriores, esta quinta edição procede à identificação dos principais riscos e desafios que o setor segurador e de fundos de pensões enfrenta, sob a perspetiva macroprudencial, no atual panorama nacional e europeu.

Não obstante os sinais positivos evidenciados pela economia portuguesa, os recentes desenvolvimentos na Grécia fizeram ressurgir preocupações quanto à sustentabilidade da dívida soberana dos países periféricos, com reflexo imediato nos prémios de risco cobrados pelos investidores e alguma turbulência nos mercados acionistas.

Ainda que à escala europeia, incluindo Portugal, a exposição direta do setor à dívida grega seja reduzida, o contágio por efeitos de segunda ordem, traduzido numa possível reversão abrupta dos preços dos ativos financeiros, constitui, assim, no imediato, o principal risco para o setor. No caso do setor segurador, a materialização deste risco vem aumentar as pressões num contexto já desafiante, de transição para o regime Solvência II, a implementar a partir de 1 de janeiro de 2016.

Neste âmbito, os operadores devem continuar a prosseguir as políticas/estratégias de diversificação das suas carteiras de ativos, de revisão e adaptação dos modelos de negócio e, em simultâneo, assegurar a capitalização adequada, não só para fazer face às exigências do novo regime, mas também para desenvolver uma elevada capacidade de resiliência às fragilidades e incertezas que permanecem a nível internacional.

Para o efeito, é desejável que, neste período, as empresas de seguros mantenham a monitorização tempestiva dos principais riscos a que se encontram expostas e adotem políticas de retenção de resultados prudentes e adequadas à cobertura dos futuros requisitos de capital de solvência.

Por último, importa salientar o importante contributo do setor segurador e dos fundos de pensões para a manutenção da estabilidade do sistema financeiro português ao longo da recente crise financeira, num contexto de incerteza macroeconómica, mas também o seu decisivo papel no apoio à retoma da economia nacional.

Lisboa, julho de 2015.

## Índice

Nota do Presidente.....	3
Glossário .....	6
1 Sumário executivo .....	7
2 Riscos macroprudenciais .....	11
2.1 Ambiente macroeconómico .....	12
2.2 Ambiente de baixas taxas de juro.....	14
2.3 Risco de reversão abrupta das <i>yields</i> .....	16
2.3.1 Análise evolutiva das carteiras de investimento.....	17
2.3.2 Exposição à dívida pública portuguesa.....	18
2.3.3 Interligações com o setor financeiro português .....	21
3 Evolução do setor segurador.....	26
3.1 Rendibilidade e solvabilidade .....	26
3.2 Atividade Vida .....	28
3.3 Atividade Não-Vida .....	30
3.3.1 Produção e sinistralidade .....	30
3.3.2 Evolução da exploração do ramo Automóvel .....	32
3.3.3 Evolução da exploração da modalidade Acidentes de Trabalho.....	33
3.3.4 Evolução da exploração do grupo de ramos de Incêndio e Outros Danos... 34	
4 Evolução do setor dos fundos de pensões .....	36
5 Avaliação dos riscos do setor .....	38
5.1 Inquérito qualitativo sobre a avaliação dos riscos do setor segurador e dos fundos de pensões .....	38
5.2 Avaliação dos riscos do setor segurador .....	46
5.3 Avaliação dos riscos do setor dos fundos de pensões.....	47
6 Análises temáticas .....	49
6.1 Análise do impacto da introdução do risco da dívida soberana no cálculo do SCR .....	49
6.1.1 Análise dos resultados.....	50
6.1.2 Conclusões.....	52
6.2 Análise do grau de preparação das empresas de seguros para a implementação do regime Solvência II.....	54

## Glossário

ARES	Avaliação do Risco das Empresas de Seguros
ASF	Autoridade de Supervisão de Seguros e Fundos de Pensões
BCE	Banco Central Europeu
BdP	Banco de Portugal
CDS	<i>Credit Default Swap</i>
CQS	<i>Credit Quality Step</i>
EIOPA	European Insurance and Occupational Pensions Authority
FMI	Fundo Monetário Internacional
INE	Instituto Nacional de Estatística
IRS	Imposto sobre o Rendimento das Pessoas Singulares
PAEF	Programa de Assistência Económica e Financeira
PDE	Procedimento dos Défices Excessivos
PIB	Produto Interno Bruto
PPR	Planos Poupança-Reforma
SCR	<i>Solvency Capital Requirement</i>
SGFP	Sociedade Gestora de Fundos de Pensões
UP	Unidade de Participação
YTM	<i>Yield to Maturity</i>



## 1 Sumário executivo

A menos de 6 meses da adoção do novo regime de solvência (Solvência II), o setor segurador nacional continua a operar numa conjuntura de elevada incerteza, à luz dos atuais contextos macroeconómico e geopolítico.

No último triénio, a rendibilidade e a solvência dos operadores sob a supervisão da ASF foram influenciadas pela forte valorização das respetivas carteiras de investimentos, em particular dos títulos de dívida pública portuguesa e das obrigações privadas emitidas pelos principais bancos nacionais.

Tem-se constatado o importante papel estabilizador do setor segurador nacional durante a crise financeira, tendo servido de fonte de financiamento e de liquidez para outras instituições financeiras, nomeadamente ao nível do próprio grupo financeiro. Nesse período, foi possível proceder à distribuição de resultados e reservas no montante global de quase 2 mil milhões de euros<sup>1</sup>.

No contexto do atual regime, as empresas de seguros têm mantido níveis de solvência muito confortáveis, embora tenham agravado os respetivos perfis de risco face a períodos pré-crise, designadamente por via da concentração em ativos do mesmo grupo económico. Contudo, o ano de 2014 evidenciou uma tendência de diminuição desses níveis de concentração.

A par do cumprimento com sucesso do Programa de Assistência Económica e Financeira (PAEF) e dos sinais positivos evidenciados em matéria de crescimento, emprego e endividamento, a política acomodatória agressiva prosseguida pelo BCE para controlar os riscos de deflação na área do Euro promoveu uma descida acentuada das *yields* dos títulos obrigacionistas para níveis historicamente reduzidos e, em alguns casos, mesmo negativos, descida essa que poderá ter chegado ao fim.

O recente movimento de subida das *yields*, espelhando os últimos desenvolvimentos da situação na Grécia, pode marcar o início de uma inversão, atentos à elevada volatilidade e à reduzida liquidez que se observa nos mercados financeiros de dívida, que se poderá igualmente estender aos mercados acionistas.

As empresas e os grupos de seguros encontram-se atualmente em processo de revisão profunda das suas estratégias de negócio e de investimento, no sentido da sua adaptação ao novo regime de solvência. No decurso deste processo, os operadores devem ter presente que o efeito combinado de um ambiente prolongado de baixas taxas de juro e de uma reversão abrupta dos preços dos ativos (*double-hit scenario*) afigura-se como um cenário com probabilidade de ocorrência, e que o mesmo

---





<sup>1</sup> Dos quais 347 milhões respeitam a dividendos distribuídos em 2015 relativos ao exercício de 2014.



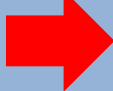

apresenta um potencial para afetar de forma significativa o setor, podendo comportar exigências adicionais, em matéria de aumento dos fundos próprios ou de redução dos riscos em carteira, na fase de transição para o Solvência II.

Neste contexto, é igualmente relevante para a ASF manter a monitorização dos riscos de conduta, potenciados por situações de conflitos de interesses e outros incentivos de foro regulatório, e da sustentabilidade do negócio segurador face a pressões concorrenciais, tendo em vista a salvaguarda dos interesses dos tomadores de seguros e dos beneficiários, bem como a manutenção da estabilidade financeira do setor.

Ainda numa lógica transversal, continua a merecer destaque o acompanhamento circunstanciado à modalidade de Acidentes de Trabalho, sendo necessário prosseguir e, em alguns casos, reforçar as ações concretas que têm vindo a ser tomadas pelos operadores para corrigir os desequilíbrios identificados.

**Figura 1.1** – Painel de riscos

Avaliação da evolução dos principais riscos		
Riscos decorrentes do enquadramento macroeconómico e da evolução dos mercados financeiros		
Macroeconómicos	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Ligeira melhoria das perspetivas de crescimento na área do Euro e de controlo das expectativas de deflação.</li> <li>• Manutenção de elevados níveis de desemprego e de endividamento.</li> <li>• Aumento dos riscos geopolíticos.</li> </ul>	
Mercado	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Persistência do ambiente de baixas taxas de juro intensificado pelas políticas monetárias centrais.</li> <li>• Aumento da proporção das carteiras de investimentos exposta ao risco acionista, observando-se um incremento significativo da volatilidade dos principais mercados acionistas.</li> </ul>	
Crédito	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Aumento dos prémios de risco da dívida soberana e dos principais bancos nacionais, indiciando uma possível reversão dos preços desses ativos.</li> <li>• Deterioração da qualidade creditícia das carteiras obrigacionistas em resultado do <i>downgrade</i> de alguns emittentes e/ou de alguns comportamentos de <i>search-for-yield</i>.</li> </ul>	
Interligações	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Continuação da tendência de diminuição da concentração em ativos do próprio grupo económico, ainda que se tenha observado um aumento da exposição aos novos acionistas.</li> </ul>	

Riscos decorrentes da evolução da atividade seguradora e dos fundos de pensões		
Solvência e Rendibilidade	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Manutenção dos rácios de Solvência I em níveis confortáveis.</li> <li>• Incerteza quanto à evolução do rácio global de solvência no novo regime, atendendo, por um lado, à redução gradual do risco de concentração e ao aumento dos riscos acionista e cambial e, por outro lado, ao impacto da redução das taxas de juro na valorização das responsabilidades.</li> <li>• Apesar da diminuição dos resultados líquidos do setor face a 2013, o rendimento integral cresceu em igual período.</li> <li>• Manutenção dos níveis de financiamento dos fundos de pensões.</li> </ul>	
Ramo Vida	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Aumento da produção, embora se mantenham as pressões ao nível da atratividade e rentabilidade dos novos produtos e das preocupações em matéria de risco de reinvestimento decorrentes da atual conjuntura.</li> <li>• Aumento do volume de resgates face ao período homólogo, invertendo-se a tendência de decréscimo dos períodos anteriores.</li> </ul>	
Ramos Não Vida	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Crescimento homólogo da produção, particularmente na modalidade Acidentes de Trabalho e no ramo Doença, contrariando a tendência dos últimos anos.</li> <li>• Redução dos custos com sinistros globais, principalmente para o grupo de ramos Incêndio e Outros Danos.</li> <li>• Persiste a necessidade de correção dos desequilíbrios técnicos da modalidade Acidentes de Trabalho.</li> <li>• Aumento moderado da sinistralidade do ramo Automóvel, mantendo-se as preocupações ao nível das pressões competitivas no equilíbrio técnico.</li> </ul>	
Fundos de Pensões	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Manutenção de <i>mismatches</i> entre a duração dos ativos e a duração dos passivos em alguns fundos que financiam planos de benefício definido.</li> </ul>	

Nota: O nível relativo dos riscos é representado pelas cores: vermelho – alto; laranja – médio-alto; amarelo – médio-baixo; e, verde – baixo. A tendência de evolução dos riscos (alteração nos últimos seis meses) é representada pelas setas: ascendente – aumento do risco; lateral – manutenção do risco; e, descendente – diminuição do risco.

O setor dos fundos de pensões permanece estável, tendo-se assistido a um aumento do valor do património global e do montante das contribuições, em resultado da diminuição da taxa de desconto aplicada no cálculo do valor das responsabilidades dos fundos, em especial nos do setor bancário, mantendo-se, deste modo, adequados níveis de financiamento.

Na perceção dos operadores do setor segurador e dos fundos de pensões, a persistência de um período prolongado de baixas taxas de juro continua a ser apontado como o risco mais relevante, sendo igualmente destacado e agravado o consequente risco de reinvestimento, em particular para os produtos financeiros do ramo vida.

Por último, importa referir as duas análises temáticas apresentadas nesta edição.

A análise do impacto da eventual introdução do risco de crédito da dívida soberana no cálculo do requisito de capital de solvência, no âmbito do novo regime, atentos às discussões internacionais sobre o tratamento regulatório das exposições a soberanos, permitiu concluir, por via dos cenários testados, que tal conjuntura conduziria a exigências de capital adicionais significativas para o setor segurador nacional. Como forma de mitigar tais efeitos, os operadores devem estender os princípios de dispersão e diversificação a toda a carteira de ativos, independentemente da sua natureza pública ou privada.

A análise sobre o grau de preparação das empresas de seguros para a implementação do Solvência II, com base nas respostas dos operadores à Circular n.º 5/2014, de 12 de dezembro, evidenciou que o mercado tem evoluído de forma satisfatória, subsistindo, no entanto, algumas áreas que carecem de melhorias, com destaque para as matérias de governação e de sistemas de informação relacionados com o reporte e com a divulgação de informação.

## 2 Riscos macroprudenciais

O cenário macroeconómico que caracteriza atualmente a área do Euro, e, em particular, a economia nacional, consubstanciado em expectativas de evolução ainda frágeis para o curto/médio prazo, que incluem a manutenção de níveis de crescimento económico e de inflação reduzidos e de indicadores de desemprego e de endividamento público e privado elevados, subsiste como a principal fonte dos principais riscos que o setor segurador e dos fundos de pensões enfrenta, com repercussões, quer ao nível da rentabilidade dos operadores, quer sob a perspetiva da estabilidade financeira.

Em primeiro lugar, porque os níveis reduzidos de atividade económica condicionam, de forma direta e quase imediata, as perspetivas de crescimento do volume do negócio, nomeadamente para os seguros dos ramos Não Vida.

Segundo, porque, no seguimento da política monetária acomodatória concretizada pelo BCE para combater os riscos de deflação, os níveis de taxas de juro atingiram valores mínimos históricos que, por um lado, vieram aumentar os riscos de reinvestimento associados a produtos financeiros com garantias de rentabilidade mais elevadas, e, por outro lado, conduzem a uma diminuição das margens obtidas com a comercialização de novos produtos.

Terceiro, porque, em resultado dessa política monetária, intensificada com o lançamento do Programa de *Quantitative Easing*, assistiu-se à compressão dos prémios de risco de crédito e à redução substancial da liquidez dos mercados obrigacionistas por parte dos restantes agentes, o que, em conjunto com o desalinhamento que se observa entre os preços de mercado e os respetivos fundamentais económicos, tem agravado de forma significativa o risco de reversão abrupta das *yields*.

Quarto, porque os elevados riscos geopolíticos que se observam a nível europeu, nomeadamente na Grécia e na Ucrânia/Rússia, potenciam a materialização desse cenário de reversão das *yields*. No caso português, essa realidade afetaria o setor segurador e de fundos de pensões, quer pelo seu papel enquanto grande investidor institucional, quer pelas fortes interligações que existem com o setor bancário.

Desta forma, numa perspetiva macroprudencial, e num quadro de aproximação e da necessária adaptação das estratégias de negócio e de investimento às exigências do novo regime de solvência do setor segurador (Solvência II), a materialização do chamado *double hit scenario*, caracterizado, em simultâneo, pela manutenção de baixas taxas de juro e pela reversão abrupta dos preços dos ativos, teria previsivelmente um

impacto significativo, transversal a todo o setor, tanto ao nível da rentabilidade como da posição financeira dos operadores.

## 2.1 Ambiente macroeconómico

De acordo com os dados publicados pelo Fundo Monetário Internacional (FMI) em abril, a economia mundial manteve, no ano de 2014, um ritmo de crescimento semelhante ao ano anterior, de cerca de 3,4%. As economias emergentes voltaram a ser o motor da expansão mundial, embora se tenha verificado uma desaceleração do seu ritmo de crescimento. O ano 2014 marcou o regresso ao crescimento da área do Euro, depois de dois anos de contração económica, marcados pelas políticas de austeridade seguidas após o despoletar da crise das dívidas soberanas.

As projeções para os próximos dois anos mantêm-se positivas, com estimativas de incremento do ritmo de crescimento mundial. Destaque ainda para a queda abrupta do preço do petróleo no último trimestre de 2014, com perspetivas de manutenção, em 2015, da cotação em níveis marcadamente abaixo dos verificados nos últimos três anos, prevendo-se uma recuperação moderada apenas em 2016.

**Figura 2.1** – Projeções de evolução da economia mundial

	Taxa de variação, em percentagem			
	2013	2014	2015	2016
PIB real				
<b>Economia mundial</b>	<b>3,4</b>	<b>3,4</b>	<b>3,5</b>	<b>3,8</b>
<b>Economias avançadas</b>	<b>1,4</b>	<b>1,8</b>	<b>2,4</b>	<b>2,4</b>
EUA	2,2	2,4	3,1	3,1
Japão	1,6	-0,1	1,0	1,2
Área do Euro	-0,5	0,9	1,5	1,6
Alemanha	0,2	1,6	1,6	1,7
França	0,3	0,4	1,2	1,5
Itália	-1,7	-0,4	0,5	1,1
Espanha	-1,2	1,4	2,5	2,0
Reino Unido	1,7	2,6	2,7	2,3
Outras economias avançadas	2,2	2,8	2,8	3,1
<b>Economias de mercados emergentes e em desenvolvimento</b>	<b>5,0</b>	<b>4,6</b>	<b>4,3</b>	<b>4,7</b>

Fonte: FMI

Os mercados acionistas assinalaram, em 2014, uma performance moderada, embora globalmente positiva, com os principais índices a registar um aumento da volatilidade, principalmente no segundo semestre.

Em 2014, o PIB nacional variou positivamente pela primeira vez desde 2010, impulsionado pela retoma do consumo privado, ainda que o valor de 0,9% represente uma revisão em baixa das previsões divulgadas em meados do ano (1,1%). As projeções de junho de 2015 do Banco de Portugal (BdP) para o triénio 2015-2017 apontam para uma recuperação gradual da atividade ao longo do horizonte de projeção, sustentada, em grande medida, pela aceleração das exportações.

**Figura 2.2** – Economia nacional – principais indicadores económicos

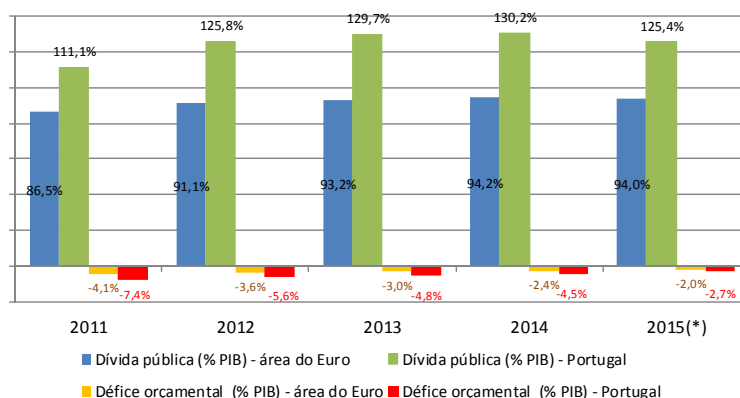
	2013	2014	2015 (projeção)	2016 (projeção)	2017 (projeção)
<b>PIB</b>	<b>-1,4</b>	<b>0,9</b>	<b>1,7</b>	<b>1,9</b>	<b>2,0</b>
<b>Contributo para a variação do PIB (p.p.)</b>					
Procura interna	-2,4	0,3	1,1	0,7	0,8
Exportações líquidas	0,9	0,6	0,6	1,2	1,2
<b>IHPC</b>	<b>0,4</b>	<b>-0,2</b>	<b>0,5</b>	<b>1,2</b>	<b>1,3</b>

Fonte: BdP

O défice das administrações públicas na ótica da contabilidade nacional em 2014 deverá fixar-se em 4,5% do PIB, de acordo com a primeira notificação do Procedimento dos Défices Excessivos (PDE) de 2015, divulgada pelo INE em março. Já a dívida pública deverá ascender a 130,2% do PIB.

