

# ASF

AUTORIDADE DE SUPERVISÃO  
DE SEGUROS E FUNDOS DE PENSÕES

# REFE

## Relatório de Estabilidade Financeira do Setor Segurador e dos Fundos de Pensões

2022

## **FICHA TÉCNICA**

### **Título**

Relatório de Estabilidade Financeira do Setor Segurador  
e dos Fundos de Pensões

### **Edição**

Autoridade de Supervisão de Seguros e Fundos de Pensões

Av. da República, n.º 76  
1600-205 Lisboa, Portugal  
Telefone: (+351) 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: 2023



AUTORIDADE DE SUPERVISÃO  
DE SEGUROS E FUNDOS DE PENSÕES

# Relatório de Estabilidade Financeira do Setor Segurador e dos Fundos de Pensões

---

2022

Lisboa, 2023



# ÍNDICE

|    |                                                                                        |
|----|----------------------------------------------------------------------------------------|
| 5  | Siglas e acrónimos                                                                     |
| 7  | Sumário executivo                                                                      |
| 13 | <i>Executive summary</i>                                                               |
| 19 | <b>1 Desenvolvimentos macroeconómicos e dos mercados financeiros</b>                   |
| 22 | 1.1 Evolução das variáveis macroeconómicas                                             |
| 33 | 1.2 Evolução de indicadores relativos aos mercados financeiros                         |
| 43 | <b>2 Caracterização e evolução do setor segurador e do setor dos fundos de pensões</b> |
| 45 | 2.1 Caracterização das carteiras de investimentos                                      |
| 66 | 2.2 Evolução do setor segurador                                                        |
| 66 | 2.2.1 Solvabilidade                                                                    |
| 68 | 2.2.2 Rendibilidade                                                                    |
| 73 | 2.2.3 Atividade do Ramo Vida                                                           |
| 80 | 2.2.4 Atividade dos ramos Não Vida                                                     |
| 88 | 2.3 Evolução do setor dos fundos de pensões                                            |

|     |                                                                                                                                           |
|-----|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 95  | <b>3 Questionário RiskOutlook2.0 - Avaliação dos riscos do setor segurador e do setor dos fundos de pensões</b>                           |
| 97  | 3.1 Avaliação dos riscos do setor Segurador e do setor dos Fundos de Pensões                                                              |
| 100 | 3.2 Avaliação Global dos riscos associados às alterações climáticas e finanças sustentáveis nos setores Segurador e dos Fundos de Pensões |
| 103 | <b>4 Análise temática - Resultados do exercício europeu de Stress Test das IORPs</b>                                                      |
| 105 | 4.1 Enquadramento                                                                                                                         |
| 106 | 4.2 Âmbito de participação                                                                                                                |
| 106 | 4.3 Caracterização do <i>climate change scenario</i>                                                                                      |
| 107 | 4.4 Impacto do <i>climate change scenario</i>                                                                                             |
| 107 | 4.4.1 Carteira de investimentos                                                                                                           |
| 111 | 4.4.2 <i>National Balance Sheet</i>                                                                                                       |
| 112 | 4.4.3 <i>Common Balance Sheet</i>                                                                                                         |
| 114 | 4.5 Questionário qualitativo sobre sustentabilidade e fatores ESG                                                                         |
| 115 | 4.6 Questionário qualitativo sobre a inflação                                                                                             |
| 120 | 4.7 Conclusões                                                                                                                            |
| 123 | <b>ANEXOS - Resultados do exercício europeu de Stress Test das IORPs</b>                                                                  |

# SIGLAS E ACRÓNIMOS

|              |                                                                      |
|--------------|----------------------------------------------------------------------|
| <b>AE</b>    | Área do Euro                                                         |
| <b>ASF</b>   | Autoridade de Supervisão de Seguros e Fundos de Pensões              |
| <b>BD</b>    | Benefício Definido                                                   |
| <b>BCE</b>   | Banco Central Europeu                                                |
| <b>CBS</b>   | Common Balance Sheet                                                 |
| <b>CD</b>    | Contribuição Definida                                                |
| <b>CDS</b>   | <i>Credit Default Swap</i>                                           |
| <b>CQS</b>   | Credit Quality Step                                                  |
| <b>DTPT</b>  | Dedução Transitória às Provisões Técnicas                            |
| <b>EGFP</b>  | Entidades Gestoras de Fundos de Pensões                              |
| <b>EIOPA</b> | Autoridade Europeia dos Seguros e Pensões Complementares de Reforma  |
| <b>ESRB</b>  | Comité Europeu do Risco Sistémico                                    |
| <b>FMI</b>   | Fundo Monetário Internacional                                        |
| <b>INE</b>   | Instituto Nacional de Estatística                                    |
| <b>IORP</b>  | Instituição de Realização de Planos de Pensões Profissionais         |
| <b>MCR</b>   | Requisito de Capital Mínimo                                          |
| <b>NACE</b>  | Nomenclatura Estatística das Atividades Económicas na União Europeia |
| <b>NBS</b>   | <i>National Balance Sheet</i>                                        |
| <b>PEPP</b>  | <i>Pandemic Emergency Purchase Programme</i>                         |
| <b>PIB</b>   | Produto Interno Bruto                                                |
| <b>PPR</b>   | Plano Poupança-Reforma                                               |
| <b>SCR</b>   | Requisito de Capital de Solvência                                    |
| <b>VA</b>    | Ajustamento de Volatilidade                                          |
| <b>YTM</b>   | <i>Yield to Maturity</i>                                             |





# Sumário executivo



s repercussões da invasão da Ucrânia pela Rússia e o prolongamento da guerra continuam a dominar a conjuntura macroeconómica e geopolítica, e a exercer amplos efeitos económicos e sociais na Europa e no mundo, cujos impactos e extensão global são ainda difíceis de prever.

Neste cenário, o presente Relatório de Estabilidade Financeira dos Setores Segurador e dos Fundos de Pensões da ASF analisa o desenvolvimento da atividade dos setores segurador e dos fundos de pensões nacionais, em especial com referência a junho e setembro de 2022, procurando identificar os riscos a que estes se encontram expostos, e os respetivos impactos de natureza conjuntural e estrutural para o seu desempenho.