A taxa de desemprego reduziu face ao ano transato, mantendo-se, ainda assim, em níveis historicamente elevados.

**Figura 2.3** – Dívida pública e défice orçamental em percentagem do PIB – Portugal e área do Euro



(\*) 2015: previsão

Fonte: BdP, INE, Comissão Europeia

A continuação do processo de ajustamento dos desequilíbrios macroeconómicos será determinante no panorama nacional. O elevado endividamento privado e a necessidade de dar sequência à consolidação orçamental deverão justificar uma evolução frágil da procura interna. Todavia, o aproximar de um novo ciclo eleitoral pode aumentar as incertezas quanto ao ritmo de consolidação das finanças públicas e quanto às políticas orçamentais futuras.

O ano 2014 fica indubitavelmente marcado pelo fim do PAEF, acordado com o BCE, o FMI e a Comissão Europeia. O regresso aos mercados foi assinalado, com sucesso, por um conjunto de emissões de dívida a diversas maturidades.

Refira-se que, já no início de 2015, Portugal obteve autorização para o reembolso antecipado de 14 mil milhões de euros ao FMI, ao longo dos próximos dois anos e meio, operação que se espera que alivie o peso do serviço da dívida nacional, dadas as recentes emissões de dívida a menores taxas.

Paralelamente a estes sinais positivos de recuperação económica, assistiu-se, ao nível do setor segurador, a uma estabilização do negócio de Não Vida, o qual verificou um decréscimo de apenas 0,1%, comparativamente com o exercício de 2013. Por sua vez, a produção de seguro direto do ramo Vida, incluindo as entregas dos contratos de investimento, cresceu 13,8% face ao ano anterior, refletindo também a estratégia comercial dos principais grupos financeiros nacionais de canalização das poupanças captadas junto dos particulares para produtos de seguros de cariz financeiro.

Por sua vez, o volume de contribuições no setor dos fundos de pensões mais do que duplicou, sendo essa evolução resultante, essencialmente, da necessidade de refletir, nos níveis de financiamento dos planos de benefício definido do setor bancário, a diminuição da taxa de desconto aplicada na avaliação das responsabilidades.

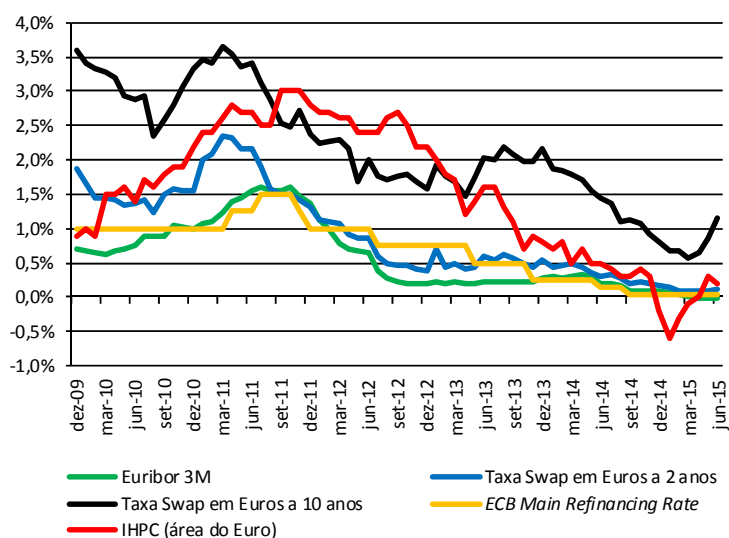
## **2.2 Ambiente de baixas taxas de juro**

Na área do Euro, a tónica dominante continua a ser o prolongamento do ambiente de baixas taxas de juro, intensificado pelas políticas monetárias centrais.

Depois da taxa de juro diretora da área do Euro ter sido reduzida, ao longo de 2014, em dez pontos base por duas ocasiões, fixando-se, desde setembro, no novo mínimo histórico de 0,05%, o Banco Central Europeu (BCE) lançou, em janeiro de 2015, o programa de *Quantitative Easing*, como medida adicional para dar resposta ao débil crescimento económico dos países da área do Euro e aos níveis reduzidos de inflação observados.



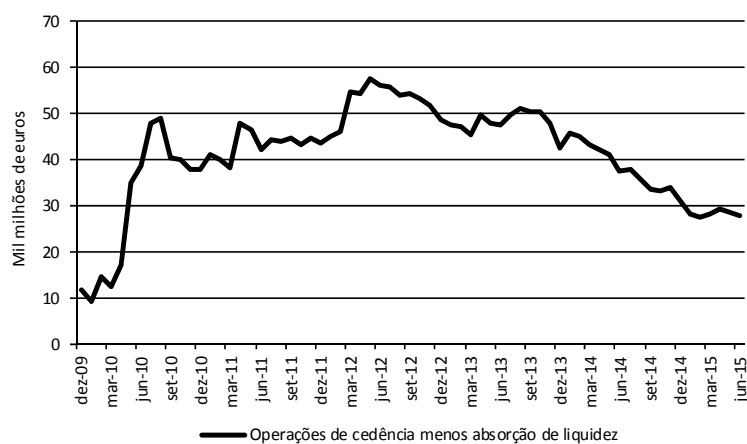
**Figura 2.4** – Evolução das taxas de juro e da inflação na área do Euro



Fonte: Bloomberg

As necessidades de financiamento dos bancos portugueses junto do BCE continuaram a diminuir, observando-se, em junho de 2015, uma redução de 25,9% (9,7 mil milhões) face a junho de 2014.

**Figura 2.5** – Evolução das operações de política monetária dos bancos nacionais



Fonte: BdP

O exercício de *stress test* ao setor segurador europeu, conduzido pela EIOPA em 2014, com data de referência de 31 de dezembro de 2013, que, no módulo *Low Yield*, contou com a participação de 7 empresas supervisionadas pela ASF, evidenciou o impacto potencial dos riscos que o mercado segurador incorre, subjacentes à manutenção de um ambiente prolongado de baixas taxas de juro.

Com efeito, e no que se refere aos produtos financeiros em carteira, observou-se que, em termos agregados para o conjunto dos participantes portugueses, a rentabilidade média dos ativos situava-se acima das taxas médias garantidas. No entanto, o exercício revelou também a existência de algumas situações de *mismatch* entre ativos e passivos, nomeadamente para produtos mais antigos e com garantias elevadas. Para estes casos, subsistem preocupações ao nível do reinvestimento dos títulos no seu vencimento, que podem promover a tomada de maiores riscos de mercado e de crédito na procura por maiores retornos, i.e. a comportamentos de “*search for yield*”.

Relativamente aos novos produtos, tem-se assistido à introdução de mecanismos que permitem uma maior flexibilização das garantias contratualizadas. No entanto, subsistem, de igual modo, riscos associados à rentabilidade dos operadores e à procura de investimentos com maiores retornos, dada a provável compressão das margens de lucro, no sentido de manter a atratividade dos produtos perante os clientes e face à concorrência com outros instrumentos de captação de aforro disponíveis no mercado.

Por último, importa referir que, com a entrada em vigor do novo regime de solvência do setor segurador, pese embora as medidas de longo prazo e as medidas transitórias previstas, os atuais níveis de baixas taxas de juro deverão potenciar um aumento do valor das responsabilidades do ramo Vida e dos correspondentes requisitos de capital, que, neste último caso, serão tanto maiores quanto maior for o grau de *mismatch* de durações entre as responsabilidades e os ativos. Desta forma, assume-se como indispensável que os operadores procedam à análise e à avaliação da sustentabilidade das suas estratégias de negócio e de investimento no âmbito do regime Solvência II, tendo igualmente em conta o expectável prolongamento do cenário de baixas taxas de juro.

### **2.3 Risco de reversão abrupta das *yields***

Na perspetiva das empresas de seguros e dos fundos de pensões, enquanto grandes investidores institucionais, a trajetória descendente observada nas *yields* da dívida soberana e dos principais bancos nacionais tem representado, nos últimos dois anos, um impacto positivo importante em termos da valorização dos títulos detidos em carteira e, por conseguinte, da rentabilidade do setor.

Deve contudo salientar-se que a continuidade desse comportamento é cada vez mais limitada. O desalinhamento que se observa entre essas *yields* e os fundamentais económicos subjacentes, bem como a compressão dos prémios de risco, associada a uma redução substancial da liquidez dos mercados obrigacionistas para os agentes de mercado tradicionais, decorrentes da política de *quantitative easing* prosseguida pelo

BCE, têm vindo a aumentar o risco de reversão abrupta dessas *yields*, cenário atualmente potenciado pela materialização dos riscos geopolíticos na Grécia e na Rússia/Ucrânia. A este respeito, os desenvolvimentos recentes na Grécia, e o significativo aumento da incerteza daí decorrente tem levado à inversão da trajetória descendente das *yields* da dívida soberana nacional.

Ainda neste contexto, a nível nacional, importa destacar os riscos de contágio decorrentes da manutenção de significativas exposições intragrupo com os principais bancos nacionais.

### **2.3.1 Análise evolutiva das carteiras de investimento**

A 31 de dezembro de 2014, o total de ativos a representar as provisões técnicas das empresas de seguros ascendia a 51,3 mil milhões de euros, enquanto o património dos fundos de pensões se situava em mais de 17 mil milhões de euros, registando um crescimento de 0,1% e 6,0%, respetivamente, face ao final do primeiro semestre de 2014.

Nas empresas de seguros, manteve-se a tendência de aumento (+1,5 pontos percentuais) da representatividade dos títulos de dívida pública na carteira de ativos afetos, para um peso de 35,2%, apenas 2,4 pontos percentuais abaixo do relativo aos títulos de dívida privada. A evolução da dívida pública reflete o efeito de valorização dado pela descida acentuada das respetivas *yields*, que se assistiu ao longo da segunda metade de 2014, uma vez que, em termos nominais, as quantidades investidas sofreram uma diminuição de 0,7% para cerca de 16,0 mil milhões de euros.

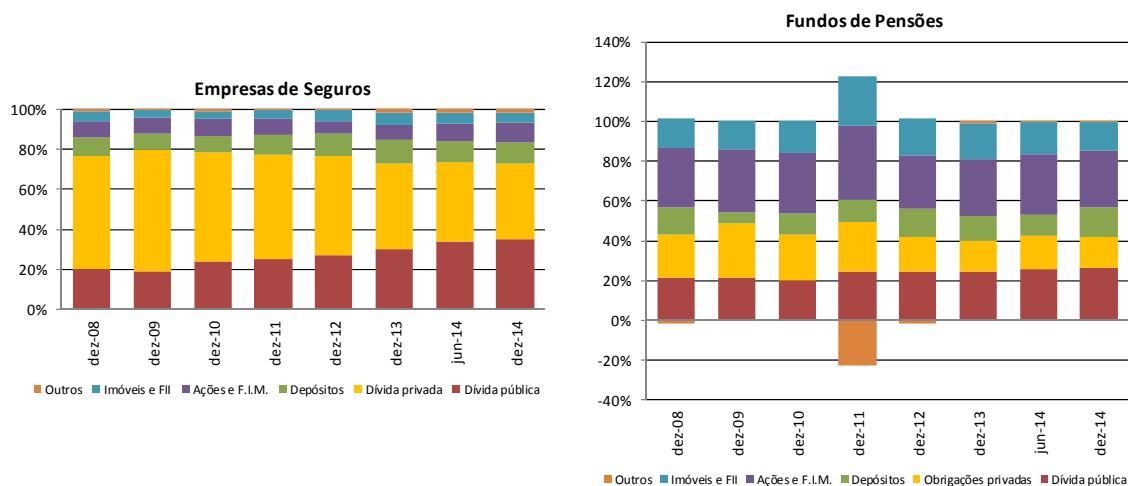
Nesse conjunto, importa salientar a opção por uma maior exposição às dívidas de Espanha e Alemanha, com um reforço das quantidades investidas de, respetivamente, 31,0% (712,6 mil milhões de euros) e 48,4% (131,9 mil milhões de euros), que contrasta com o desinvestimento de 10,7% (-960,3 milhões de euros) em dívida nacional.

Em simultâneo, destaca-se o incremento da exposição global aos mercados acionistas em 1,4 pontos percentuais, decorrente do aumento do investimento direto em ações de 70,1% (841,5 milhões de euros). Em contrapartida, a exposição à dívida privada diminuiu 2,4 pontos percentuais, tendo as restantes classes de ativos mantido os respetivos pesos.

Nos fundos de pensões, e não relevando a evolução dos depósitos, condicionada pelo elevado volume de contribuições efetuadas no final do ano, destaca-se o comportamento similar ao das empresas de seguros ao nível da dívida pública. O

aumento da exposição global de cerca de 8,0% (0,6 pontos percentuais) resultou da maior exposição às dívidas de Itália e Alemanha, tendo a dívida nacional verificado um desinvestimento de 2,0% em montante nominal.

**Figura 2.6** – Composição das carteiras de ativos por tipo de instrumento



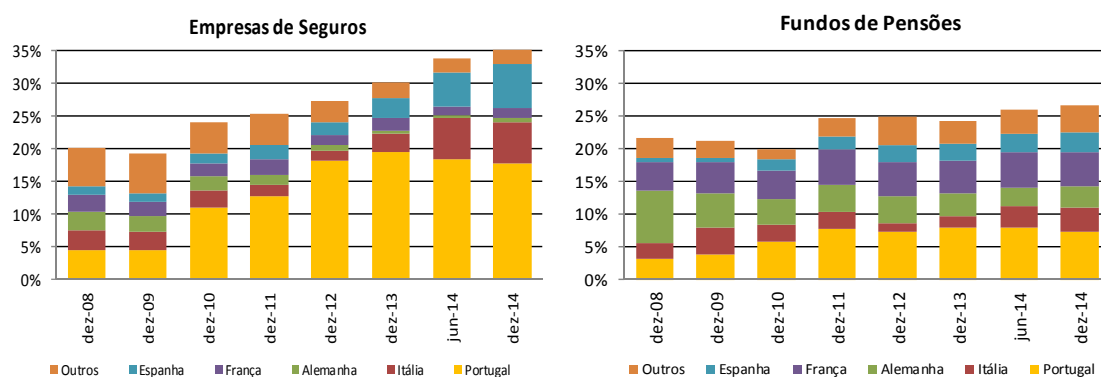
Nota: Na figura referente aos Fundos de Pensões, a categoria “Outros” reflete, em dezembro de 2011, o valor dos fundos de pensões do setor bancário transferido para a Segurança Social durante o primeiro semestre de 2012.

### 2.3.2 Exposição à dívida pública portuguesa

No final do exercício de 2014, o valor contabilístico do investimento total do setor segurador e de fundos de pensões em dívida pública nacional ascendia a 10,3 mil milhões de euros (10,7 mil milhões a 30 de junho de 2014), representando, respetivamente, 17,7% e 7,2% (18,4% e 8,0% em junho de 2014) do total dos ativos afetos das empresas de seguros e do património dos fundos de pensões.

Como anteriormente referido, esse decréscimo foi influenciado por um desinvestimento global do setor, em valor nominal, de 1,1 mil milhões de euros, cerca de 10,6% do valor investido a 30 de junho de 2014.

**Figura 2.7** – Exposição à dívida pública por Estado Soberano

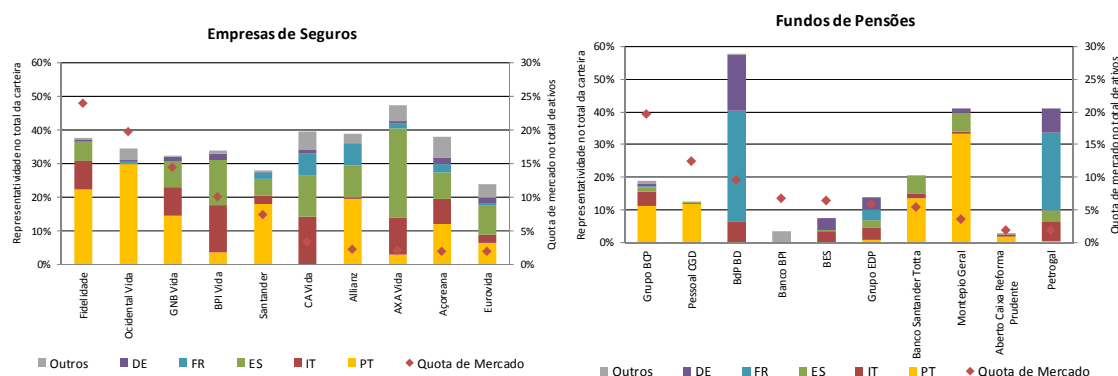


Analisando a evolução da exposição por estado soberano das dez maiores empresas de seguros (TOP10ES)<sup>2</sup> destaca-se a diminuição, em montante nominal, da exposição à dívida portuguesa na Fidelidade e na GNB Vida, de, respetivamente, 806,8 milhões de euros e 204,7 mil milhões de euros.

Por outro lado, observa-se que o aumento da representatividade das obrigações do tesouro espanhol, decorreu sobretudo do investimento de, respetivamente, 551,9 milhões de euros e 125,0 milhões de euros, realizados pela BPI Vida e pela GNB Vida. O acréscimo da representatividade da dívida pública italiana reflete essencialmente a evolução positiva das respetivas *yields*.

Ao nível dos dez maiores fundos de pensões (TOP10FP)<sup>3</sup>, salienta-se o desinvestimento, em valor nominal, na dívida portuguesa de 42,3 milhões de euros e de 28,8 milhões de euros, respetivamente, nos fundos de pensões do BCP e na quota-parte de benefício definido do Banco de Portugal, por oposição ao investimento de 59,9 milhões de euros e 20,2 milhões de euros em dívida italiana.

**Figura 2.8** – Exposição à dívida pública por Estado Soberano das dez maiores empresas de seguros e dos dez maiores fundos de pensões



### 2.3.2.1 Avaliação do risco de crédito

As *yields* a dez anos e os prémios dos *credit default swaps* (CDS) a 5 anos das diversas dívidas soberanas depois de terem regressado a valores pré- crise, tendo inclusivamente, em alguns casos, atingido mínimos históricos na sequência da implementação do programa de *Quantitative Easing* do BCE, iniciaram, a partir do final do primeiro trimestre de 2015, uma trajetória de subida justificada pelo aumento da incerteza na zona Euro decorrente da evolução da situação na Grécia.

<sup>2</sup> Representativas de 86,9% do total dos ativos afetos do conjunto das empresas de seguros sob supervisão da ASF.

<sup>3</sup> Representativos de 72,7% do total dos ativos sob gestão do conjunto dos fundos de pensões nacionais.

Figura 2.9 – Evolução das YTM a 10 anos

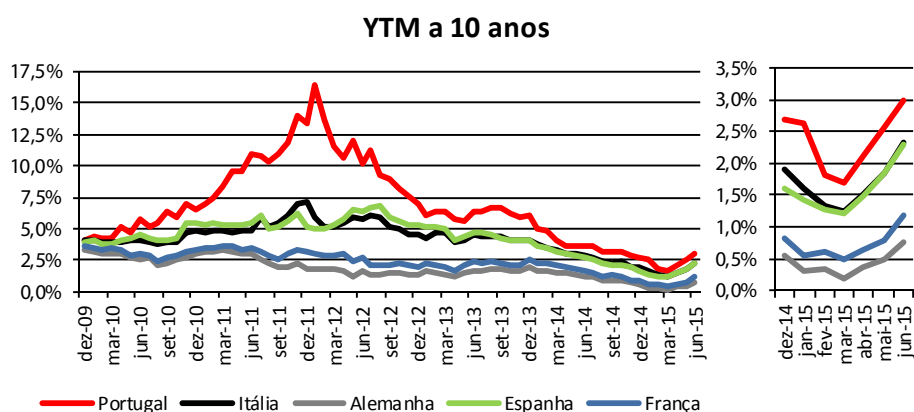
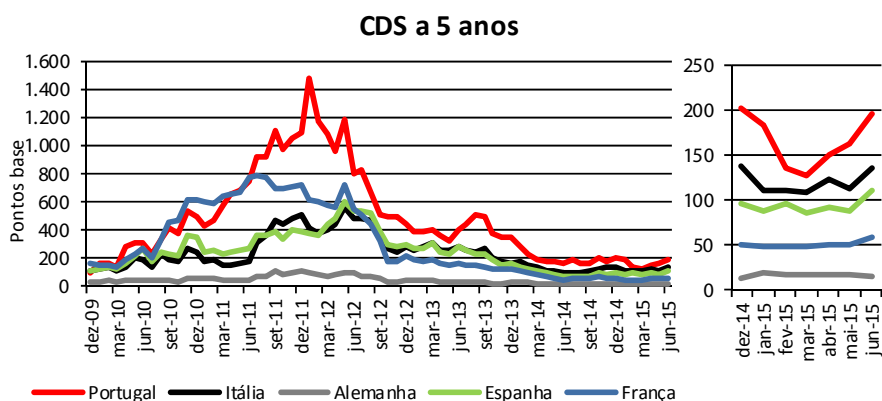


Figura 2.10 – Evolução dos CDS a 5 anos



Fonte: Bloomberg

O *rating* de crédito da República Portuguesa, atribuído pelas principais agências de notação, apesar de uma melhoria do respetivo *Outlook*, manteve-se abaixo do nível de *investment grade*, sendo tal justificado pelos ainda débeis resultados relativamente à evolução do *stock* de dívida pública e ao crescimento da economia.

Figura 2.11 – Evolução das notações de *rating*

País Emitente	30.09.2014				30.06.2015				Outlook			
	S&P	Moody	Fitch	DBRS	S&P	Moody	Fitch	DBRS	S&P	Moody	Fitch	DBRS
Portugal	BB	Ba1	BB+	BBBL	BBu	Ba1	BB+	BBBL	Positivo	Estável	Positivo	Estável
Espanha	BBB	Baa2	BBB+	AL	BBB	Baa2	BBB+	AL	Estável	Positivo	Estável	Estável
Itália	BBB	Baa2	BBB+	AL	BBB-u	Baa2	BBB+	AL	Estável	Estável	Estável	Negativo
França	AA	Aa1	AA+	AAA	AAu	Aa1	AA	AAA	Negativo	Negativo	Estável	Negativo
Alemanha	AAAu	Aaa	AAA	AAA	AAAu	Aaa	AAA	AAA	Estável	Estável	Estável	Estável

Fonte: Bloomberg

## 2.3.3 Interligações com o setor financeiro português

### 2.3.3.1 Exposições diretas

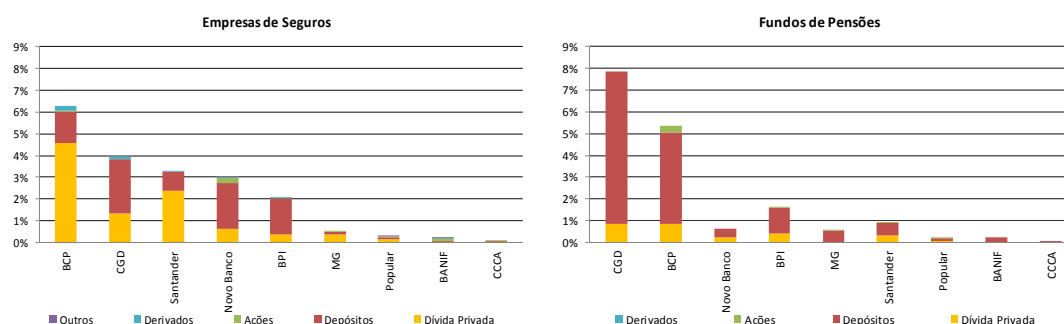
A 31 de dezembro de 2014, a exposição direta, em valor contabilístico, aos nove maiores grupos financeiros (TOP9<sup>4</sup>) que operam em Portugal e que detêm participações no setor segurador e dos fundos de pensões, atingiu o montante global de 13,0 mil milhões de euros, representativo de 19,0% do total de ativos (14,5 mil milhões de euros e 21,6%, respetivamente, a 30 de junho de 2014).

Para efeitos da presente análise, e tendo em conta a diferente natureza do risco, não foi considerada a exposição direta aos imóveis detidos e que se encontram a ser utilizados por associados ou sociedades em relação de domínio ou de grupo com os associados, que, à data de referência e a 30 de junho de 2014, atingia o montante de 1,1 mil milhões de euros.

A diminuição observada na exposição direta ao TOP9 resultou do desinvestimento efetuado pelas empresas de seguros, tendo o respetivo peso no total dos ativos afetos sofrido um decréscimo de 4,2 pontos percentuais para os 19,6% registados no final de 2014. Tal é maioritariamente justificado pela diminuição das exposições diretas aos Grupos CGD, BCP e Novo Banco em, respetivamente, 708,0, 621,7 e 507,6 milhões de euros. A contrariar a tendência, observou-se um aumento da exposição ao Grupo BPI em cerca de 289,6 milhões de euros.

Ao nível dos fundos de pensões, a exposição do TOP9 cresceu 2,7 pontos percentuais para 17,4% dos montantes sob gestão, refletindo, no essencial, o aumento das exposições aos Grupos BCP e CGD em, respetivamente, 360,7 e 345,5 milhões de euros.

**Figura 2.12** – Exposição direta das empresas de seguros e dos fundos de pensões ao TOP9



<sup>4</sup> Grupo Banco Comercial Português (BCP), Grupo Caixa Central Crédito Agrícola (CCCA), Grupo Novo Banco (Novo Banco), Grupo Banco Internacional do Funchal (BANIF), Grupo Banco Português de Investimento (BPI), Grupo Caixa Geral de Depósitos (CGD), Grupo Montepio Geral (MG), Grupo Santander (Santander) e Grupo Banco Popular (Popular).

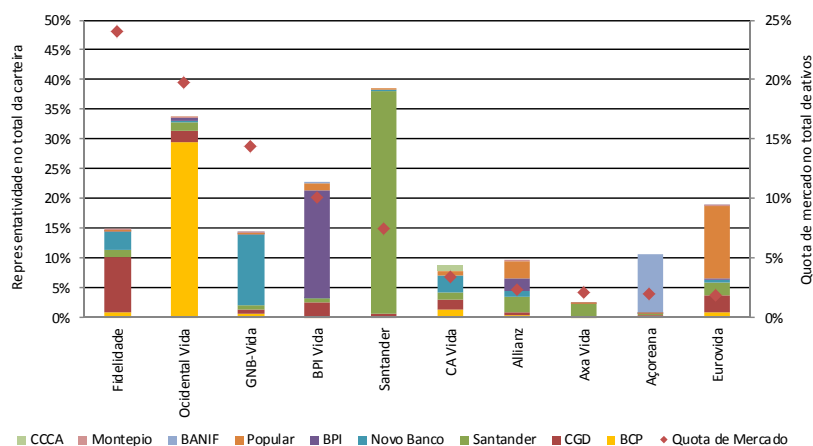
No mercado segurador, continuam a predominar, na exposição direta ao TOP9, as emissões obrigacionistas (9,9%) e os depósitos (8,9%), enquanto nos fundos de pensões prevalecem os depósitos (14,3%), situação reforçada pelo volume de contribuições significativo que se observou no final do exercício.

As quatro maiores exposições (BCP, CGD, Novo Banco e Santander) representavam, no seu conjunto, 84,3% da exposição de todo o setor ao TOP9.

Analisando-se as exposições individuais ao TOP9 das 10 maiores empresas de seguros (TOP10ES)<sup>5</sup>, regista-se, em termos globais, uma diminuição dos investimentos intragrupo, demonstrativo da adoção de estratégias de maior diversificação por parte dos operadores, bem como da implementação das opções de investimento dos novos acionistas.

Neste contexto, salienta-se a diminuição (-838,2 milhões de euros) da exposição direta ao TOP9, em particular ao Grupo CGD (-663,7 milhões de euros). Para além do TOP9, destaca-se o aumento da exposição ao grupo Fosun no montante de 1.250,1 milhões de euros.

**Figura 2.13** – Interligações entre as TOP10ES e o TOP9



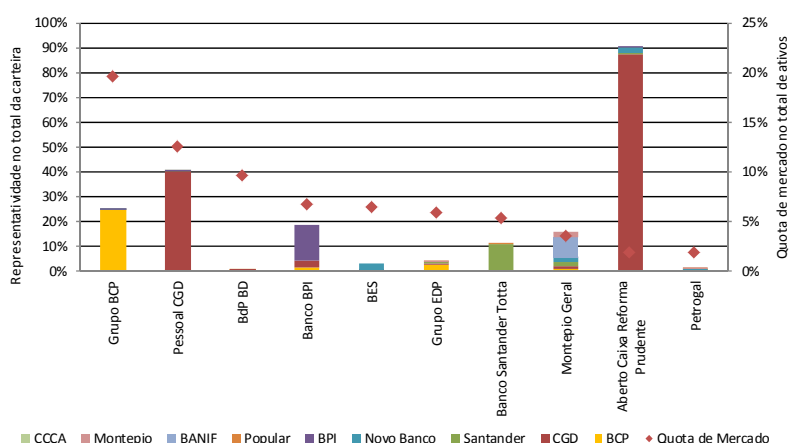
Da análise dos 10 maiores fundos de pensões (TOP10FP)<sup>6</sup>, mantém-se a evidência quanto à existência de importantes relações intragrupo, continuando-se a salientar as exposições ao próprio grupo económico dos fundos do Pessoal da CGD (40,2%) e do Grupo BCP (24,5%).

<sup>5</sup> Hierarquizadas em função do montante de ativos afetos.

<sup>6</sup> Hierarquizados em função do montante de ativos sob gestão.



**Figura 2.14** – Interligações entre os TOP10FP e o TOP9

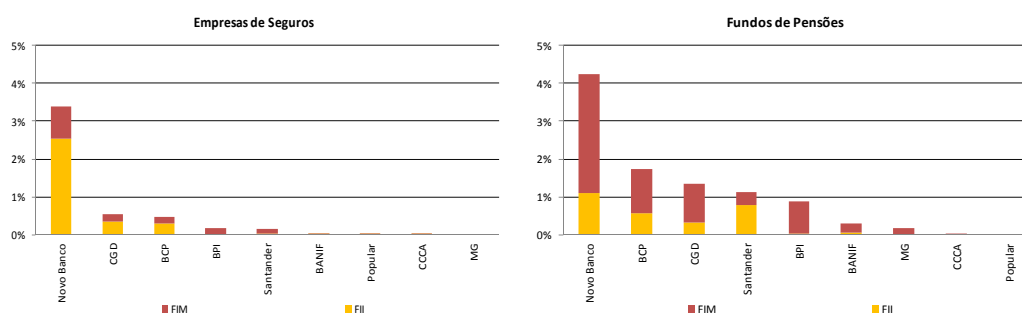


### 2.3.3.2 Exposições a unidades de participação de fundos de investimento mobiliário e imobiliário

No final de 2014, a exposição total do setor segurador e dos fundos de pensões a fundos de investimento geridos por sociedades integrantes do TOP9 diminuiu 7,4% para cerca de 4,1 mil milhões de euros, representativos de 6,1% do total de ativos.

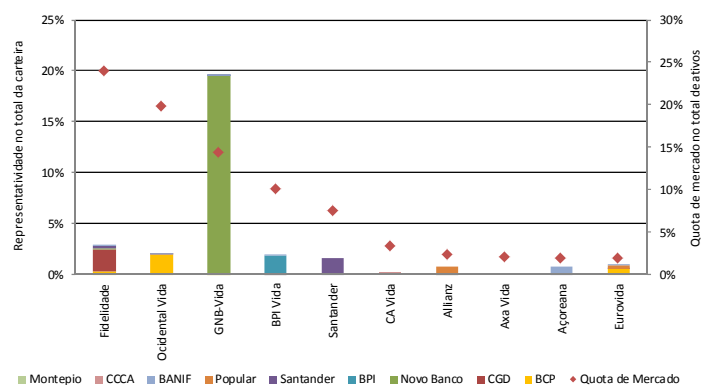
A exposição a UP's de fundos geridos por sociedades do Grupo Novo Banco continuou a assumir o maior peso (3,6%), mantendo-se igualmente o elevado grau de concentração em fundos geridos por sociedades do mesmo grupo.

**Figura 2.15** – Exposição a unidades de participação de fundos de investimento mobiliário e imobiliário geridos por entidades do TOP9

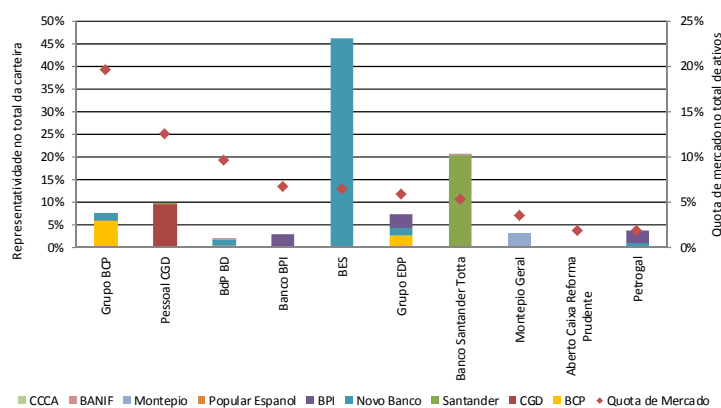


A GNB Vida (17,7%) e o fundo de pensões do BES (46,1%) continuam a ser as entidades com o maior volume de investimento em UP's e, conseqüentemente, com a maior exposição a fundos geridos por sociedades do respetivo grupo.

**Figura 2.16** – Investimento das TOP10ES em UP's de fundos geridos por entidades do TOP9



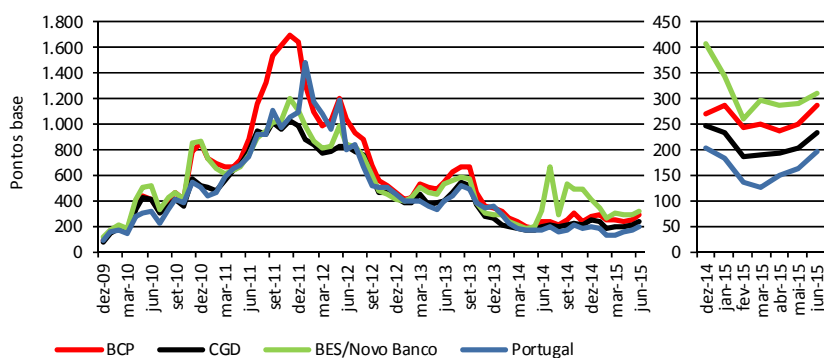
**Figura 2.17** – Investimento dos TOP10FP em UP's de fundos geridos por entidades do TOP9



### 2.3.3.3 Avaliação do risco de crédito

Com a estabilização do setor financeiro nacional no final de 2014, após a aplicação da medida de resolução ao BES, os prémios cobrados pela proteção contra o incumprimento dos três maiores bancos nacionais voltaram a seguir uma trajetória paralela ao comportamento dos *CDS* e das *yields* da dívida soberana portuguesa, iniciando igualmente uma subida a partir do segundo trimestre de 2015, refletindo os efeitos do impasse nas negociações entre a Grécia e os seus credores.

**Figura 2.18** – Evolução dos *CDS* a 5 anos



Fonte: Bloomberg

Quanto às notações de qualidade creditícia e respetivos *outlooks* atribuídas por parte das principais agências de *rating*, não se observaram alterações relevantes.

**Figura 2.19** – Evolução das notações de *rating*

	30.09.2014				30.06.2015				Outlook			
	S&P	Moody	Fitch	DBRS	S&P	Moody	Fitch	DBRS	S&P	Moody	Fitch	DBRS
<b>Banco</b>												
BCP	B+	B1	BB+	BBBL	B+	B1	BB-	BBBL	Estável	Estável	Estável	Negativo
CGD	BB-	Ba3	BB+	BBBL	BB-	B1	BB-	BBBL	Estável	Estável	Estável	Estável
Novo Banco	NR	B2	NR	BBL	NR	B2	NR	BBL	-	Estável	-	Estável
Santander	BB	Ba1	BBB	BBBH	BB	Baa3	BBB	BBBH	Positivo	Estável	Positivo	Estável

### 3 Evolução do setor segurador

#### 3.1 Rendibilidade e solvabilidade

Em 2014, as empresas de seguros supervisionadas pela ASF apresentaram lucros globais de 77 milhões de euros, o que representa uma diminuição de 88,5% face aos 670 milhões de euros observados ano anterior.

Desse total, 21 empresas apresentaram quebras nos respetivos resultados, embora apenas 8 operadores tenham registado um resultado líquido negativo. Destacaram-se, neste contexto, as variações observadas na GNB Vida e na Tranquilidade que, no seu conjunto, corresponderam a uma redução de 593 milhões de euros.

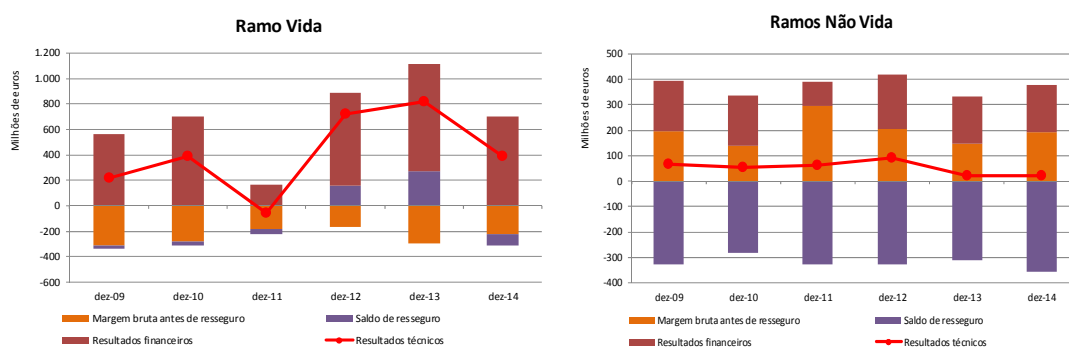
Todavia, a rendibilidade do setor, mensurada em termos de rendimento integral, registou um crescimento de 3% face a 2013, para 798 milhões de euros, justificando-se a diferença face ao resultado líquido essencialmente pelas mais-valias potenciais relativas a ativos disponíveis para venda, inscritas contabilisticamente na rubrica de reservas.

O resultado técnico global diminuiu 51%, tendo-se situado nos 411 milhões de euros. Este decréscimo é, no entanto, influenciado pelas duas operações de monetização do *value in-force* de carteiras de seguros Vida ocorridas em 2013, cujo impacto direto nos resultados técnicos desse ramo ascendeu a cerca de 210 milhões de euros, conforme evidencia a evolução gráfica do saldo de resseguro.

Ainda no que respeita ao ramo Vida, importa referir a diminuição de 16,4% (-138,1 milhões de euros) dos resultados financeiros, não obstante, numa perspetiva de rendimento integral, ou seja, tomando em consideração os ganhos potenciais reconhecidos em reservas, se concluir que a carteira de ativos registou valias/rendimentos muito similares aos observados no ano anterior.