A evolução dos principais indicadores macroeconómicos é aprofundada no capítulo primeiro do relatório, em que se apresenta um enquadramento macroeconómico e geopolítico, profundamente marcado pela guerra da Ucrânia, que continua a influenciar de forma preponderante a economia europeia, prejudicando as perspetivas de crescimento económico e de evolução da inflação (por via do aumento dos custos energéticos e das matérias-primas) e sustentando elevados níveis de incerteza. Este cenário tem conduzido a uma reversão acelerada das políticas monetárias de cariz acomodatório anteriormente implementadas pelos principais bancos centrais, com impacto para os agentes económicos em geral, e para as famílias em particular, mais penalizadas pelo aumento das taxas de juro.

Não obstante o atual cenário geopolítico, a economia portuguesa mantém-se como uma das menos penalizadas em termos de crescimento, a nível europeu. De facto, em 2022 prevê-se uma aceleração do crescimento do Produto Interno Bruto (PIB) nacional para 6,8%, face a 3,4% da área do euro. Para 2023, antecipam-se crescimentos de 1,5% e de 0,5%, para as referidas economias, pela mesma ordem.

A elevada inflação continua, no entanto, a induzir importantes ajustes em matéria de política monetária, particularmente visíveis na aceleração do ritmo de subida das taxas de juro de referência e consequente afastamento do cenário prolongado de taxas de juro muito baixas. Assim, desde junho de 2022, têm vindo a registar-se subidas materiais das taxas *swap* em euros para os vários prazos, bem como da taxa Euribor (a 3 meses), com repercussões importantes nos custos de financiamento e nos riscos de crédito dos agentes económicos.

A alteração do cenário de taxas de juro, embora intrinsecamente favorável para os modelos de negócio dos setores segurador e de fundos de pensões – face ao impacto positivo do desconto das carteiras de passivos, bem como à maior atratividade e viabilidade dos produtos financeiros com garantias –, é acompanhada pela deterioração, ou mesmo agudização, de outros riscos, designadamente, o risco de crédito e o risco de fragmentação dos mercados financeiros da zona do euro, que se pode materializar pelo alargamento do diferencial entre o custo de financiamento das principais economias e o das mais periféricas (e/ou entre as mais e menos endividadas).

Ao nível dos soberanos, o atual ambiente de taxas de juro onera o serviço da dívida, pressionando de forma mais pronunciada os que registam maiores níveis de endividamento. Neste âmbito, um agravamento do risco de fragmentação dos mercados financeiros da área do euro constitui um fator suscetível de penalizar significativamente o setor segurador e, em menor escala, o setor dos fundos de pensões, atendendo ao volume material de exposições detidas em carteira de soberanos europeus.

Por outro lado, subsiste o risco de correções descendentes adicionais das cotações dos ativos financeiros, e de aumento da volatilidade, que se pode materializar por via de um evento sistémico. Este risco encontra-se agora (aparentemente) menos escudado pela intervenção dos bancos centrais, e suscetível de impactar diretamente o setor segurador e o setor dos fundos de pensões, através da desvalorização das suas carteiras de investimentos.

Ao nível do negócio, a inflação repercute-se no aumento dos custos com sinistros dos ramos Não Vida, pressionando a respetiva rentabilidade, caso não sejam adotadas medidas de compensação adequadas. Por outro lado, o serviço de dívida mais oneroso e o custo de vida crescente impactam negativamente a capacidade de poupança e de investimento das famílias, podendo assim desencadear fenómenos de aumento dos resgates em produtos Vida de natureza financeira, com potencial para despoletar estrangimentos de liquidez nas empresas de seguros. O panorama descrito é extensível às contribuições para planos individuais de pensões, enquanto, por outro lado, se regista uma redução das necessidades de financiamento dos planos de benefício definido, pelo efeito de desvalorização dos passivos. No ramo Vida, salienta-se a probabilidade de realinhamento das estratégias de negócio que haviam sido direcionadas à oferta de produtos *unit-linked* - em resposta às taxas de juro muito baixas -, face ao quadro de maiores riscos macroeconómicos e de mercado, mas também de oportunidades de reinvestimento mais favoráveis.

Por outro lado, no atual cenário geopolítico em que os ataques informáticos a empresas e infraestruturas se assumem como uma ferramenta de retaliação e de geração de dano económico deliberado, importa destacar que, no caso do setor segurador, os riscos cibernéticos

denotam especial relevância, pelo facto de poderem encontrar-se cobertos nas apólices de forma explícita, ou de forma omissa (i.e., não estando incluídos, nem explicitamente excluídos dos contratos de seguro), podendo impactar assim os operadores numa dupla vertente – operacional e de negócio – e exigindo, nesta medida, a implementação tempestiva de medidas de gestão de risco e de mitigação adequadas.

A caracterização das políticas de investimento e o desempenho dos operadores – em matéria de solvabilidade, rendibilidade e performance dos principais ramos e linhas de negócio –, das entidades sob supervisão prudencial da ASF, é desenvolvida no capítulo segundo do relatório.

Ao nível dos investimentos, até setembro de 2022, destaca-se uma redução no total de ativos das empresas de seguros e dos fundos de pensões, de cerca de 11% e 12%, respetivamente, face a dezembro de 2021. À mesma data, em termos de tipologia de ativos, subsiste um predomínio dos instrumentos de dívida pública e privada nas carteiras das empresas de seguros, exceto *unit-linked* (42% e 31%, respetivamente), e nas carteiras dos fundos de pensões (31% e 17%, respetivamente), enquanto na carteira afeta a produtos de seguros ligados predominam os fundos de investimento mobiliário (52%).

Em termos de qualidade creditícia, as carteiras afetas a seguros ligados e não ligados registaram uma ligeira melhoria, em termos médios, mantendo-se, no entanto, um largo predomínio dos títulos classificados no nível CQS3 (superior a 50%), na fronteira de *investment grade*. Esta tendência também se verifica no contexto dos fundos de pensões, sendo que neste caso, os títulos de CQS3 apresentam um peso comparativamente inferior (33%).

Nas opções de investimentos dos operadores, assiste-se a um reforço da concentração em títulos de maturidades mais curtas, face à alteração do ambiente de taxas de juro. Nas carteiras de obrigações das empresas de seguros, nas componentes exceto *unit-linked* e *unit-linked*, registou-se uma redução da duração média de 5,2 para 4,5 anos e de 4,6 para 3,9 anos, respetivamente, em setembro de 2022. No caso dos fundos de pensões, a duração média da carteira registou uma alteração residual, de 6,2 para 6,1 anos, no mesmo período.

No que se refere ao perfil ambiental, social e de governação (ESG), com base na informação da plataforma CSR HUB, a evolução da carteira de investimentos dos setores segurador e dos fundos de pensões, em 30 de setembro de 2022, aponta no sentido de uma ligeira redução global do grau de sustentabilidade da carteira, embora com maior nível de dispersão/heterogeneidade nas carteiras de ativos das empresas de seguros (*unit-linked*) e dos fundos de pensões.

Em setembro de 2022, o rácio global de solvência do mercador segurador apresentou um ligeiro decréscimo da cobertura do SCR (requisito de capital de solvência) e do MCR (requisito de capital mínimo), para 201% e 558%, respetivamente (-6,4 e -18,3 pontos percentuais, em cada caso)<sup>1</sup>.

O mercado segurador sob supervisão prudencial da ASF apresentou, no primeiro semestre, um ligeiro crescimento homólogo dos resultados líquidos globais (cerca de 2%), em grande medida pelo contributo do ramo Vida, apesar de se ter registado uma variação homóloga negativa dos prémios deste segmento. De facto, em setembro de 2022, os dados globais sobre a produção do ramo vida revelam uma inversão do comportamento anterior, verificando-se uma diminuição homóloga nos prémios de 18,6%<sup>2</sup> (explicada pela diminuição de 28,2% nos produtos *unit-linked*). Ao nível dos custos com sinistros, no mesmo período, assistiu-se a uma quebra homóloga de 30,6%, numa tendência transversal a todos os segmentos do ramo Vida, exceto nos PPR ligados. A volatilidade dos mercados financeiros e a ampliação do risco de perdas financeiras, combinada com a tendência de subida da inflação e das taxas de juro, estarão na base desta tendência. Tal influirá igualmente, no comportamento dos resgates que, embora continuem a apresentar alguma estabilidade global, evidenciam comportamentos distintos em relação aos seguros ligados e não ligados, com o primeiro conjunto a registar um aumento homólogo, a setembro de 2022, de 72,7%, enquanto nos seguros não ligados se verificou um decréscimo de 27,9%.

No conjunto dos ramos Não vida, assistiu-se a uma evolução homóloga positiva da produção (7,9%)<sup>3</sup>, transversal a todas as principais linhas de negócio, destacando-se o ramo Doença, cuja produção apresenta, desde 2017, taxas de crescimento médias próximas de 9%, e com uma variação homóloga de 10,6%, a setembro de 2022. Também o grupo de ramos Incêndio e Outros Danos registou um crescimento da produção, de 8,6%, no mesmo período. Estas variações têm contribuído para uma distribuição mais equitativa da produção Não Vida pelas principais linhas de negócio. Por sua vez, os custos com sinistros do conjunto dos ramos Não Vida seguiram a tendência de crescimento da produção, mas superando-a, com um aumento, em termos homólogos, de 8,8% em setembro de 2022.

---

<sup>1</sup> De acordo com os valores provisórios, em dezembro de 2022, os rácios de cobertura do SCR e MCR, ascendem, respetivamente, a 210% e 537%.

<sup>2</sup> Os valores provisórios para o ramo Vida, em dezembro de 2022, confirmam esta evolução, de forma ainda mais pronunciada, apontando para um decréscimo global de 21,2%.

<sup>3</sup> Registe-se que em dezembro de 2022, o crescimento provisório para os ramos Não Vida foi de 7,4%, confirmando-se a tendência geral de crescimento, comum às várias linhas de negócio.

Em matéria de fundos de pensões, após se ter atingido um máximo histórico no montante de ativos geridos, no final de 2021, ultrapassando o patamar dos 24 mil milhões de euros, o valor total do património recuou 12,5%, em setembro de 2022, refletindo o desempenho desfavorável dos mercados financeiros<sup>4</sup>.

No capítulo terceiro deste relatório, no âmbito da autoavaliação pelas empresas de seguros e entidades gestoras de fundos de pensões dos riscos a que se encontram expostas, não se registam evoluções relevantes, face ao cenário verificado com referência a 31 de dezembro de 2021, indiciando que as entidades já haviam incorporado os acontecimentos relacionados com o conflito geopolítico, nas respostas ao inquérito com referência àquela data. Ambos os setores identificam os riscos relacionados com o ambiente macroeconómico nacional e internacional e os riscos geopolíticos como sendo os suscetíveis de assumir maior materialidade para o desempenho da sua atividade. Adicionalmente, o risco de subscrição e o risco de crédito associado aos soberanos são também identificados pelas empresas de seguros, enquanto os riscos de rendibilidade dos fundos de pensões e os riscos cibernéticos estão igualmente no topo das preocupações das entidades gestoras de fundos de pensões.

Em matéria de finanças sustentáveis e de alterações climáticas, a análise evolutiva dos resultados do questionário, face à edição do ano transato, evidencia que as empresas de seguros e as entidades gestoras de fundos de pensões permanecem ainda numa fase inicial de abordagem ao tema, subsistindo alguma ausência de perceção acerca da extensão e das implicações potenciais que daí poderão advir para o seu negócio.

Finalmente, no âmbito da análise temática constante do capítulo quarto do presente relatório, são apresentados os principais resultados, para o conjunto de fundos de pensões portugueses abrangidos, do exercício europeu de *Stress Test* das IORP de 2022 (ST), incluindo, sempre que relevante, a comparação com os correspondentes resultados a nível europeu.

O objetivo desse exercício consistiu em avaliar a resiliência do setor das IORPs aos riscos climáticos, através da aplicação de um cenário adverso, visando representar um ambiente de transição abrupta para uma economia de baixo carbono. O pacote do ST incluiu ainda um questionário qualitativo sobre as práticas em matéria de sustentabilidade e fatores ambientais, sociais e de governação (ESG), bem como sobre os efeitos de um cenário de aumento das taxas de inflação em termos de perda do poder de compra dos participantes e beneficiários e respetivas medidas de mitigação.