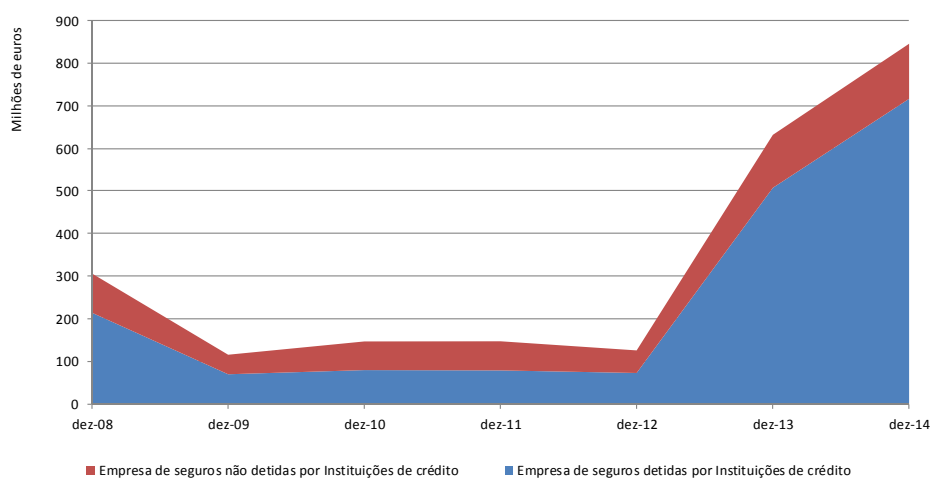
No segmento de Não Vida, o resultado técnico diminuiu 4,1%, para 19,9 milhões de euros, destacando-se a diminuição de 39,1% (-32,7 milhões de euros) dos resultados do seguro Automóvel. A modalidade de Acidentes de Trabalho continuou a apresentar resultados negativos (-76,9 milhões de euros), registando uma deterioração de 3% face a 2013. Pela positiva, destaca-se o comportamento do ramo Incêndio e Outros Danos, que passou de perdas de -52,6 milhões de euros para ganhos de 12,4 milhões de euros, evolução justificada pelos fenómenos climatéricos ocorridos no início de 2013.

**Figura 3.1 – Resultados técnicos**



No exercício de 2014, os operadores distribuíram aos seus acionistas um montante total de 845,7 milhões de euros de resultados e reservas<sup>7</sup>, 33,9% acima do valor registado no ano precedente, sendo tal determinado pelo conjunto de empresas de seguros detidas por instituições de crédito. É desta forma visível a significativa contribuição positiva que o setor segurador proporcionou para a rentabilidade do setor bancário nacional.

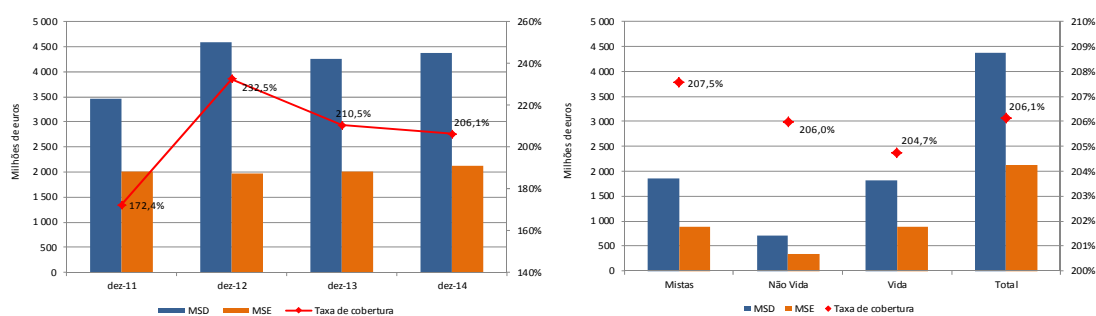
**Figura 3.2 – Distribuição de resultados e reservas**



Por sua vez, a taxa de cobertura da margem de solvência, no âmbito do atual regime (Solvência I), diminuiu 4,4 pontos percentuais face a 31 de dezembro de 2013, fixando-se nos 206,1%.

<sup>7</sup> Em 2015, foram distribuídos 346,6 milhões de euros em dividendos relativos ao exercício de 2014.

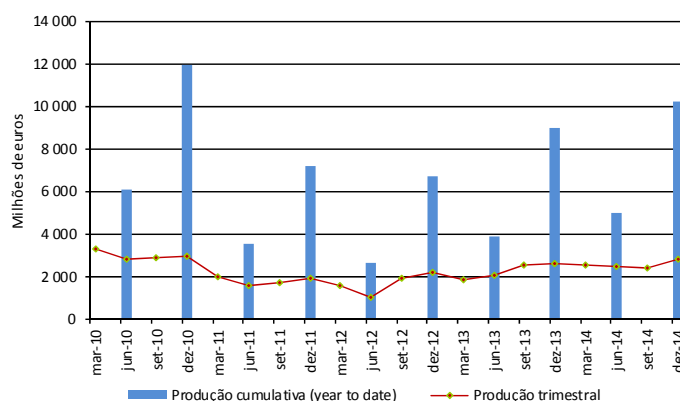
**Figura 3.3** – Evolução da taxa de cobertura da margem de solvência



## 3.2 Atividade Vida

Em 2014, a produção de seguro direto do ramo Vida registou um acréscimo de 13,8% face ao ano anterior, dando continuidade à tendência ascendente que se tem vindo a verificar desde meados de 2012.

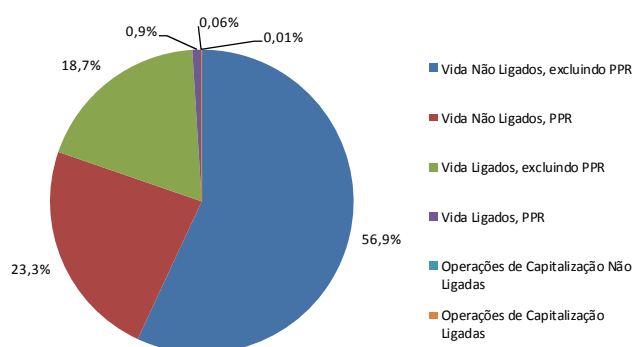
**Figura 3.4** – Evolução da produção trimestral de seguro direto



Para a variação assinalada, contribuiu, em larga escala, o aumento da produção dos PPR não ligados (na ordem dos 60%). Dada a manutenção em níveis reduzidos dos limites de dedução à coleta em sede de IRS das contribuições efetuadas para este tipo de produtos, conclui-se que este comportamento reflete a crescente procura de produtos de poupança de baixo risco, na perspetiva do consumidor, mas com taxas de rentabilidade mais atrativas do que a remuneração oferecida pelos depósitos a prazo.

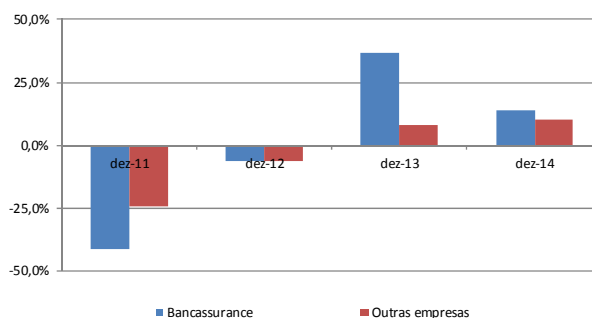
Em comparação com 2013, o peso da produção dos PPR não ligados no total da produção do ramo Vida incrementou 6,7 pontos percentuais (para 23,3%). O conjunto dos contratos de seguro e de investimento não ligados, excluindo os PPR, continuam a deter a maior representatividade, correspondente a cerca de 57%.

**Figura 3.5** – Estrutura da produção de seguro direto em 2014



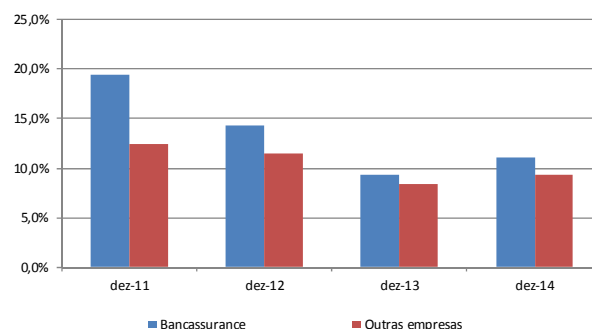
Ao efetuar a comparação entre as empresas de seguros cujo canal de distribuição está assente na rede de agências bancárias (modelo de *bancassurance*) e as restantes, constata-se que, quer em termos da variação da produção, quer em termos das taxas de resgate, os comportamentos foram similares no último ano.

**Figura 3.6** – Variação homóloga da produção de seguro direto



Relativamente às taxas de resgate, observou-se, em termos globais, um incremento de 1,6 pontos percentuais em 2014 (para 10,9%), o que reflete uma ligeira inversão da evolução decrescente que se vinha a verificar desde finais de 2011.

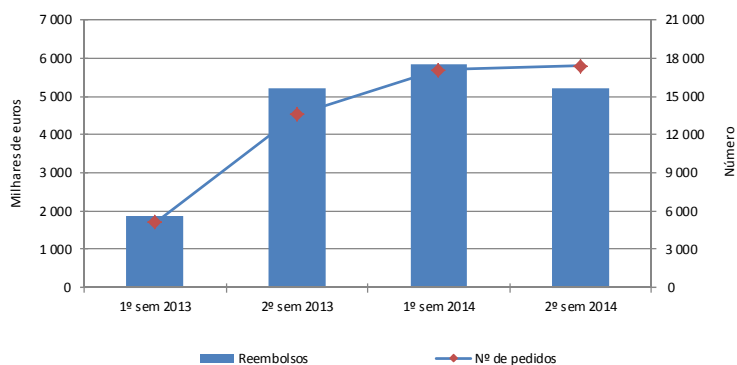
**Figura 3.7** – Evolução das taxas de resgate



Nota: Taxa de Resgate = Resgates (em n) / Provisões matemáticas, provisões de *unit linked* e passivos financeiros de produtos resgatáveis (em Dez n-1)

Ainda no que se refere aos resgates, desde a extensão, no início de 2013, das condições legais de reembolso sem penalização fiscal ao pagamento de prestações de contratos de crédito garantidos por hipotecas sobre imóveis destinados a habitação própria e permanente, a ASF tem vindo a monitorizar o impacto associado a esta alteração legislativa. Até à data, é possível concluir que o valor dos reembolsos sob a nova condição legal continua a corresponder a uma pequena parcela do montante total dos reembolsos, quer em relação aos PPR sob a forma de contratos de seguro (de 1,2% em 2014), quer em relação aos PPR sob a forma de fundos de pensões (de 3,9% em 2014). A evolução do último semestre sugere, inclusive, o início de uma tendência de estabilização ao nível dos montantes e do número de pedidos, tal como pode ser observado na Figura 3.8 para os PPR sob a forma de contratos de seguro.

**Figura 3.8** – Evolução do número de pedidos e do valor dos reembolsos



Em conclusão, a manutenção da tendência de aumento da produção e de estabilização dos níveis de resgates que caracterizou os dois últimos anos contribuiu para aliviar as pressões sobre os níveis de rentabilidade e a posição de liquidez das empresas de seguros que exploram o ramo Vida.

### 3.3 Atividade Não-Vida

#### 3.3.1 Produção e sinistralidade

Em 2014, o nível de produção dos ramos Não Vida, medido pelos prémios brutos emitidos de seguro direto, sofreu um ligeiro decréscimo de 0,1% relativamente ao ano anterior, estabelecendo-se em cerca de 3,3 mil milhões de euros.

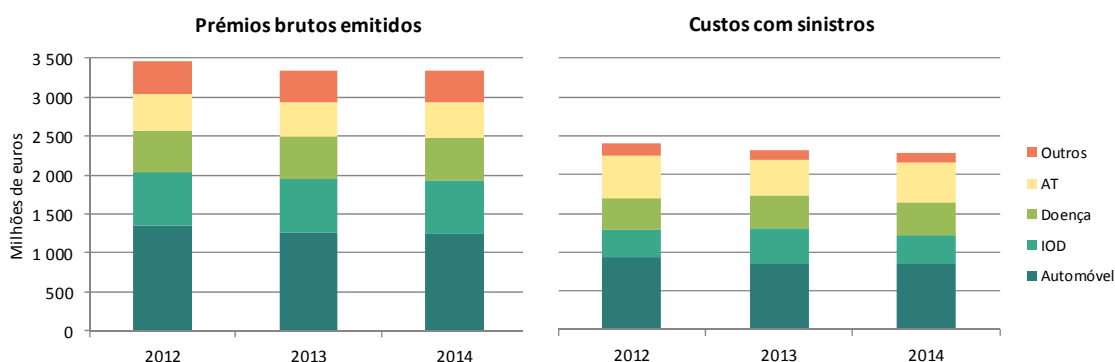
Esta ligeira quebra deve-se à diminuição do nível de produção de Automóvel e Incêndio e Outros Danos, que registaram decréscimos de 1,8% e 0,1%, respetivamente. No sentido inverso, destaca-se a evolução dos seguros de Doença que aumentaram 2,8% face ao ano transato.



Adicionalmente, refira-se que o segmento com maior representatividade, o Automóvel, tem vindo a diminuir o seu peso no conjunto dos ramos Não Vida ao longo dos últimos anos. No final de 2014, apresentava uma quota de 37,3%, enquanto em 2010 a quota era de 40%.

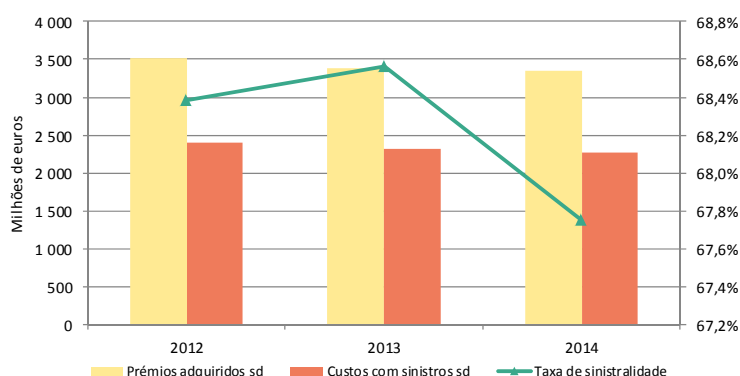
Por sua vez, os custos com sinistros globais voltaram a registar uma diminuição que, face ao ano anterior, foi de 2,1%. Este decréscimo resultou principalmente da variação do ramo Incêndio e Outros Danos, com uma quebra de 18,8%, que se deve ao nível relativamente elevado de 2013, fruto das intempéries ocorridas no início desse ano. No sentido contrário, os custos com sinistros da modalidade Acidentes de Trabalho aumentaram 9,4%.

**Figura 3.9** – Evolução da produção e dos custos com sinistros de Não Vida



Em 2014, o rácio de sinistralidade global estabeleceu-se nos 67,8%, verificando-se um decréscimo de 0,8 pontos percentuais face ao ano anterior.

**Figura 3.10** – Evolução da taxa de sinistralidade de Não Vida



### 3.3.2 Evolução da exploração do ramo Automóvel

Apesar da melhoria de alguns indicadores macroeconómicos da economia portuguesa, a exploração do seguro Automóvel continua a refletir os efeitos negativos da frágil conjuntura nacional. No final de 2014, a produção total de mercado, medida pelos prémios brutos emitidos de seguro direto, situava-se nos 1,2 mil milhões de euros, o que corresponde a um decréscimo de 1,8% face ao ano anterior.

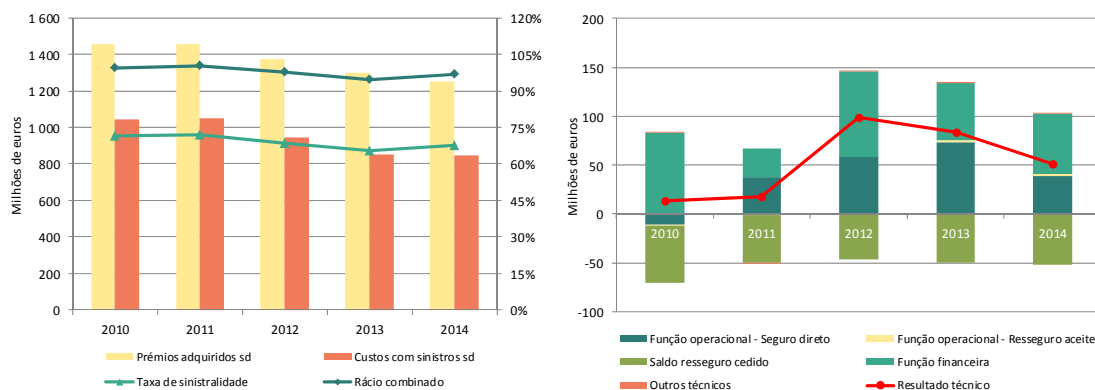
Em linha com o que se tem vindo a verificar desde 2011, o volume de prémios adquiridos de seguro direto voltou a diminuir. Em 2014, sofreu uma quebra de 3,5%, fixando-se em aproximadamente 1,3 mil milhões. Evoluíram no mesmo sentido os custos com sinistros, embora com um decréscimo de apenas 0,2%. Consequentemente, o rácio de sinistralidade quebrou a tendência de redução e aumentou 2,2 pontos percentuais, para os 67,6%.

Estas evoluções conjugadas com a diminuição de 2,8% dos custos de exploração de seguro direto levaram a que o rácio combinado, antes dos resultados financeiros, apresentasse um acréscimo de 1,9 pontos percentuais, fixando o seu valor nos 96,6%. É, desta forma, evidente o peso que os resultados financeiros representam para a sustentabilidade desta linha de negócio, aumentando a dependência dos resultados técnicos da conjuntura dos mercados financeiros.

No que diz respeito ao resultado técnico do ramo em 2014, o seu valor diminuiu 39,1%, estabelecendo-se nos 51 milhões de euros. Das 18 empresas de seguros que exploram este ramo, sete apresentaram resultados negativos.

Apesar do aumento da função financeira (6,1% relativamente ao ano anterior), a quebra significativa registada no resultado operacional de seguro direto (46,9%) justifica a evolução descendente do resultado técnico.

Figura 3.11 – Evolução dos indicadores operacionais e dos resultados técnicos de Automóvel



Ainda que, globalmente, não existam indicadores de desequilíbrio técnico nos resultados operacionais do ramo Automóvel, observa-se que o mercado espelha uma contração. A esta quebra não é alheia a evolução da massa segurável, intrinsecamente relacionada com a conjuntura económica, que atua no sentido do reforço do grau de competitividade entre operadores, não devendo tal fenómeno comprometer o equilíbrio técnico do ramo.

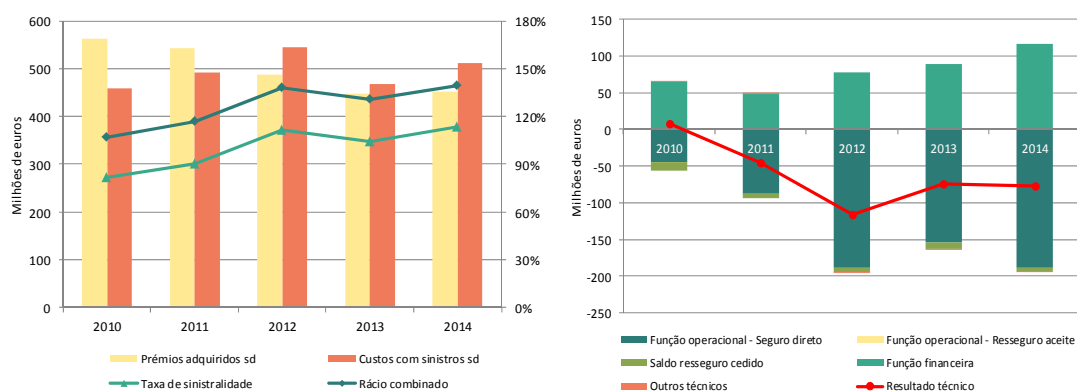
### 3.3.3 Evolução da exploração da modalidade Acidentes de Trabalho

Em 2014, o resultado técnico da modalidade Acidentes de Trabalho voltou a ser negativo, estabelecendo-se nos 76,9 milhões de euros, o que representa uma deterioração de 3% face ao ano transato. Após quatro anos de sucessivos resultados negativos, o segmento acumula já perdas de 313 milhões de euros desde 2011. Refira-se que, do total de 16 empresas de seguros que operam neste ramo, 13 apresentaram resultados negativos em 2014.