---

<sup>4</sup> De acordo com os dados reportados pelas entidades gestoras com referência ao final de 2022, a quebra do valor global do património dos fundos de pensões foi de 11,6% nesse ano.

Em relação aos fundos de pensões nacionais, ou respetiva quota-parte, incluídos nas amostras BD e CD, a aplicação do cenário adverso conduziu, em termos agregados, a uma diminuição de 10,7% (13,2% a nível europeu) e de 9,6% (em linha com agregado europeu), respetivamente, do valor dos investimentos. Na perspetiva do nível de financiamento dos planos BD, a aplicação do cenário adverso levaria a um ligeiro aumento do rácio de cobertura de responsabilidades da amostra, no cenário de financiamento, de 102,7%<sup>5</sup> para 103,8%. Tal deve-se ao cenário prever uma subida da estrutura temporal das taxas de juro sem risco que se traduziu num incremento da taxa de desconto aplicada na avaliação das responsabilidades, tendo o efeito de redução do valor das responsabilidades mais do que compensado o impacto negativo no valor dos investimentos.

Já no contexto da avaliação dos ativos e das responsabilidades segundo a metodologia comum da EIOPA, e ainda sem considerar o efeito de quaisquer mecanismos de segurança e de redução dos benefícios, foram apurados, para a amostra nacional, em média, rácios de cobertura de 93% no cenário base e de 92,8% no cenário adverso, ou seja, défices de 7% e 7,2% do valor das responsabilidades, respetivamente. Estas percentagens comparam com excedentes de, respetivamente, 9,4% e 5,3% para o agregado europeu.

Assim, de um modo geral, os resultados a nível nacional e europeu permitem concluir que o impacto do cenário adverso sobre o valor dos investimentos é considerável, indicando que as IORPs têm uma exposição não negligenciável aos riscos de transição, especialmente na forma de investimentos em setores relevantes para o clima, demonstrando-se assim a importância da avaliação do impacto de diferentes cenários de transição ou de cenários com outros movimentos de taxas de juro, bem como a necessidade de monitorização dos riscos de transição nas carteiras de investimento dos fundos de pensões.

---

<sup>5</sup> Com referência a 31 de dezembro de 2021.

## *Executive summary*

**T**he repercussions of Russia's invasion of Ukraine and the prolongation of the war continue to dominate the macroeconomic and geopolitical environment, and to exert broad economic and social effects on Europe and the world, whose impacts and global extent are still difficult to predict.

In this scenario, this Financial Stability Report of the Insurance and Pension Funds Sectors of ASF, analyses the development of the activity of the national insurance and pension funds sectors, with reference to June and September 2022, seeking to identify the risks to which they are exposed, as well as the impacts, of both cyclical and structural nature, for their performance.

The performance of the main macroeconomic indicators is detailed in the first chapter of the report, which presents the global macroeconomic and geopolitical environment, deeply marked by the war in Ukraine, which continues to have a predominant influence on the European economy, constraining the prospects for economic growth and for the inflation (through the increase in the costs of energy and raw materials) and sustaining high levels of uncertainty. This scenario has led to an accelerated reversal of the accommodative monetary policies previously implemented by the main central banks, with impact on economic agents in general, and on households, more affected by the increase in interest rates.

Despite the current geopolitical scenario, the Portuguese economy remains as one of the least affected in terms of growth at European level. In fact, in 2022 the Portuguese Gross Domestic Product (GDP) growth is expected to accelerate to 6.8%, compared to 3.4% in the euro area. For 2023, growth is expected to be 1.5% and 0.5% for those economies, in the same order.

High inflation, however, continues to induce major monetary policy adjustments, particularly visible in the rising trend of the reference interest rates, and consequent distancing from the prolonged scenario of very low interest rates. Thus, since June 2022, material increases in swap rates in euros for the various maturities have been observed, as well as in the Euribor rate (3 months), with important repercussions on the financing costs and on credit risks of economic agents.

The change in the interest rate scenario, although intrinsically favorable for the business models of the insurance and pension fund sectors – given the positive impact on the discounting of liabilities, as well as on higher attractiveness and viability of financial products with guarantees – comes together with the deterioration, or even worsening, of other risks, in particular credit risk and the risk of fragmentation of the euro area financial markets, which may materialize in the widening of the differential between the financing costs of the main economies and of the more peripheral ones (and/or between the more and less indebted ones).

Regarding sovereigns, the current interest rate environment burdens the cost of debt service, putting more pressure on those economies with higher levels of indebtedness. In this context, an increase in the risk of fragmentation of the euro area financial markets is a factor which may significantly affect the insurance sector and, to a lesser extent, the pension funds sector, given the material volume of exposures on european sovereigns held in their investment portfolios.

On the other hand, there is still the risk of additional downward corrections in the prices of financial assets and of increased volatility, which may materialize via a systemic event. This risk is now (apparently) less protected by the intervention of central banks and may directly impact the insurance and pension fund sectors, through the devaluation of their investment portfolios.

At business level, inflation has repercussions on the increase of Non-Life claims costs, putting pressure on Non-Life lines' profitability, if adequate compensation measures are not implemented. On the other hand, the increase in the cost of debt service and in the cost of living have a negative impact on the savings and investment capacity of families, which may trigger an increase in redemptions in Life products of a financial nature, with the potential to trigger liquidity constraints for insurance entities. The picture described can be extended to contributions to individual pension plans, while, on the other hand, there is a reduction in the financing needs of pension funds supporting defined benefit plans, due to the devaluation effect on liabilities. For Life business lines, it can be highlighted the probability of realignment of the business strategies that had, in past years, been directed to the offer of unit-linked products - in response to the very low interest rates environment -, given the current scenario of larger macroeconomic and market risks, but also of more favorable reinvestment opportunities.

On the other hand, in the current geopolitical scenario, in which cyber-attacks on companies and infrastructures are seen as a tool for retaliation and for generating deliberate economic damage, it should be noted that, in the case of the insurance industry, cyber risks are particularly relevant, since they may be covered in policies in an explicit or in an omitted form



(i.e., not included, nor explicitly excluded in insurance contracts), thus impacting entities on two fronts - operational and business -, and requiring, to this extent, the timely implementation of appropriate risk management and mitigation measures.

The characterization of the investment portfolios', as well as the performance of entities under ASF's prudential supervision – in terms of solvency, profitability and results of the main branches and lines of business –, is developed in the second chapter of the report.

Regarding the investments, in September 2022, there is a reduction in the total assets of insurance companies and pension funds, of 11% and 12%, respectively, compared to December 2021. In terms of types of assets, at the same date, public and private debt instruments are dominant both in non-unit-linked (with 42% and 31%, respectively) and pension funds' portfolios (with 31% and 17%, respectively), while in unit-linked related portfolios', investment funds largely prevail (52%).

In terms of credit quality, both linked and non-unit-linked related investments showed a slight improvement, on average, although securities classified at CQS3 level (more than 50%), at the investment grade border, continue to dominate. This trend can also be seen in the context of pension funds, though in this case, the weight of CQS3 securities is comparatively lower (33%).

The investment behavior of the supervised entities shows an increased concentration in securities with shorter maturities, given the change in the interest rate environment. Thus, for the insurance sector, in September 2022, both non-unit-linked and unit-linked securities' portfolios registered an average duration reduction from 5.2 to 4.5 years, and from 4.6 to 3.9 years, respectively. In the case of pension funds, the average duration of the portfolio recorded a residual change, from 6.2 to 6.1 years, over the same period.

In respect of the environmental, social and governance profile (ESG), on 30 September 2022, based on information from the CSR HUB platform, the investment portfolios of both insurance undertakings and pension funds point to a slight overall sustainability level reduction, but with a higher level of dispersion/heterogeneity in the case of insurance linked and pensions funds' assets portfolios.

In September 2022, the overall solvency ratio of the insurance sector showed or a slight decrease on the SCR (solvency capital requirement) and the MCR (minimum capital requirement) levels, for 201% and 558% coverage rates, respectively (-6.4 and -18.3 percentage points in each case)<sup>6</sup>.

---

<sup>6</sup> According to provisional figures, in December 2022, the coverage ratios for the SCR and MCR, amount, respectively, to 210% and 537%.

The insurance market under ASF's prudential supervision, in the first half of 2022, showed a slight year-on-year growth in overall net income (about 2%), largely due to the contribution of the Life business, despite the year-on-year in premium reduction in this segment. In fact, in September 2022, the overall premium production for the Life segment shows a reversal of the prior year behavior, with a year-on-year decrease of 18.6%<sup>7</sup> (mainly explained by the 28.2% decrease in unit-linked products). Regarding claims, in the same period, there was a year-on-year drop of 30.6%, in a trend common to all Life segments, except for retirement saving schemes, with a unit-linked nature. The financial markets' volatility and the increased risk of financial losses, combined with the upward trend in inflation and interest rates, is probably underneath this trend. This is also influencing the redemptions rate, which despite showing some overall stability, presents different behavior patterns regarding insurance linked and non-linked products, with the first set recording a year-on-year redemptions rate increase of 72.7%, in September 2022, while for the second set, there was a decrease of 27.9%.

In non-life, there was a positive year-on-year premiums growth record (7.9%)<sup>8</sup>, across all main lines. Particularly, the health branch shows an average growth rate of roughly 9%, since 2017, and a year-on-year increase of 10.6%, in September 2022. The Fire and Other Damages branch recorded a growth of 8.6% in the same period. These variations have contributed to a more equitable distribution of non-life production among the main lines of business. In turn, the claims costs for non-life business as a whole followed the growth trend in production, even surpassing it, with an increase, in year-on-year terms, of 8.8% in September 2022.

As regards pension funds, after reaching an all-time high in the volume of assets under management at the end of 2021, exceeding the €24 billion threshold, the total value of assets fell by 12.5% in September 2022, reflecting the unfavorable performance of financial markets<sup>9</sup>.

In chapter three of this report, in the context of the self-assessment by insurance undertakings and pension fund managing entities of the risks to which they are exposed, there are no significant developments in the context of the scenario with reference to 31 December 2021, implying that the referred entities had already incorporated the events related to the geopolitical conflict, on their replies to the survey with reference to that date. Both sectors identify risks related to the national and international macroeconomic environment and geopolitical risks as being likely to assume higher materiality for the performance of their

---

<sup>7</sup> The provisional data for the Life branch in December 2022 confirm this development, though even more pronounced, pointing to an overall decrease of 21.2%.

<sup>8</sup> In December 2022, the provisional growth for the Non-Life branches is 7.4%, confirming a general growth trend, common to the various lines of business of the segment.

<sup>9</sup> According to the latest data reported by the pension funds' management entities, with reference to the end of 2022, the overall value of the assets of pension funds fell by 11.6% during the year.

activity. In addition, underwriting risk and sovereign-linked credit risk are also identified by insurance companies, while pension fund profitability risks and cyber risks are also at the top of the concerns of pension fund management entities.

On sustainable finance and climate change, the evolving analysis of the results of the questionnaire, in view of the previous year's edition, shows that insurance companies and pension funds management entities still remain at an early stage of addressing the subject, with some lack of perception of the extent and potential implications that may arise for their business.

Finally, regarding the thematic analysis in chapter four of this report, it comprises a presentation of the main results for the set of Portuguese pension funds covered by the European IORP Stress Test (ST) exercise, including, where relevant, the comparison with the corresponding results at European level.

The objective of this exercise was to evaluate the resilience of the IORPs sector to climate risks, through the application of an adverse scenario, aiming to represent an environment of abrupt transition to a low-carbon economy. The ST package also included a qualitative questionnaire on sustainability practices and environmental, social and governance (ESG) factors, as well as on the effects of a scenario of increased inflation rates, in terms of loss of purchasing power of participants and beneficiaries and their mitigation measures.

For national pension funds, or their shares, included in the BD and CD samples, the application of the adverse scenario led, in aggregate terms, to a decrease of 10.7% (13.2% at European level) and 9.6% (in line with the European aggregate), respectively, in the value of investments. From the perspective of the level of financing of BD plans, the implementation of the adverse scenario would lead to a slight increase in the sample's liability coverage ratio, in the funding scenario, from 102.7% to 103.8%. This is due to the scenario foreseeing an increase in the term structure of risk-free interest rates, which resulted in an increase of the discount rate applied in the assessment of liabilities, with the effect of reducing its' value, offsetting the negative impact on the value of investments.