Da análise das diferentes rubricas que o compõem, verifica-se que o resultado operacional de seguro direto voltou a piorar para níveis próximos dos verificados em 2012. No total, esta rubrica apresentou uma quebra de 22% face ao ano anterior, estabelecendo-se em -189,7 milhões de euros. No sentido oposto, há a destacar o acréscimo de 31,4% dos resultados financeiros, que totalizaram aproximadamente 116,5 milhões de euros.

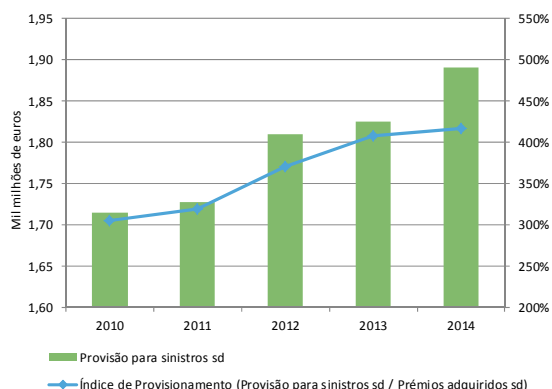
Da análise de dois dos principais indicadores de desempenho operacional, a taxa de sinistralidade e o rácio combinado, antes dos resultados financeiros, verifica-se que ambos se mantêm em níveis significativamente elevados, o primeiro com um valor de 113,3% e o segundo de 139,3%. Em comparação com o ano anterior, as variações foram de agravamento de 8,8 e 8,7 pontos percentuais, respetivamente.

**Figura 3.12** – Evolução dos indicadores operacionais e dos resultados técnicos de Acidentes de Trabalho



É de salientar que, pelo menos em parte, o agravamento dos indicadores operacionais do último ano é justificado pelo reforço da provisão para sinistros de seguro direto. Neste âmbito, refira-se que o índice de provisionamento, medido pelo rácio entre o total de provisões para sinistros e os prémios adquiridos de seguro direto, apresentou um valor de 417,1%, face aos 407,2% do ano anterior.

**Figura 3.13** – Evolução do índice de provisionamento de Acidentes de Trabalho



Conforme referido em edições anteriores, a ASF tem vindo a desencadear um conjunto de ações de supervisão no sentido de ser assegurada a sustentabilidade do mercado. Dado que se constatarem alguns desvios significativos entre a experiência real e as previsões constantes dos planos de reequilíbrio apresentados por várias empresas de seguros, a ASF entendeu reforçar a monitorização dos desenvolvimentos na exploração desta modalidade através do reporte mensal e da análise da política de subscrição para o conjunto das “grandes apólices”. Adicionalmente, as empresas de seguros com planos de reequilíbrio considerados desadequados à sua realidade têm vindo a ser chamadas a apresentar novos planos e estratégias de recuperação.

### 3.3.4 Evolução da exploração do grupo de ramos de Incêndio e Outros Danos

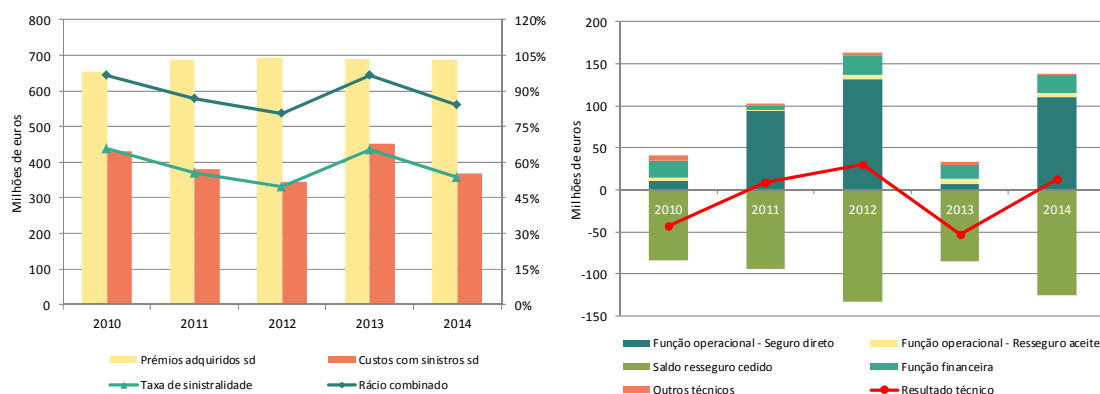
O ramo de Incêndio e Outros danos caracteriza-se pela elevada heterogeneidade, bem como pela incerteza associada à frequência e severidade dos sinistros, com potencial para originar elevados custos e, conseqüentemente, para colocar pressões ao nível da liquidez e da solvência das empresas de seguros que operam neste grupo de ramos, especialmente na ausência de políticas de resseguro adequadas.

Em 2014, o resultado técnico deste agregado apresentou um acréscimo de 64,9 milhões de euros, estabelecendo-se em 12,4 milhões de euros. Esta variação explica-se pela significativa melhoria dos resultados operacionais de seguro direto, que passaram de 6,7 para 110,6 milhões de euros. Também no sentido positivo, há a salientar o desempenho financeiro, que aumentou 26,8% para os 20,8 milhões de euros no final

do ano em análise. Refira-se, no entanto, que, apesar da significativa melhoria do resultado técnico, das 18 empresas que operam neste segmento, 10 fecharam o ano com resultados negativos.

No que diz respeito aos resultados operacionais de seguro direto, verificou-se uma significativa diminuição dos custos com sinistros (18,8% face ao ano anterior), que se explica pelo nível relativamente elevado do ano anterior, resultante do impacto das intempéries ocorridas no início de 2013. Por sua vez, o valor dos prémios adquiridos permaneceu praticamente inalterado. Assim, a taxa de sinistralidade reduziu-se em 12 pontos percentuais, fixando-se nos 53,5%.

**Figura 3.14** – Evolução dos indicadores operacionais e dos resultados técnicos de Incêndio e Outros Danos



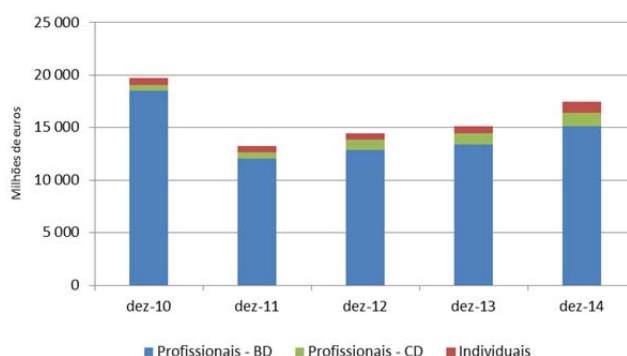
Da análise da evolução do resultado técnico ao longo dos últimos anos, verifica-se que, tal como esperado, este se encontra exposto a uma volatilidade significativa. Fazendo uma análise para os últimos dez anos, o valor médio do resultado técnico é de 7 milhões de euros, para um desvio-padrão de 37,3 milhões de euros.

Tal demonstra a relevância das estratégias de mitigação de riscos, nomeadamente da utilização eficaz do resseguro pelas empresas de seguros, que lhes permite reduzir a volatilidade nos seus resultados técnicos ao longo do tempo.

## 4 Evolução do setor dos fundos de pensões

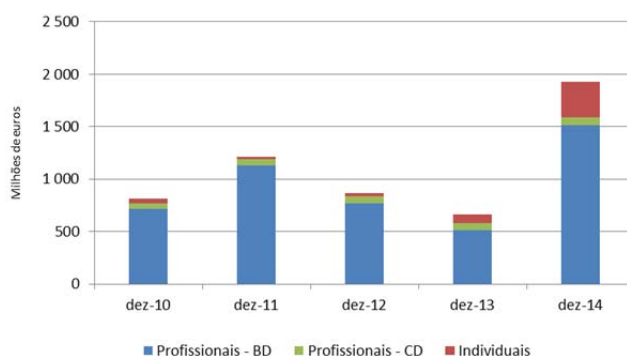
O setor dos fundos de pensões manteve uma evolução positiva, ascendendo os montantes geridos a mais de 17 mil milhões de euros no final de 2014. Durante esse ano, registou-se um acréscimo de 15,5%, tendo, para esse efeito, contribuído tanto o aumento do valor dos fundos profissionais (em 13,8%), como dos individuais (em 48,5%).

Figura 4.1 – Evolução do montante dos fundos de pensões



Em 2014, o volume das contribuições representou mais do dobro do valor observado no ano precedente, correspondendo a um total de cerca de 2 mil milhões de euros.

Figura 4.2 – Evolução do volume das contribuições

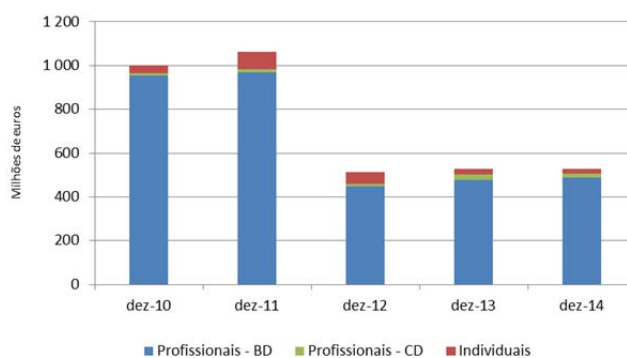


Relativamente aos fundos profissionais, em particular aos planos de benefício definido, a expressiva variação resultou essencialmente da necessidade de manter adequados níveis de financiamento face ao incremento do valor atual das responsabilidades decorrente de alterações dos pressupostos utilizados na sua avaliação, nomeadamente da diminuição generalizada da taxa de desconto aplicada aos fundos de pensões do setor bancário. Tal resulta da adaptação à conjuntura económica, caracterizada pelo ambiente prolongado de baixas taxas de juro e de compressão das *yields* dos investimentos.

No caso dos fundos individuais, o aumento acentuado do volume das contribuições não foi generalizado ficando a dever-se, em grande parte, à estratégia comercial prosseguida por um fundo de pensões aberto em particular.

Desde a quebra significativa do mercado observada entre 2011 e 2012, na sequência da transferência das responsabilidades com pensões em pagamento dos fundos de pensões do setor bancário para a Segurança Social, o montante dos benefícios pagos tem vindo a apresentar um comportamento estável, registando-se uma ligeira redução de 0,2% no último ano.

**Figura 4.3** – Evolução do montante dos benefícios pagos



## 5 Avaliação dos riscos do setor

### 5.1 Inquérito qualitativo sobre a avaliação dos riscos do setor segurador e dos fundos de pensões

Prosseguindo o trabalho iniciado em 2013, foi realizado um inquérito ao mercado sobre os principais riscos associados ao setor segurador e de fundos de pensões, com particular enfoque nos que podem afetar de forma significativa a sua estabilidade. O questionário pretendeu, também, aferir as principais preocupações dos operadores, bem como caracterizar as suas expetativas futuras.

Conforme previsto desde a sua génese, procedeu-se, nesta edição, à atualização do questionário – com a introdução de novos riscos e a revisão de outros – com o intuito de adaptar o respetivo conteúdo à evolução da conjuntura macroeconómica e do próprio setor e torná-lo mais consistente com o regime Solvência II.

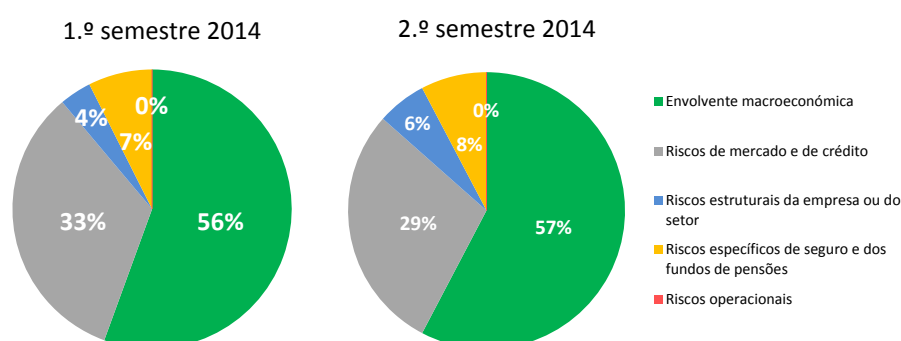
O questionário divide-se em quatro secções: riscos macroeconómicos e dos mercados financeiros, riscos estruturais da empresa ou do setor, riscos específicos de seguros e fundos de pensões e riscos operacionais.

Neste inquérito, relativo ao segundo semestre de 2014, participaram 42 empresas de seguros e 11 sociedades gestoras de fundos de pensões (SGFP). Note-se que as respostas foram recebidas pela ASF em fevereiro de 2015, pelo que não incorporam a eventual alteração das expetativas dos participantes decorrente de acontecimentos posteriores a essa data.

#### 5.1.1 Hierarquização e caracterização das classes de risco

A maioria dos operadores continua a atribuir maior importância aos riscos associados à envolvente macroeconómica, não se observando variações relevantes face ao semestre anterior.

Figura 5.1 – Evolução da classe de risco de maior importância

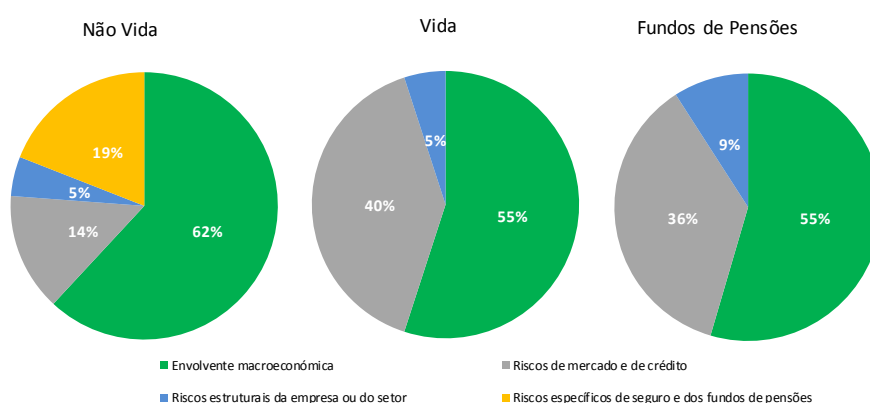




Contudo, embora para a globalidade do setor os riscos de mercado e de crédito permaneçam como o segundo conjunto de riscos com maior relevância, verifica-se uma destrição nesta distribuição em função dos negócios explorados pelos diferentes operadores.

Ao nível das SGFP e dos operadores cujo principal negócio é o ramo Vida, os riscos de mercado e de crédito assumem-se claramente como o segundo conjunto de riscos mais relevante, enquanto para os operadores que exploram os ramos Não Vida, os riscos específicos de seguro apresentam uma relevância superior a esses. Esta distinção revela consistência com os módulos mais representativos, em termos de requisitos de capital no novo regime Solvência II, para cada um dos respetivos tipos de operadores, de acordo com os resultados do Estudo de Impacto Quantitativo Nacional levado a cabo no ano transato (QIS-2014).

**Figura 5.2** – Classe de risco de maior importância por segmento de negócio do inquirido



## 5.1.2 Riscos associados à envolvente macroeconómica e aos mercados financeiros

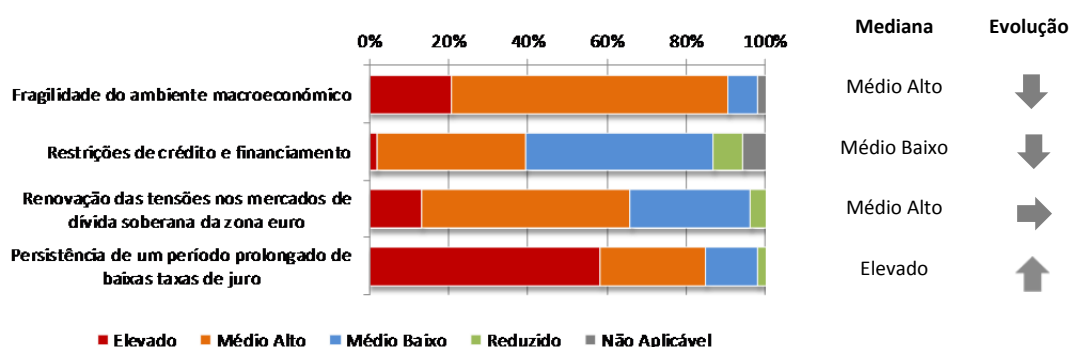
### Envolvente macroeconómica

No que concerne aos riscos respeitantes à envolvente macroeconómica, o risco mais relevante – medido pelo efeito combinado entre a probabilidade de ocorrência e o correspondente impacto – continua a ser a persistência de um período prolongado de baixas taxas de juro, tendo, inclusive, registado um agravamento face ao semestre anterior, reforçando a tendência verificada anteriormente. Além do impacto na valorização dos passivos de maior maturidade, este contexto coloca pressões sobre a capacidade de obtenção de rendibilidades que suportem as garantias financeiras oferecidas nos contratos de seguros.

A este propósito, é relevante recordar que o exercício de *stress test* levado a cabo pela EIOPA em 2014 incluiu um módulo *Low Yield* que mediu a extensão e a profundidade dos riscos subjacentes à manutenção de um ambiente prolongado de baixas taxas de juro, focando-se no impacto macroeconómico de movimentos da estrutura temporal de taxas de juro de mercado, e que evidenciou o grau de exposição do setor a este risco.

Por seu turno, a fragilidade do ambiente macroeconómico e os riscos decorrentes das restrições de crédito e de financiamento da economia conheceram reduções face ao estudo anterior, embora o primeiro mantenha uma classificação mediana de médio alto.

**Figura 5.3** – Classificação dos riscos associados à envolvente macroeconómica de acordo com a probabilidade de ocorrência e impacto<sup>8</sup>



Esses dois riscos são também aqueles que os operadores encaram com maior otimismo no futuro, ainda que com alguma moderação. Mais pessimista é a visão relativa à persistência do atual cenário de baixas taxas de juro, com um número significativo de entidades a considerar que irá continuar a agravar-se, sentimento a que não será alheio o lançamento do programa de *Quantitative Easing* do BCE.

Por seu turno, a disparidade de respostas atinentes à evolução esperada dos mercados de dívida soberana da zona euro, reflete a elevada incerteza que já se vivia à data das respostas, com os impactos positivos esperados do referido programa de *Quantitative Easing* do BCE a contrabalançarem com o efeito adverso da instabilidade na Grécia e na Europa de Leste.

<sup>8</sup> O sentido da seta é alterado quando o valor da mediana varia no mínimo 5% ou quando a classificação qualitativa é alterada. Tratando-se de novos riscos, inseridos no âmbito da atualização do questionário referida no início da secção, é apresentada a notação "n.a." (não aplicável). Esta nota refere-se a todos os gráficos deste capítulo.

**Figura 5.4** – Expetativas de evolução no curto/médio prazo dos riscos associados à envolvente macroeconómica

Riscos da envolvente macroeconómica	Caraterização da evolução esperada				
	Agravaamento significativo	Agravaamento ligeiro	Sem alterações	Melhoria ligeira	Melhoria significativa
Fragilidade do ambiente macroeconómico	0%	18%	39%	41%	2%
Restrições de crédito e financiamento	0%	6%	28%	60%	6%
Renovação das tensões nos mercados de dívida soberana da zona euro	2%	48%	8%	40%	2%
Persistência de um período prolongado de baixas taxas de juro	2%	38%	50%	10%	0%

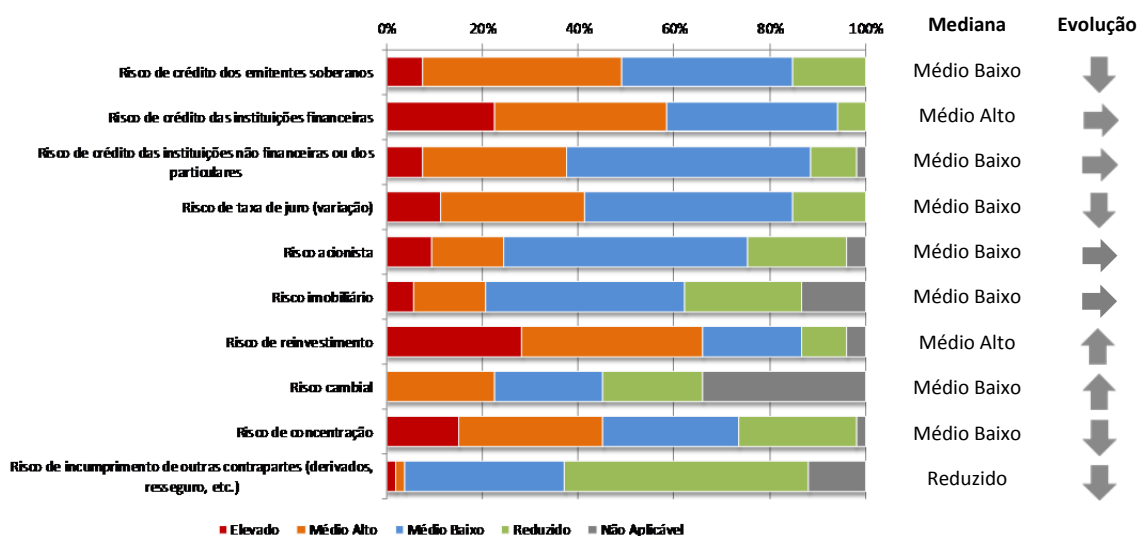
### Riscos de mercado e de crédito

Ao nível do conjunto dos riscos de mercado e de crédito, verifica-se que o risco de reinvestimento é aquele que assume maior importância para os operadores, tendo-se verificado um aumento face ao semestre anterior. Estes resultados vêm refletir as pressões colocadas pelas atuais baixas taxas de juro sobre a capacidade de obtenção de rendibilidades que suportem as garantias financeiras oferecidas nos contratos de seguros.

Saliente-se, também, o risco de crédito das instituições financeiras que manteve uma classificação mediana de médio alto, o que é reflexo da ainda elevada exposição das carteiras de investimento a títulos emitidos por empresas do setor financeiro. Refira-se que, apesar da evolução favorável da generalidade dos prémios de risco do setor financeiro, a instabilidade provocada pela resolução do BES acabou por impedir uma evolução positiva deste risco.

Finalmente, destaque para o risco de crédito dos emitentes soberanos, que mantém a tendência descendente já verificada no estudo anterior, embora apresente uma relevância ainda considerável, com os operadores a identificarem a instabilidade política na Grécia como uma situação a acompanhar com particular enfoque. Os riscos de variação das taxas de juro e de concentração também reduziram.

**Figura 5.5** – Classificação dos riscos de mercado e de crédito de acordo a probabilidade de ocorrência e impacto



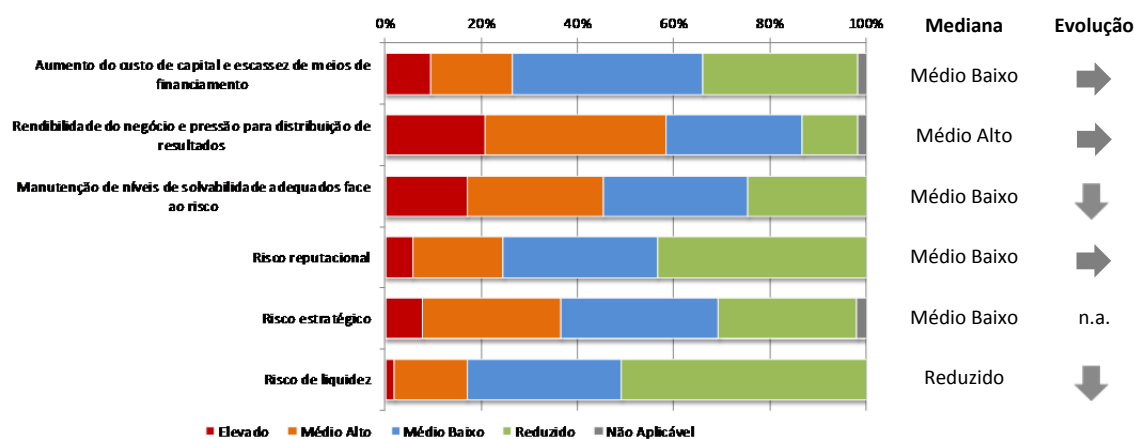
Em termos de perspetivas futuras, é de realçar que um número significativo de operadores antevê um agravamento do já elevado risco de reinvestimento, algo que surge em consonância com a expectativa da manutenção das baixas taxas de juro por um período prolongado, conforme observado no ponto anterior. Estas apreensões por parte dos operadores poderão acentuar comportamentos de *search for yield* que importa monitorizar de perto, particularmente no atual contexto de elevada volatilidade em alguns mercados, em que se agudizam os receios de sobrevalorização dos ativos de maior risco e de reversão abrupta dos preços.

### 5.1.3 Riscos estruturais da empresa e do setor

No que concerne aos riscos inerentes à estrutura dos operadores e do próprio mercado, o risco associado à rendibilidade do negócio e à pressão para distribuição de resultados é aquele que, na ótica dos inquiridos, apresenta maior relevância tendo em conta a sua probabilidade de ocorrência e impacto esperado. A atual conjuntura económica e a forte concorrência sentida no setor são os principais motivos apontados como influenciando negativamente a rendibilidade do negócio, enquanto a pressão para a distribuição de resultados é sentida de forma díspar no mercado, dependendo da situação financeira individual e da respetiva estrutura acionista.

Os riscos associados à manutenção de níveis de solvabilidade adequados face ao risco conheceram uma evolução positiva neste semestre. Ainda que, no atual regime, as empresas de seguros apresentem níveis confortáveis, os resultados do exercício QIS-2014 evidenciaram algumas vulnerabilidades do setor em ambiente Solvência II ao nível de necessidades de capital e/ou de redução dos riscos, a ter em conta no processo de transição. Assim, a evolução verificada poderá estar relacionada com a crescente sensibilização do mercado para os principais fatores determinantes dos níveis de solvência no novo regime, com a consequente incorporação na definição das estratégias de negócio e de investimento.

**Figura 5.6** – Classificação dos riscos estruturais da empresa e do setor de acordo com a probabilidade de ocorrência e impacto

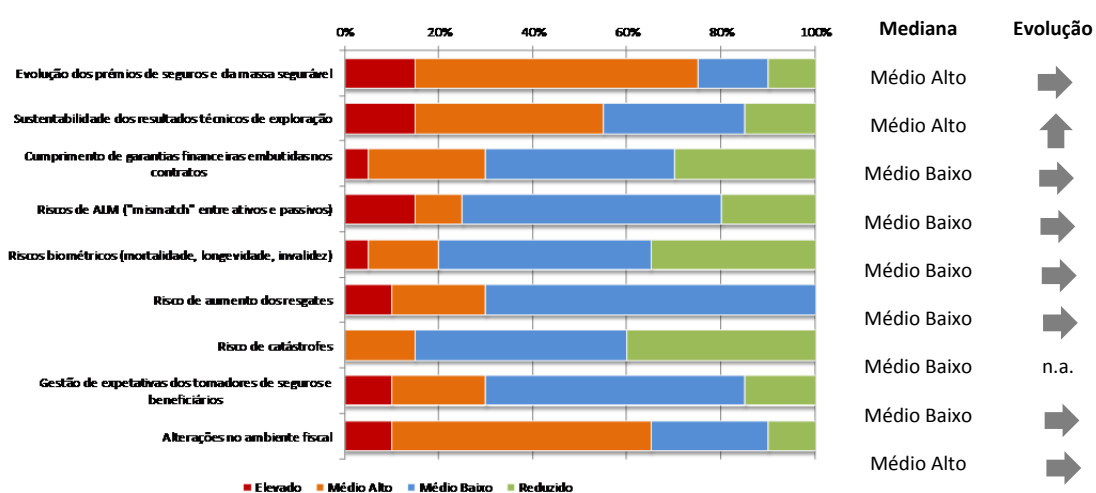


## 5.1.4 Riscos específicos de seguros e dos Fundos de Pensões

### Riscos específicos do ramo Vida

Face aos resultados do inquérito do primeiro semestre do ano anterior, destaca-se o aumento da relevância das preocupações com a sustentabilidade dos resultados técnicos de exploração. Os riscos associados à evolução dos prémios de seguros e da massa segurável e a alterações no ambiente fiscal continuam a apresentar uma relevância elevada para os operadores que exploram o ramo Vida, traduzida numa classificação de médio alto.

**Figura 5.7** – Classificação dos riscos específicos do ramo Vida de acordo com a probabilidade de ocorrência e impacto



Os operadores consideram, inclusivamente, que alguns destes riscos tenderão a agravar-se no futuro, particularmente a evolução dos prémios de seguros e da massa segurável e a sustentabilidade futura dos resultados técnicos de exploração. Relativamente ao primeiro, não serão alheias as atuais incertezas quanto ao impacto no rendimento disponível decorrente do ritmo de consolidação das finanças públicas e as novas medidas de política orçamental, tendo em conta a aproximação de um novo ciclo eleitoral. Quanto ao segundo, o atual cenário de baixas taxas de juro tem pressionado negativamente a componente de rendimento fixo das carteiras de investimento que, associada à volatilidade verificada nas componentes variáveis, tem condicionado os resultados financeiros das empresas de seguros. Acresce ainda que, conforme já referido anteriormente, as baixas taxas de juro afetam a capacidade de cumprimento das garantias financeiras oferecidas nos produtos de seguro.

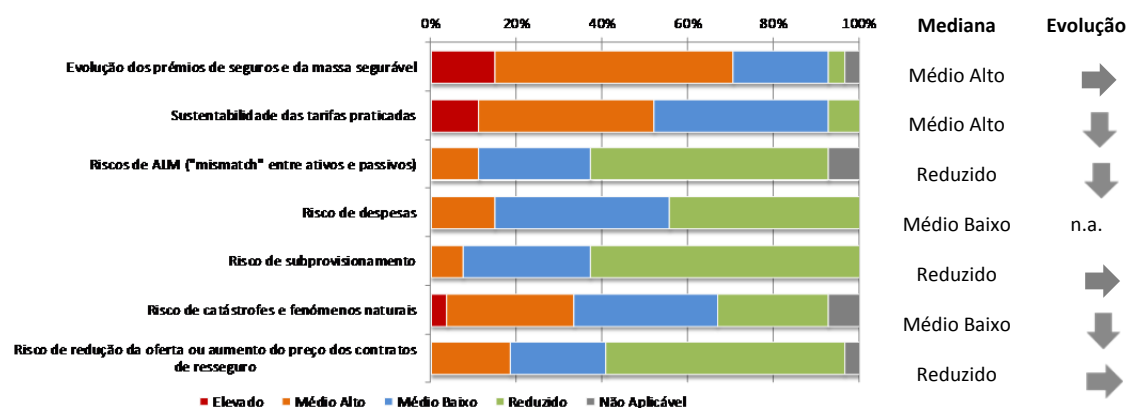
A este respeito, alguns operadores referiram que o lançamento de produtos com garantias de taxa revistas anualmente tem permitido mitigar o impacto dessa redução, ao mesmo tempo que o *stock* de contratos com taxas garantidas elevadas e não passíveis de revisão ao longo da sua duração, tem vindo a diminuir.

## Riscos específicos dos ramos Não Vida

À semelhança do observado para o ramo Vida, também a evolução dos prémios de seguros e da massa segurável se mantém entre os riscos mais relevantes para os ramos não Vida, dada a forte correlação apresentada entre a evolução dos prémios e o crescimento económico.

A sustentabilidade das tarifas praticadas continua, igualmente, a ser um dos riscos mais relevantes desta categoria, embora se tenha verificado um ligeiro decréscimo face ao semestre anterior, refletindo as ações de correção das práticas de subscrição e tarifação que têm sido empreendidas pela ASF. Os restantes riscos apresentam, na opinião dos inquiridos, um peso médio baixo ou mesmo reduzido, tendo em conta a probabilidade de ocorrência e o respetivo impacto.

**Figura 5.8** – Classificação dos riscos específicos dos ramos Não Vida de acordo com a probabilidade de ocorrência e impacto

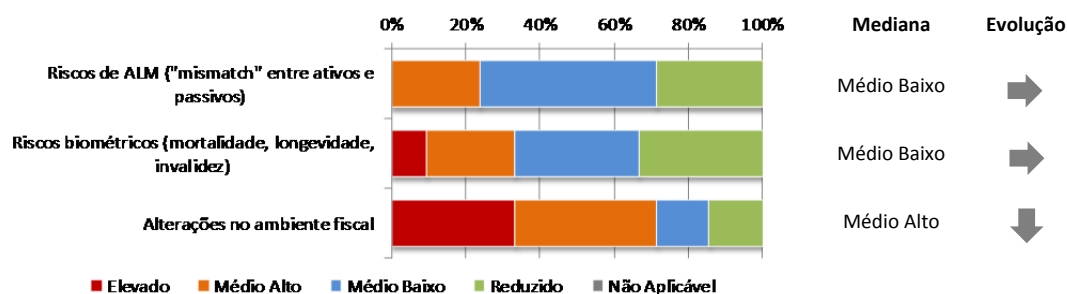


No que concerne à caracterização da evolução futura, é de assinalar a visão moderadamente negativa do setor sobre a evolução dos prémios de seguros e da massa segurável. Esta perspetiva contrasta com o otimismo moderado quanto à evolução do ambiente macroeconómico observado no ponto 5.1.2, o que poderá indicar que os operadores receiam que a recuperação, ainda que frágil, da economia não se traduza num aumento imediato dos prémios e da massa segurável, fruto também da forte concorrência verificada, em especial ao nível dos ramos massificados.

## Riscos específicos dos Fundos de Pensões

No que diz respeito às entidades gestoras de fundos de pensões, o risco de alterações do regime fiscal é o único que continua a apresentar uma classificação mediana de médio alto, ainda que seja de notar uma evolução decrescente. De referir que dois operadores indicaram outras alterações legislativas – nomeadamente alterações no enquadramento da segurança social – como outro risco relevante para o setor dos Fundos de Pensões.

**Figura 5.9** – Classificação dos riscos específicos dos Fundos de Pensões de acordo a probabilidade de ocorrência e impacto



Em termos de evolução esperada, a maioria dos operadores, não prevê alterações significativas do nível destes riscos.

### 5.1.5 Riscos operacionais

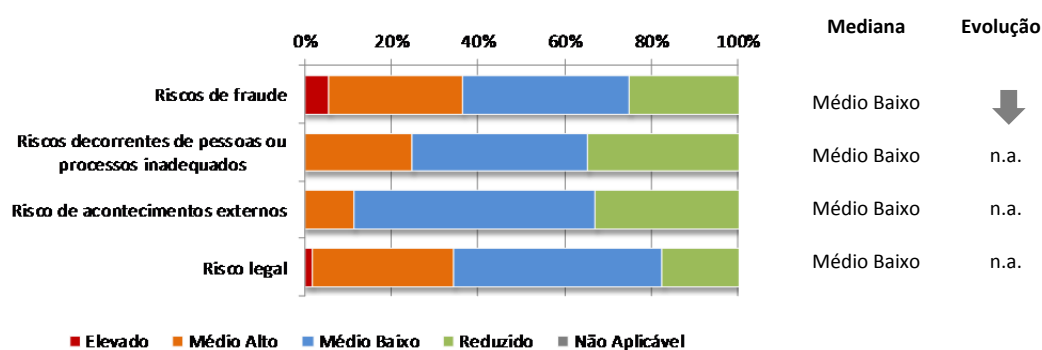
No inquérito deste semestre, foi adicionada uma nova categoria, englobando certos riscos que antes estavam dispersos por outras classes, mas que, no contexto do regime Solvência II, são abrangidos pela definição de risco operacional, tendo-se procedido igualmente à sua renomeação.

Em termos médios, a classificação atribuída à globalidade dos riscos operacionais foi de médio baixo, refletindo a menor importância geralmente atribuída a esta classe de risco pelos operadores. Essa apreciação poderá ser parcialmente atribuível ao facto de estes riscos serem tipicamente:

- os que apresentam maior disparidade em termos de definição e âmbito e com as fronteiras mais ténues face a outras classes de riscos;
- aqueles para os quais a qualidade de informação é geralmente inferior ou que possuem insuficiente informação histórica de perdas;
- os mais difíceis de quantificar/mensurar.

Nesta recolha, o risco de fraude e risco legal apresentam-se como os mais relevantes nas preocupações dos operadores.

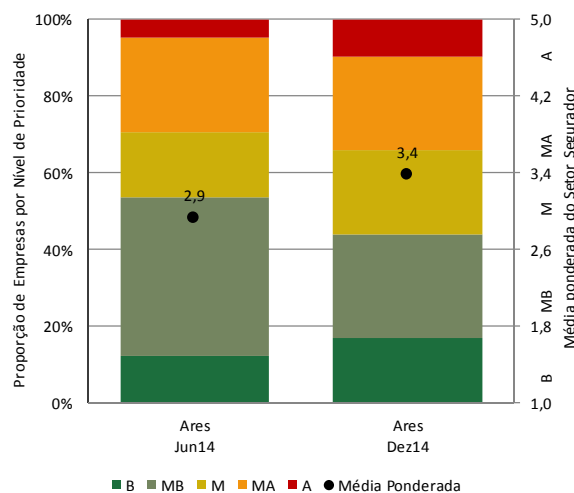
**Figura 5.10** – Classificação dos riscos operacionais de acordo com a probabilidade de ocorrência e impacto



## 5.2 Avaliação dos riscos do setor segurador

A 31 de dezembro de 2014, o setor segurador, numa perspetiva global, agravou a sua avaliação para médio-alto, tendo o indicador setorial aumentado cinco casas decimais, para 3,4, face à avaliação registada no final do primeiro semestre de 2014. Adicionalmente, foram avaliadas quatro empresas com risco alto, mais duas que na avaliação anterior.