In the context of the assessment of assets and liabilities, according to the Common Methodology of EIOPA, and still without considering the effect of any safety mechanisms and reduction of benefits, the coverage ratios accrued for the national sample, were on average, 93% in the baseline scenario and 92.8% in the adverse scenario, i.e., with deficits on the value of liabilities of 7% and 7.2%, respectively. These percentages compare with surpluses of 9.4% and 5.3% respectively at European level.

Thus, in general, the results at national and European level allow us to conclude that the impact of the adverse scenario on the value of investments is considerable, indicating that IORPs have a non-negligible exposure to transition risks, especially in the form of investments in climate-relevant sectors, thus demonstrating the importance of assessing the impact of different transition scenarios or scenarios with other interest rate movements, as well as the need to monitor the risks of transition in the investment portfolios of pension funds.

# Desenvolvimentos macroeconómicos e dos mercados financeiros





**N**este capítulo, são analisadas as evoluções das variáveis que caracterizam a envolvente macroeconómica e dos mercados financeiros, com ênfase para os principais pontos de contacto entre estas variáveis e os setores segurador e dos fundos de pensões, identificando os principais riscos a que estes se encontram expostos, numa perspetiva de estabilidade financeira.

No quadro atual, destacam-se os seguintes desenvolvimentos:

- **Continuação da disputa do conflito armado em território europeu, após a invasão da Ucrânia, pela Rússia, em fevereiro de 2022.** Para além do sofrimento humano causado, este evento denota repercussão em tensões geopolíticas crescentes a nível global e adoção de práticas de indução deliberada de dano económico.
- **Perspetivas de crescimento económico estrangido e de continuidade da inflação em níveis elevados, gerando forte incerteza, riscos de *downside* adicional e de eventual formação de cenário de estagflação.** O BCE perspetiva que, na área do Euro, apenas em 2024 a inflação volte a posicionar-se próximo do referencial de 2%. Denotam-se retrocessos no processo de globalização, com a reconfiguração de relações comerciais e realocização de unidades de produção, em resultado das fortes perturbações na atividade económica, devido a disrupção das cadeias produtivas e de abastecimento e ao aumento dos custos energéticos.
- **Reversão acelerada das políticas monetárias de cariz acomodatório que vinham sendo praticadas pelos principais bancos centrais,** resultando em: (i) afastamento acelerado do ambiente de taxas de juro muito baixas, associado a subida transversal dos custos de financiamento e dos riscos de crédito de soberanos e agentes económicos; (ii) aumento da probabilidade de ocorrência de um evento sistémico, de correção abrupta de preços nos mercados financeiros, bem como episódios relacionados com deterioração dos níveis de liquidez.

## 1.1 Evolução das variáveis macroeconómicas

Nesta secção, atenta-se à evolução de variáveis de relevância para a envolvente macroeconómica, com destaque para o contexto nacional, e o seu devido enquadramento na conjuntura internacional.

### (i) Evolução da pandemia de Covid-19 e do conflito militar entre a Rússia e a Ucrânia

O cenário macroeconómico permanece num elevado patamar de imprevisibilidade, encontrando-se fortemente influenciado pelo prolongamento da guerra na Ucrânia. Os dez meses de conflito militar têm causado sérias repercussões para a economia mundial, obstando ao processo de recuperação económica global num contexto de pós-pandemia, e contribuindo para o agravamento dos (elevados) níveis de inflação, sobretudo decorrentes dos impactos da guerra no setor energético e das matérias-primas, na diminuição do comércio global, e no aumento dos níveis de volatilidade.

Os elevados níveis de inflação, que, na generalidade das economias avançadas, se registam como os mais acentuados desde a década de oitenta, têm enfraquecido o poder de compra das famílias. Em resposta, os bancos centrais têm vindo a aumentar as taxas de juro de referência, revertendo as políticas monetárias anteriormente prosseguidas, e suscitando preocupações em torno da sustentabilidade da dívida dos agentes económicos (motivada pela subida das taxas de juro), do potencial de fragmentação dos mercados da zona euro, e condicionando o crescimento económico da UE. Adicionalmente, as projeções sobre a inflação e o crescimento económico revestem-se de um elevado nível de incerteza, em face da possibilidade de uma guerra mais duradoura ou de constrangimentos adicionais na oferta de energia, como são exemplo o evento verificado no início de setembro de 2022, de suspensão de fornecimento de gás pela Rússia, e as alegadas sabotagens aos gasodutos *Nord Stream 1* e 2.

Em relação à conjuntura mundial, importa salientar os acentuados níveis de risco em matéria de cibersegurança, em consequência do endurecimento das sanções aplicadas pelo Ocidente à Rússia e das consequentes medidas de retaliação, que têm gerado instabilidade ao nível do setor financeiro e de outros setores críticos da atividade económica.

Por fim, além da incerteza associada ao conflito geopolítico e ao início de um novo ciclo de política monetária, importa atender à necessidade de acompanhamento das implicações da pandemia de COVID-19, já a assumir contornos de endemia, em particular, não descurando a possibilidade do aparecimento de novas variantes, com potencial disruptivo superior.



## Caixa 1 – Evolução dos Índices de Confiança face à pandemia de Covid-19 e ao conflito armado entre a Rússia e a Ucrânia

A análise que se segue apresenta um exercício de comparação entre a evolução do Índice de Confiança dos Consumidores<sup>10</sup> (ICC) e do Indicador de Clima Económico<sup>11</sup> (ICE), face aos indicadores relacionados com a pandemia de COVID-19 – designadamente no que se refere ao número de casos confirmados e óbitos –, e aos impactos resultantes dos desenvolvimentos da guerra na Ucrânia.

Os indicadores económicos utilizados para efeitos desta análise – ICC e ICE – refletem, respetivamente, uma perspetiva sobre o grau de otimismo dos consumidores em relação à economia em geral, bem como a sua opinião sobre a situação económica atual e futura (ICC), e o sentimento de conjuntura por parte da indústria, comércio, serviços, construção e obras públicas (ICE).