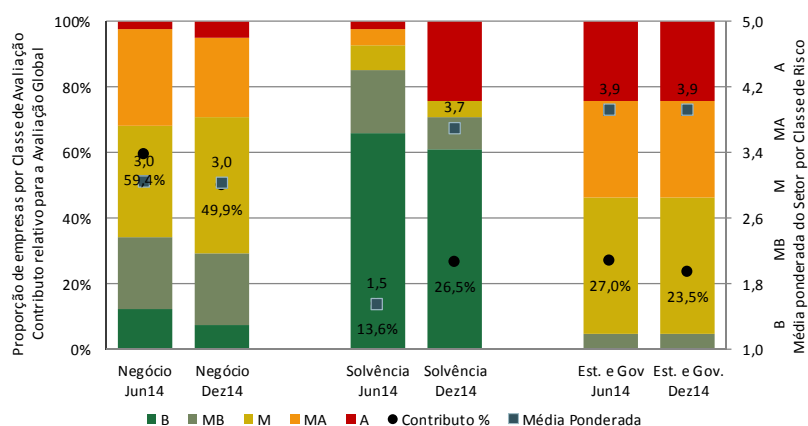
**Figura 5.11** – Avaliação global do setor segurador



Este comportamento reflete essencialmente o impacto da incorporação dos resultados do exercício QIS-2014 na avaliação da classe de risco de solvência, tendo esta classe sido avaliada em médio-alto, com 10 empresas classificadas com risco alto. Esta alteração metodológica procura refletir na notação a informação disponível sobre o impacto estimado da transição para o novo regime de solvência. Note-se, no entanto, que essa informação reporta-se a uma data de referência anterior, e não tem em conta as ações posteriores dos operadores no sentido da adaptação das estratégias de negócio e de investimento. Nas restantes classes de risco não se registaram alterações significativas.



**Figura 5.12** – Avaliação global do setor segurador por classe de risco



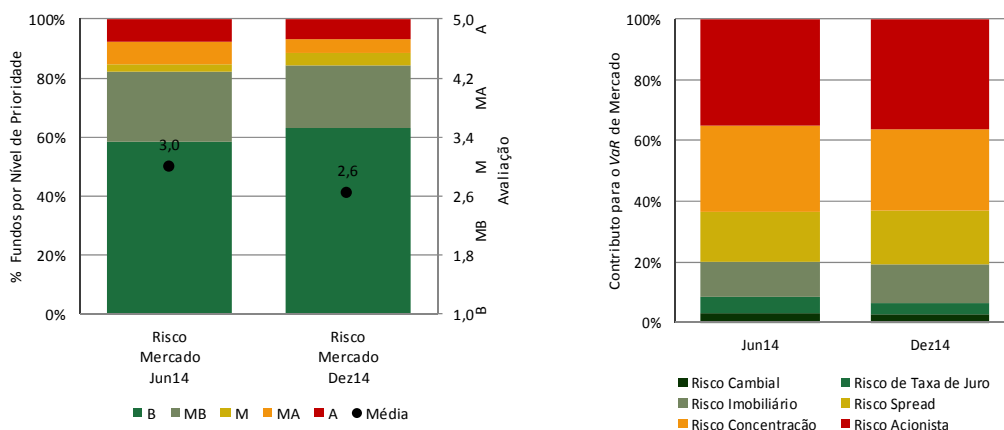
### 5.3 Avaliação dos riscos do setor dos fundos de pensões

Em termos globais, no final do exercício de 2014, a avaliação dos riscos intrínsecos às carteiras de investimento dos fundos de pensões evidenciou uma diminuição global dos mesmos.

Ao nível dos riscos de mercado, ponderados pelo cálculo da estimativa do *VaR*, o setor, no seu todo, registou um decréscimo da notação de 3,0 para 2,6, mantendo, ainda assim, a avaliação de médio, com alguns fundos a transitarem para um nível de prioridade inferior.

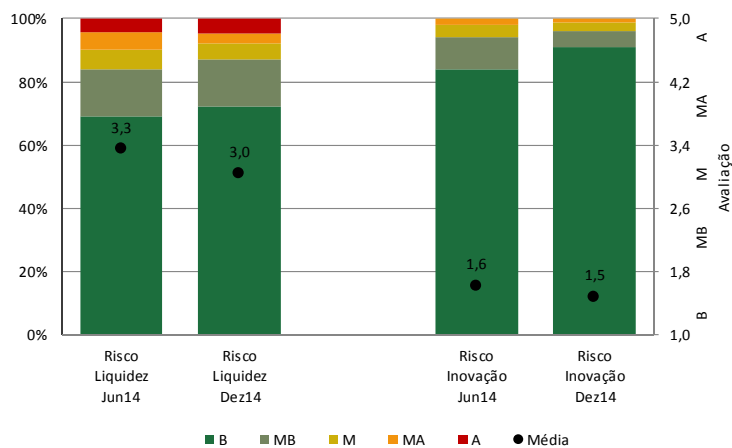
Esta evolução é essencialmente explicada por uma diminuição da duração dos ativos, que se traduziu de forma favorável ao nível dos riscos de *spread* e de taxa de juro. Em termos agregados, os riscos acionista e de concentração subsistem como os principais riscos a ter em conta.

**Figura 5.13** – Avaliação do risco de mercado no setor dos fundos de pensões



Refletindo o habitual reforço das aplicações em depósitos no final do exercício, decorrente das contribuições efetuadas no último trimestre, os riscos de liquidez e de inovação sofreram igualmente um decréscimo, mantendo-se, no entanto, nas mesmas classes de risco.

**Figura 5.14** – Avaliação do risco de liquidez e do risco de inovação no setor dos fundos de pensões



## 6 Análises temáticas

### 6.1 Análise do impacto da introdução do risco da dívida soberana no cálculo do SCR

O Regulamento Delegado n.º 2015/35, da Comissão, de 10 de outubro de 2014, que completa a Diretiva 2009/138/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, relativa ao acesso à atividade de seguros e resseguros e ao seu exercício (Diretiva Solvência II), atribui um fator de risco de 0% às exposições a dívida pública dos estados-membros da União Europeia, denominados na moeda do respetivo país, para efeitos de cálculo da fórmula padrão do requisito de capital de solvência (SCR), mais concretamente dos riscos de *spread* e de concentração.

No final do exercício de 2013, esses títulos representavam cerca de 36,3% da carteira de ativos do conjunto das empresas de seguros sob a supervisão da ASF, excluindo os afetos a seguros *unit linked*, destacando-se a preferência dos operadores pelas obrigações do tesouro português, com um peso de 21,7%. A duração média da carteira de dívida soberana situava-se em 3,7 anos e o *rating* médio<sup>9</sup> em BBB- (dois níveis acima da notação BB do Estado português).

Figura 6.1 – Valores investidos em dívida soberana em 31 de dezembro de 2013<sup>10</sup>

País	Total sem Ligados		
	Duração média	CQS	% Total da Carteira
Portugal	3,59	4	21,7%
Espanha	4,29	3	4,2%
Itália	4,18	3	3,7%
França	3,79	1	2,5%
Bélgica	2,57	1	0,8%
Alemanha	4,79	0	0,7%
Austria	3,23	1	0,6%
Holanda	3,78	0	0,5%
Irlanda	3,73	3	0,2%
<b>Total</b>	<b>3,74</b>	<b>3</b>	<b>36,3%</b>

A presente análise tem por objetivo estimar o impacto no SCR, caso a isenção de risco de crédito prevista na fórmula padrão para a dívida soberana deixasse de ser considerada, possibilidade que, no futuro, pode vir a ser equacionada.

<sup>9</sup> Por simplificação, para efeitos da presente análise foi considerado o *rating Composite da Bloomberg*.

<sup>10</sup> O *Credit Quality Step* (CQS) reflete o nível relativo de qualidade creditícia, mensurada pela notação de *rating*.

Com esse propósito, tomaram-se como ponto de partida os resultados do estudo de impacto quantitativo nacional (QIS-2014), realizado com data de referência de 31 de dezembro de 2013, tendo sido testados três cenários alternativos.

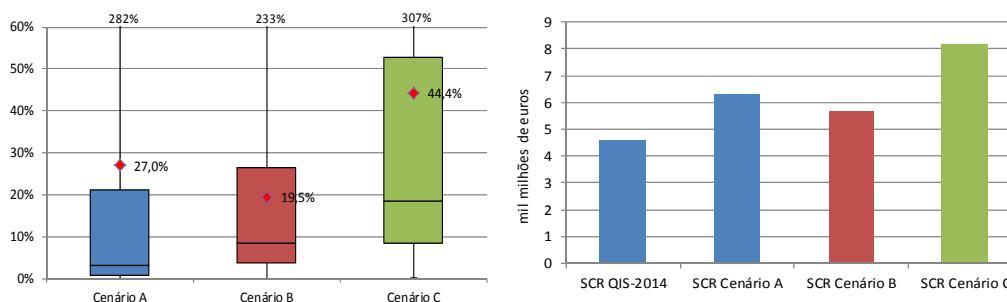
No primeiro cenário (Cenário A), considerou-se a manutenção da isenção para o risco de *spread* e a aplicação à dívida soberana do risco de concentração em conformidade com o definido para as obrigações *corporate*<sup>11</sup>, embora com um limiar de concentração mínima de 10%<sup>12</sup>. No segundo cenário (Cenário B), foram considerados os fatores de risco aplicáveis à dívida soberana de países terceiros ou denominada em moeda estrangeira<sup>13</sup>. No terceiro cenário (Cenário C), foram aplicados à dívida soberana os pressupostos mais conservadores, calculando-se os correspondentes requisitos de capital em conformidade com o definido para as obrigações *corporate*<sup>14</sup>.

Importa referir que o presente exercício não tomou em consideração a possibilidade de utilização das medidas de longo prazo e de transição, em particular do ajustamento de congruência, nem o impacto de redução do SCR dado pelo ajustamento para a capacidade de absorção de perdas, o que, no caso de algumas empresas, pode reduzir de forma significativa as estimativas obtidas para os requisitos de capital.

### 6.1.1 Análise dos resultados

Comparativamente com os resultados obtidos no QIS-2014, o rácio global de cobertura do SCR verifica uma redução compreendida entre 44,4 pontos percentuais no cenário mais gravoso (cenário C), e 19,5 pontos percentuais no cenário menos penalizador (cenário B), decorrente de um aumento dos requisitos de capital de, respetivamente, 3,6 e 1,1 mil milhões de euros.

**Figura 6.2** – Variações relativa e absoluta do rácio de cobertura do SCR



<sup>11</sup> Previsto no artigo 185.º e no n.º 1 do artigo 186.º do Regulamento Delegado n.º 2015/35.

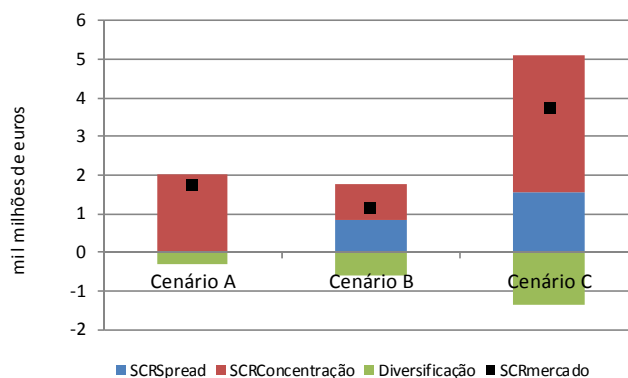
<sup>12</sup> O que significa que apenas as exposições individuais que excedem 10% do valor global da carteira de investimento são sujeitas a carga de risco de concentração.

<sup>13</sup> Previstos no n.º 3 do artigo 180.º (risco de *spread*) e no n.º 4 do artigo 187.º (risco de concentração) do Regulamento Delegado n.º 2015/35.

<sup>14</sup> Previstos no n.º 3 do artigo 176.º (risco de *spread*) e no artigo 185.º e no n.º 1 do artigo 186.º (risco de concentração) do Regulamento Delegado n.º 2015/35.

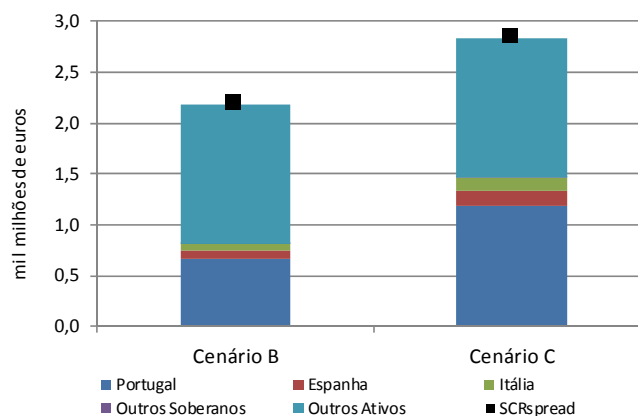
No cenário A, face aos pressupostos considerados, observa-se apenas um impacto no submódulo de risco de concentração (+2,0 mil milhões de euros). No cenário B, os aumentos são repartidos de forma quase equitativa entre o submódulo de risco de concentração (+0,9 mil milhões de euros) e o submódulo de risco de *spread* (+0,9 mil milhões de euros). No cenário C, a evolução a que se assiste nos requisitos de capital do módulo de risco de mercado é maioritariamente justificada pelo impacto ao nível do submódulo de risco de concentração (+3,5 mil milhões de euros).

**Figura 6.3** – Impacto da dívida dos soberanos no SCR<sub>market</sub>



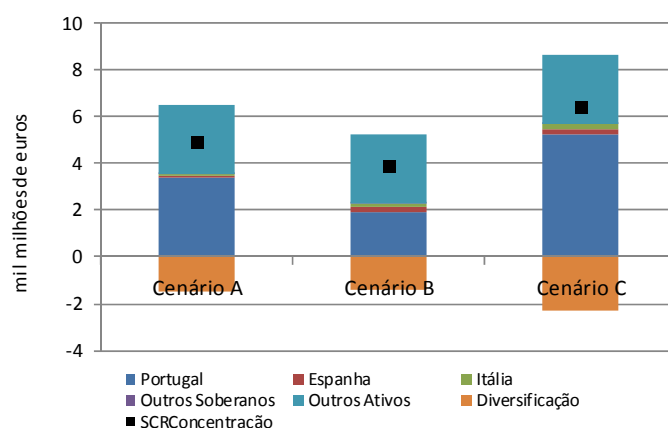
A análise do impacto da dívida dos soberanos por país emissor permite observar que a exposição às obrigações do tesouro português representa 30% (0,7 mil milhões de euros) e 41% (1,2 mil milhões de euros) do total de requisitos de capital do submódulo de risco de *spread*, estimados, respetivamente, nos cenários B e C.

**Figura 6.4** – Impacto da dívida dos soberanos no SCR<sub>spread</sub>



Adicionalmente, no total de requisitos de capital do submódulo de risco de concentração (sem desconto dos efeitos de diversificação), essa exposição representa 68% (3,4 mil milhões de euros), 50% (1,9 mil milhões de euros) e 81% (5,2 mil milhões de euros), respetivamente, nos cenários A, B e C.

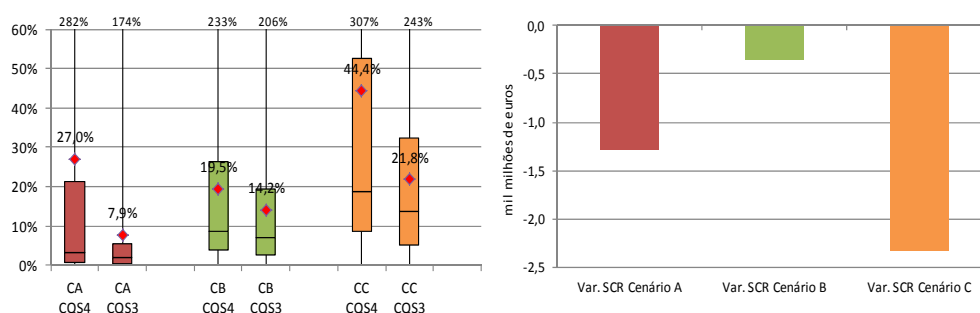
**Figura 6.5** – Impacto da dívida dos soberanos no SCR<sub>concentração</sub>



Atendendo à materialidade da dívida portuguesa, procedeu-se, em complemento, à análise da sensibilidade do SCR a uma melhoria do respetivo *rating* para a categoria de *investment grade* (mudança do CQS 4 para 3).

Os resultados obtidos evidenciam uma elevada sensibilidade do SCR dos operadores do setor segurador nacional à notação de *rating* do Governo Português, observando-se uma melhoria significativa do rácio de cobertura do SCR para todos os cenários, decorrente de uma diminuição dos requisitos de capital de, respetivamente, 25,9% (-1,3 mil milhões de euros), 6,6% (-0,4 mil milhões de euros) e 39,7% (-2,3 mil milhões de euros).

**Figura 6.6** – Impacto no rácio de cobertura do SCR da melhoria do CQS da dívida pública portuguesa (variações relativa e absoluta)



### 6.1.2 Conclusões

O presente estudo procurou efetuar a análise do impacto que os títulos de dívida soberana poderiam representar, ao nível do requisito de capital de solvência das empresas de seguros sob a supervisão da ASF, caso o tratamento atualmente previsto para a fórmula padrão para este tipo de exposições fosse alterado.

A metodologia seguida assentou necessariamente na assunção de um conjunto de premissas e pressupostos. Em particular, não são considerados os efeitos de mitigação que seriam providenciados pela utilização de determinadas medidas e instrumentos, pelo que os resultados se encontram sobrestimados. É ainda de assinalar que os impactos são comparados com o cenário de detenção de ativos tidos como isentos de risco de crédito, sendo que esses impactos seriam necessariamente inferiores se o cenário de base considerasse a substituição da dívida pública por outros títulos, por exemplo dívida privada, na medida em que estes comportariam, no contexto da fórmula padrão do SCR, algum grau de risco de crédito.

Não obstante, é possível concluir que, à data de referência do exercício, a materialização da citada alteração regulatória teria um impacto significativo no setor nacional, decorrendo a maior parte desse impacto da concentração em dívida pública portuguesa, penalizada quer pelo peso que assume nas carteiras de investimento, quer pelo respetivo *rating*.

Com efeito, verificou-se que a transição da classe de *rating* atual para a categoria de *investment grade* permitiria uma redução significativa dos requisitos de capital dos operadores, demonstrando a forte sensibilidade à calibragem do módulo de risco de mercado da fórmula padrão, justificada com o aumento não linear dos fatores de risco em função da notação de *rating*, sendo o maior impacto observado, precisamente, na transição entre as classes de crédito 3 e 4.

Deste modo, os desenvolvimentos regulatórios em sede internacional sobre o tratamento da dívida soberana<sup>15</sup>, assim como os princípios basilares de adequada dispersão e diversificação dos riscos, quer estes provenham de fontes públicas ou privadas, vêm reforçar a importância de as empresas de seguros procederem à monitorização e gestão adequada das suas exposições, em especial na fase corrente de revisão das estratégias de investimento para a sua adaptação ao novo regime de solvência.

---

<sup>15</sup> Sobre esta matéria, note-se, em particular, a publicação do relatório do Conselho Europeu para o Risco Sistémico (ESRB) sobre o tratamento regulatório das exposições a soberanos no âmbito dos setores bancário e segurador, disponível em [http://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/other/esrbreportregulatorytreatmentsovereignexposures032015\\_en.pdf?5e96866674d73fcdaeabe9077c30d1d](http://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/other/esrbreportregulatorytreatmentsovereignexposures032015_en.pdf?5e96866674d73fcdaeabe9077c30d1d).

## 6.2 Análise do grau de preparação das empresas de seguros para a implementação do regime Solvência II

Através da Circular n.º 5/2014, de 12 de dezembro, a ASF veio reiterar e reforçar a necessidade de uma preparação atempada e consistente para o regime Solvência II, condição essencial para uma transição eficaz. Em particular, através do questionário anexo a essa Circular, procurou-se aferir o grau de preparação dos operadores do setor segurador para a adoção dos novos requisitos previstos. O questionário incidiu sobre a implementação dos requisitos quantitativos, dos requisitos qualitativos e ainda dos requisitos de reporte e divulgação de informação, abrangendo, desta forma, os três pilares do regime. Uma secção específica para grupos seguradores foi também considerada, pelo facto de constituir um aspeto relevante da Diretiva Solvência II. O questionário procurou ainda identificar eventuais vulnerabilidades ou oportunidades de melhoria no âmbito da preparação para o novo regime, traçando um quadro global.