O ICC atingiu, em outubro de 2022, o valor mais baixo desde o início da situação pandémica, superando a queda registada em março de 2022, com o despoletar da guerra na Ucrânia. Esta evolução é presumivelmente influenciada pela materialização dos impactos do conflito geopolítico na economia, nomeadamente na diminuição do poder de compra das famílias, devido ao ambiente inflacionista, bem como nas perspetivas negativas em relação ao crescimento económico, em consequência da política contracionista do Banco Central Europeu. Adicionalmente, as expectativas mais pessimistas quanto ao fim do conflito armado poderão fomentar um sentimento negativo sobre a economia, considerando que este é o principal fator de instabilidade do enquadramento macroeconómico atual. Em dezembro de 2022 e janeiro de 2023, verifica-se, contudo, uma melhoria deste indicador.

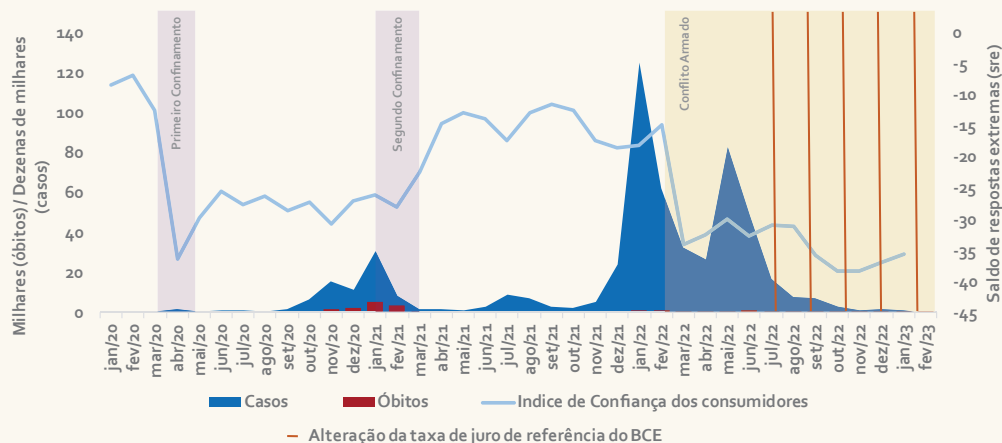
---

<sup>10</sup> Indicador estimado pelo INE, calculado com base em respostas a um inquérito relativo à situação financeira atual e esperada dos consumidores, ao seu sentimento sobre a situação económica geral e à sua capacidade de consumo de certos bens. Fonte INE.

<sup>11</sup> Indicador sintético estimado pelo INE a partir das respostas extremas a questões no âmbito de Inquéritos Qualitativos de Conjuntura à Indústria Transformadora, ao Comércio, à Construção e Obras Públicas e aos Serviços. A metodologia deste indicador baseia-se na análise fatorial e a série estimada (a componente comum) é calibrada tomando como referência as taxas de variação do PIB em volume. Fonte: INE.

Figura 1.1

### Evolução do índice de confiança dos consumidores, face aos desenvolvimentos do conflito armado, e à evolução da pandemia de Covid 19 (número de casos<sup>12</sup> e óbitos) em Portugal<sup>13</sup>



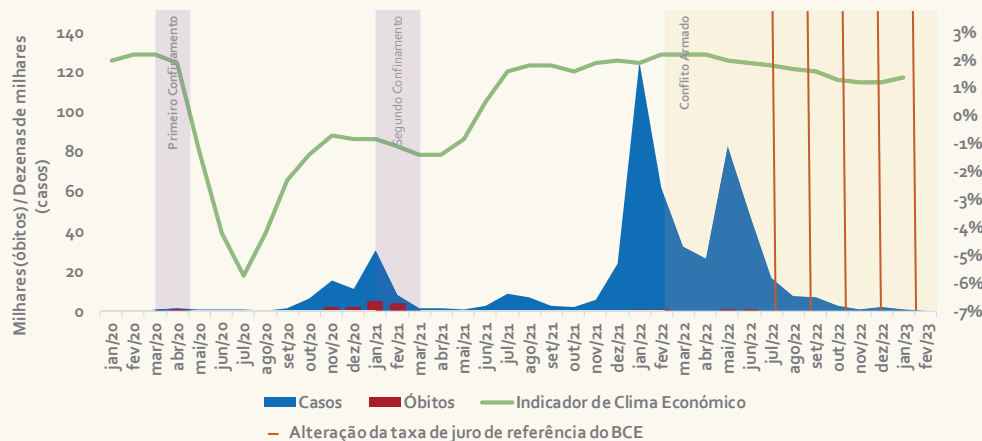
Fonte: INE e "Coronavírus Pandemic (COVID-19)", publicado em *OurWorldInData.org*, editado pela ASF (consulta a 19 de dezembro de 2022).

No que concerne ao Indicador de Clima Económico, este apresenta uma perspetiva mais otimista do que o ICC, apesar da ligeira tendência decrescente registada desde abril de 2022, momento em que se atingiu o valor máximo desde o início da pandemia de COVID-19. Esta evolução poderá ser explicada pela perspetiva negativa sobre a evolução da procura, resultante da diminuição do poder de compra dos consumidores, da política monetária contracionista e das revisões em baixa das projeções de crescimento económico.

<sup>12</sup> Para efeitos de legibilidade do gráfico, o número de casos confirmados foi dividido por dez, estando assim, apresentado em dezenas de milhares.

<sup>13</sup> Os períodos de confinamento considerados compreendem os dias a partir do momento em que foi decretado o confinamento obrigatório, até ao início das medidas de desconfinamento. Assim, o primeiro confinamento considera o período de 15 de março a 4 de maio de 2020, e o segundo de 15 de janeiro a 15 de março de 2021.

## Evolução do Indicador de Clima Económico, face aos desenvolvimentos do conflito armado, e face à evolução da pandemia de COVID-19 (número de casos<sup>14</sup> e óbitos) em Portugal<sup>15</sup>



Fonte: INE e "Coronavírus Pandemic (COVID-19)", publicado em *OurWorldInData.org*, editado pela ASF (consulta a 13 de fevereiro de 2023).

Em suma, infere-se que ambos os indicadores demonstram algum grau de relação com os impactos do desenrolar do conflito geopolítico, em particular com a diminuição do poder de compra, no caso do ICC, e com as perspetivas futuras menos otimistas quanto à evolução da procura do lado do ICE.