O presente estudo apresenta as conclusões da análise agregada das respostas das empresas de seguros ao questionário, sendo, por isso, um retrato da posição a 31 de janeiro de 2015. É prestada especial atenção às áreas onde foram reportadas maiores dificuldades no processo de preparação para a implementação do regime Solvência II ou maiores necessidades de investimento.

As respostas ao questionário abrangeram, em base individual, todas as 45 empresas do setor segurador sujeitas à supervisão prudencial da ASF, bem como três grupos seguradores.

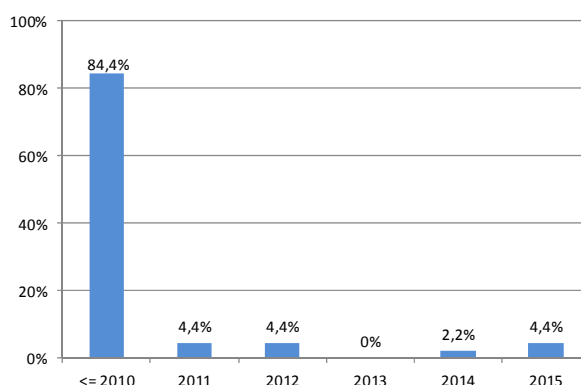
### 6.2.1.1 Análise dos resultados

Conforme referido, os resultados que se apresentam de seguida refletem as respostas dos operadores ao questionário acima referido, com posição à data de 31 de janeiro de 2015, não tendo sido incorporadas quaisquer análises ou validações individuais posteriores pela ASF.

No que respeita à **preparação global para o regime Solvência II**, a maioria das empresas (84,4%) afirmou ter iniciado os trabalhos de preparação antes ou a partir do ano 2010, conforme reflete o gráfico seguinte. Em relação à implementação dos requisitos previstos, 30% das empresas indicou apoiar as suas atividades apenas em recursos internos, tendo cerca de 70% afirmado que recorre também à contratação de recursos externos para endereçar as necessidades decorrentes do Solvência II.



**Figura 6.7** – Ano de início da preparação para a implementação do regime Solvência II

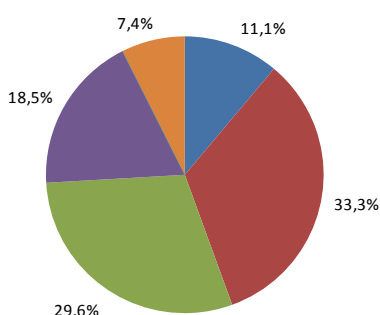


Relativamente ao cumprimento das orientações relativas à fase de preparação para a implementação do regime Solvência II, publicadas pela EIOPA, a grande maioria dos operadores referiu ter adotado, à data de reporte, medidas no sentido de dar cumprimento às orientações sobre o sistema de governação, sobre a autoavaliação prospetiva dos riscos (baseada nos princípios do ORSA) e sobre a submissão de informação às autoridades de supervisão, com as respetivas percentagens a situarem-se em torno dos 92%.

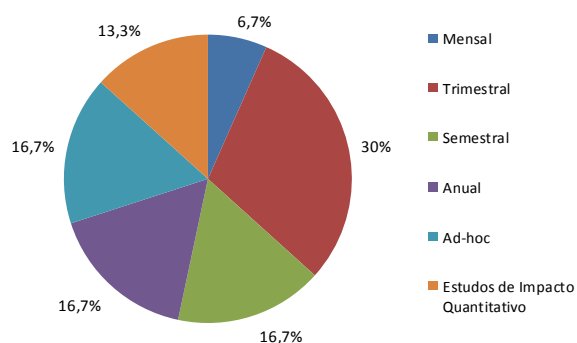
No âmbito da implementação dos **requisitos quantitativos**, mais concretamente, em relação ao cálculo das provisões técnicas, além do exigido nos termos da Norma Regulamentar n.º 9/2008, de 25 de setembro, e ao cálculo do requisito de capital de solvência, as respostas obtidas revelam proporções de, respetivamente, 60% e 66,7% para a realização destes cálculos internamente. Os gráficos que se seguem permitem concluir que uma percentagem significativa do subconjunto de operadores considera efetuar os cálculos, no mínimo, com uma periodicidade trimestral (44,4% no caso das provisões técnicas e 36,7% no que se refere ao requisito de capital de solvência). Destaque-se ainda, desse subconjunto, a proporção de operadores que referiu efetuar o cálculo do requisito de capital de solvência apenas numa base *ad-hoc* ou para efeitos da participação em estudos de impacto quantitativo (33,4%).

**Figura 6.8** – Cálculo de requisitos quantitativos

Periodicidade de cálculo das provisões técnicas, além do exigido na NR n.º 9/2008, de 25 de setembro



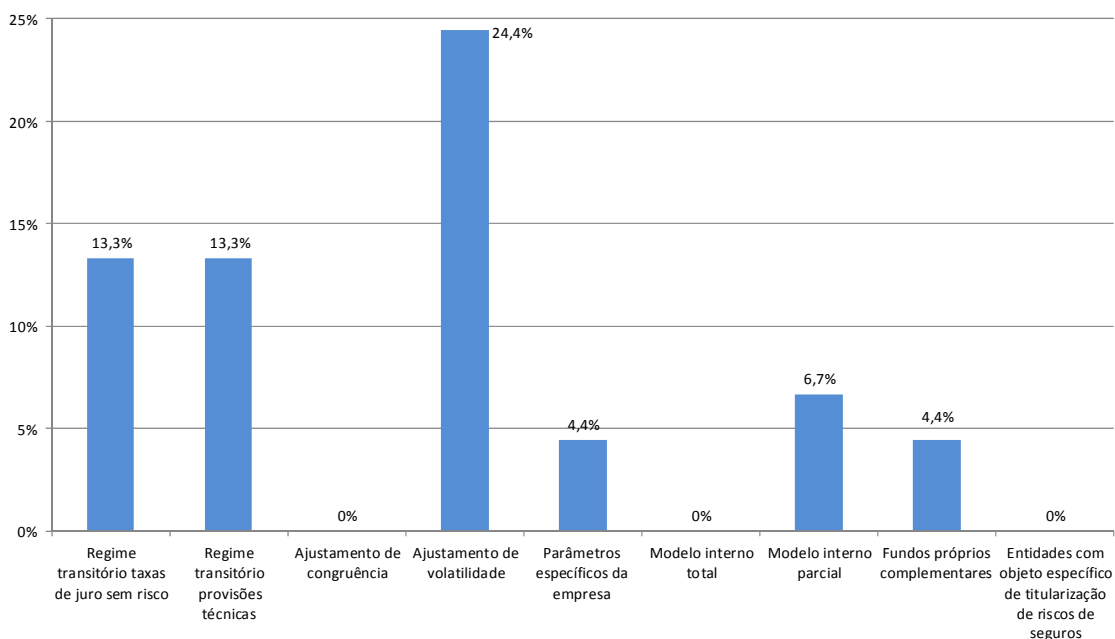
Periodicidade de cálculo do requisito de capital de solvência



Ainda neste contexto, as respostas obtidas permitiram concluir que os estudos de impacto quantitativo (QIS) lançados pela EIOPA ou pela ASF, assim como a Norma Regulamentar n.º 9/2008, de 25 de setembro, têm auxiliado as empresas no processo de preparação para a implementação do regime na vertente quantitativa, nomeadamente, na familiarização com os requisitos (57,8%), na qualidade dos dados (37%), bem como ao nível da recolha, tratamento e disponibilização de informação (28,9%). Não obstante, no cumprimento dos requisitos quantitativos do regime Solvência II, as áreas onde se reportaram maiores dificuldades correspondem ao cálculo do requisito de capital de solvência para o risco de mercado e à gestão e qualidade dos dados. Estas áreas foram apontadas, respetivamente, por 26,7% e 17,8% dos operadores.

No que respeita aos **pedidos de aprovação**, foi também solicitada às empresas informação sobre a intenção de submeter algum dos pedidos previstos na Diretiva Solvência II. Nas respostas obtidas, destacam-se o ajustamento de volatilidade (24,4%), o regime transitório relativo às taxas de juro sem risco (13,3%) e o regime transitório relativo às provisões técnicas (13,3%), como os pedidos que mais empresas pretendem submeter à ASF.

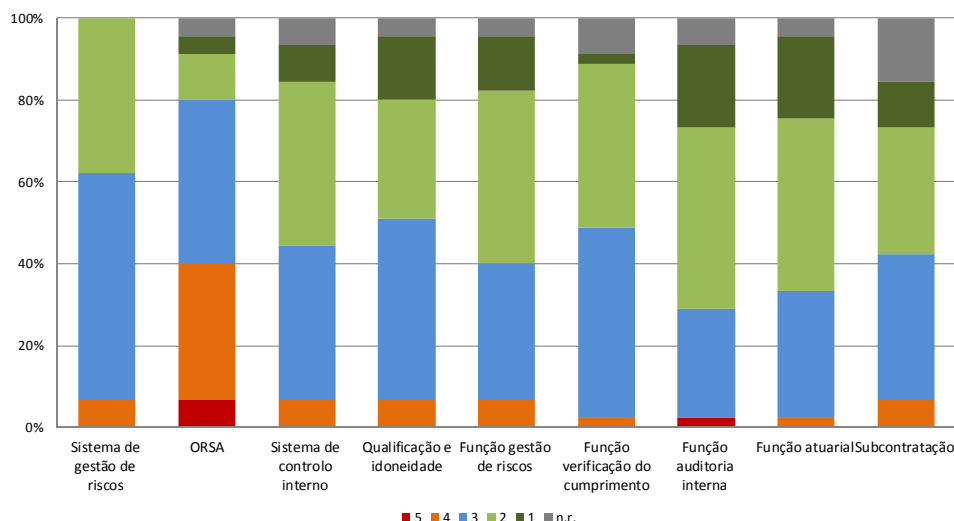
**Figura 6.9** – Proporção de empresas que pretendem efetuar pedidos de aprovação previstos na Diretiva Solvência II



Em relação aos **requisitos de governação** preconizados pelo regime Solvência II, as empresas sujeitas à supervisão prudencial da ASF foram inquiridas quanto às áreas onde têm sido experienciadas maiores dificuldades. Neste âmbito, destacam-se os requisitos relativos ao ORSA, relativamente aos quais 40% dos operadores revelou ter

um grau de dificuldade igual ou superior a “4”<sup>16</sup>, conforme mostra o gráfico que se segue.

**Figura 6.10** – Dificuldades apresentadas pelos operadores no cumprimento dos requisitos de governação

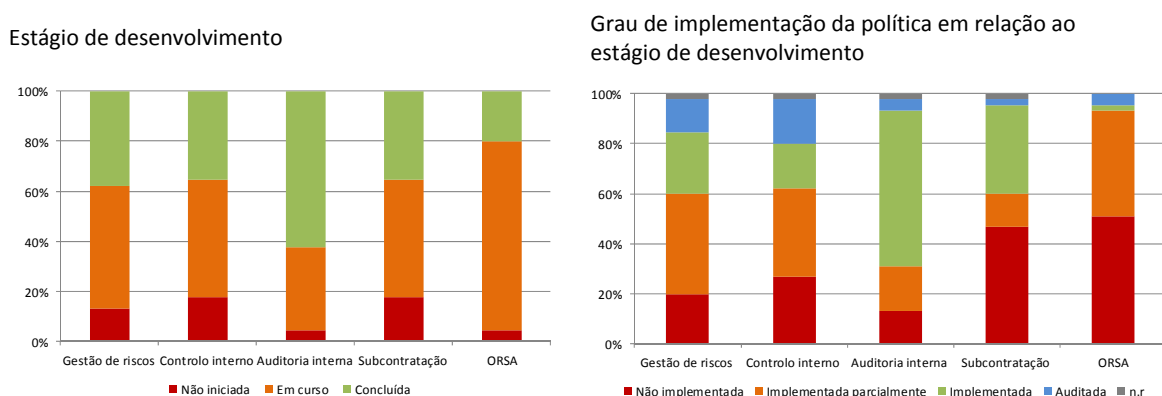


É ainda possível concluir que, de uma forma global, o mercado tem vindo a efetuar um esforço de adaptação das suas estruturas organizacionais às necessidades de governação previstas no regime, nomeadamente, para a incorporação de funções-chave (64,4% do universo). Verificou-se que mais de metade das empresas pretende acumular o exercício de funções-chave, sendo que a situação mais apontada pelos operadores corresponde à acumulação, na mesma unidade orgânica, da função de gestão de riscos e da função atuarial (45,8% desse subconjunto).

Em relação ao desenvolvimento das políticas escritas requeridas no contexto do sistema de governação, o seu estágio de desenvolvimento, bem como o grau de implementação, foram também objeto de análise e os resultados encontram-se refletidos nos gráficos que se seguem. É possível observar que a política de subcontratação carece ainda de atenção por parte dos operadores, pois verificou-se que a mesma não se encontra implementada para uma proporção de 46,7%. Destaque também para as políticas de gestão de riscos e de controlo interno que, para um subconjunto relevante do mercado, se encontram ainda em curso e apenas parcialmente implementadas (47,8% e 37,8%, em termos médios, respetivamente).

<sup>16</sup> Os valores situam-se numa escala de 1 a 5, correspondendo 1 a “poucas dificuldades” e 5 a “muitas dificuldades”.

**Figura 6.11** – Desenvolvimento e implementação de políticas requeridas no sistema de governação

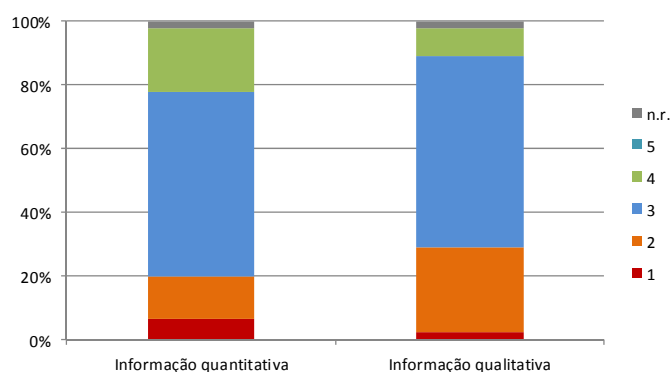


No que respeita ao ORSA, saliente-se o reduzido grau de desenvolvimento da respetiva política uma vez que, para 75,6% das empresas, esta política encontrava-se ainda em desenvolvimento à data de preenchimento do questionário. Por outro lado, no que respeita ao grau de implementação dos princípios definidos nessa política, cerca de 51,1% dos inquiridos considerou que estes não se encontravam implementados. Adicionalmente, à data de envio das respostas ao questionário, o universo de empresas que ainda não tinha realizado um ORSA era de 62,2%.

Considerando a implementação dos **requisitos de submissão de informação à autoridade de supervisão**, o gráfico que se segue mostra o grau de preparação dos sistemas de informação para efeitos de reporte e divulgação da informação requerida pelo regime Solvência II, quer na vertente quantitativa, quer qualitativa. Observa-se que a grande maioria afirmou um grau de preparação inferior ou igual a “3”<sup>17</sup>, sendo a proporção de 77,8% para a informação quantitativa e de 88,9% para a informação de natureza qualitativa. De salientar ainda que cerca de 18% dos operadores afirmou pretender utilizar a ferramenta a disponibilizar pela EIOPA (*Tool for Undertakings*) para efeitos de reporte da informação em XBRL.

<sup>17</sup> Os valores situam-se numa escala de 1 a 5, correspondendo 1 a “não estão preparados” e 5 a “estão totalmente preparados”

**Figura 6.12** – Grau de preparação dos sistemas de informação para efeitos de divulgação e reporte da informação



### 6.2.1.2 Conclusões

As empresas de seguros sujeitas à supervisão prudencial da ASF têm vindo a desenvolver, nos últimos anos, iniciativas de preparação para o regime Solvência II, tendo os resultados do questionário mostrado que, na maioria dos casos, os trabalhos terão tido início no ano 2010 ou ainda antes e têm contado com apoio externo especializado. A ASF considera que, de uma forma global, o mercado tem evoluído positivamente com respeito ao grau de preparação para o regime, em particular no contexto do Pilar 1, onde é notória a participação ativa dos operadores nos estudos de impacto quantitativo lançados quer pela EIOPA, quer pela ASF. Neste âmbito, saliente-se o QIS-2014, que foi baseado nas especificações técnicas e nos *templates* de reporte quantitativo que a EIOPA disponibilizou para a fase de preparação. Nas áreas qualitativas, o enquadramento regulamentar nacional tem possibilitado aos operadores avançar na sua preparação para o Solvência II, em particular, através da implementação de um sistema de gestão de riscos e de controlo interno, permitindo formar uma base sólida para o cumprimento dos requisitos relativos ao sistema de governação. Não obstante, as respostas ao questionário anexo à Circular n.º 5/2014, de 12 de dezembro, revelaram áreas que devem merecer atenção acrescida por parte dos operadores e da ASF, quer pelas dificuldades reportadas, quer pelas necessidades de melhoria reveladas em relação à capacidade de uma resposta eficaz aos requisitos do regime Solvência II.

No que concerne à implementação dos requisitos quantitativos e apesar de já terem sido realizados cálculos de provisões técnicas e do requisito de capital de solvência, verifica-se, em especial para este último requisito, que uma significativa proporção do mercado necessita ainda de consolidar os esforços que tem vindo a desenvolver, com destaque para o cálculo do módulo de risco de mercado, que foi reportado como aquele que tem suscitado maiores dificuldades.

A percentagem de empresas que pretende submeter pedidos de aprovação à ASF, designadamente para os regimes transitórios relativos às taxas de juro sem risco e às provisões técnicas e para o ajustamento de volatilidade, é significativa, sendo fulcral a necessidade de as empresas de seguros efetuarem uma adequada preparação dos processos internos para dar resposta aos requisitos necessários à sua aprovação.

Relativamente aos requisitos relativos ao sistema de governação, o mercado necessita ainda de introduzir melhorias, destacando-se de forma clara o ORSA, processo em que essa necessidade é mais notória. Este resultado é acompanhado pelo grau de desenvolvimento e implementação da respetiva política, tendo sido apontada como a política menos desenvolvida, do conjunto das políticas referidas no questionário. Ainda no universo dos requisitos de Pilar 2, destaque-se a pretensão de acumulação de funções-chave por uma porção significativa das empresas, questão que merece especial referência uma vez que, não obstante a implementação de funções-chave estar sujeita a critérios de proporcionalidade, deve ser dada a necessária atenção aos requisitos exigidos em termos de independência operacional.

No contexto de Pilar 3 do regime, os resultados obtidos demonstram, à data de referência, um ainda insuficiente grau de preparação dos sistemas de informação para efeitos de reporte e divulgação da informação requerida pelo regime Solvência II, área que deverá ser adequadamente considerada pelos operadores, de forma a assegurar uma eficaz resposta aos requisitos previstos neste âmbito.

Por último, saliente-se a inclusão no questionário de uma secção específica para grupos seguradores, componente fundamental da Diretiva Solvência II, e cujos resultados, pelo reduzido número de casos aplicáveis, não foi possível incluir nesta análise. Neste sentido, a implementação atempada dos requisitos específicos para grupos, aspeto chave do regime, deverá ser devidamente endereçada.











**ASF**

Autoridade de Supervisão  
de Seguros e Fundos de Pensões

Av. da República, n.º 76, 1600-205 Lisboa

Tel.: (+351) 21 790 31 00

[asf@asf.com.pt](mailto:asf@asf.com.pt)

[www.asf.com.pt](http://www.asf.com.pt)