## (ii) Crescimento económico – Economia mundial

De acordo com as mais recentes estimativas do Fundo Monetário Internacional (FMI), publicadas em janeiro de 2023, a economia global terá crescido 6,2% em 2021, desacelerando para 3,4% em 2022. Esta trajetória é transversal à generalidade dos conjuntos de países, com as economias avançadas a desacelerarem de 5,4% para 2,7%, e as emergentes de 6,7% para 3,9%.

<sup>14</sup> Para efeitos de legibilidade do gráfico, o número de casos confirmados foi dividido por dez, estando assim, apresentado em dezenas de milhares.

<sup>15</sup> Os períodos de confinamento considerados compreendem os dias a partir do momento em que foi decretado o confinamento obrigatório, até ao início das medidas de desconfinamento. Assim, o primeiro confinamento considera o período de 15 de março a 4 de maio de 2020, e o segundo de 15 de janeiro a 15 de março de 2021.

Esta atualização, de janeiro de 2023, revela, para a maioria dos casos, ajustes limitados face à de outubro de 2022, não incorporando, para já, uma deterioração significativa, apesar dos riscos de *downside* que permanecem latentes. Denota-se ainda uma tendência de revisão em alta das estimativas para o ano de 2023, e ajuste em sentido contrário das perspetivas de crescimento económico para o ano seguinte.

### Variação do PIB: estimativas do FMI para a economia mundial

| Taxa de variação anual (%)                                       | Projeções<br>janeiro 2023 |            |            | Diferença face às<br>projeções outubro |             |
|------------------------------------------------------------------|---------------------------|------------|------------|----------------------------------------|-------------|
|                                                                  | 2022                      | 2023       | 2024       | 2023                                   | 2024        |
| <b>PIB real</b>                                                  |                           |            |            |                                        |             |
| <b>Economia mundial</b>                                          | <b>3,4</b>                | <b>2,9</b> | <b>3,1</b> | <b>0,2</b>                             | <b>-0,1</b> |
| <b>Economias avançadas</b>                                       | <b>2,7</b>                | <b>1,2</b> | <b>1,4</b> | <b>0,1</b>                             | <b>-0,2</b> |
| EUA                                                              | 2,0                       | 1,4        | 1,0        | 0,4                                    | -0,2        |
| Japão                                                            | 1,4                       | 1,8        | 0,9        | 0,2                                    | -0,4        |
| Área do Euro                                                     | 3,5                       | 0,7        | 1,6        | 0,2                                    | -0,2        |
| Reino Unido                                                      | 4,1                       | -0,6       | 0,9        | -0,9                                   | 0,3         |
| Outras economias avançadas                                       | 2,8                       | 2,0        | 2,4        | -0,3                                   | -0,2        |
| <b>Economias de mercados emergentes<br/>e em desenvolvimento</b> | <b>3,9</b>                | <b>4,0</b> | <b>4,2</b> | <b>0,3</b>                             | <b>-0,1</b> |
| Países Europeus em desenvolvimento                               | 0,7                       | 1,5        | 2,6        | 0,9                                    | 0,1         |
| Países Asiáticos em desenvolvimento                              | 4,3                       | 5,3        | 5,2        | 0,4                                    | 0,0         |
| China                                                            | 3,0                       | 5,2        | 4,5        | 0,8                                    | 0,0         |
| Médio Oriente e Ásia Central                                     | 5,3                       | 3,2        | 3,7        | -0,4                                   | 0,2         |
| América Latina e Caraíbas                                        | 3,9                       | 1,8        | 2,1        | 0,1                                    | -0,3        |
| Brasil                                                           | 3,1                       | 1,2        | 1,5        | 0,2                                    | -0,4        |
| África Subsaariana                                               | 3,8                       | 3,8        | 4,1        | 0,1                                    | 0,0         |

Fonte: FMI (*World Economic Outlook – update* publicado em janeiro 2023).

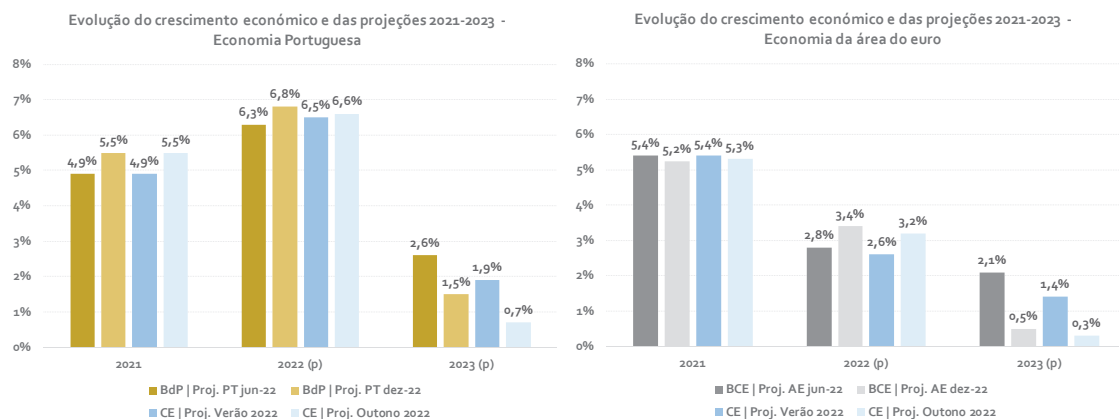
### (iii) Crescimento económico – Economias portuguesa e da área do euro

No ano de 2021, as economias nacional e da área do euro registaram uma recuperação parcial face à recessão sofrida no ano inicial da pandemia, exibindo crescimentos na ordem de grandeza dos 5% (ligeiramente superior no caso da economia nacional).

À medida que são atualizados os exercícios de projeção económica e incorporados os efeitos da guerra no leste europeu, denota-se que as perspetivas de crescimento económico, para o biénio 2022/23, são mais penalizadas por este conflito no agregado da área do euro do que para o caso nacional, em particular, em 2022.

## Desempenho económico de Portugal e da área do euro, para o triénio 2021/23, sob o quadro de recuperação face à pandemia de Covid-19 e ao efeito da guerra na Ucrânia

Figura 1.4



Fontes: (i) Banco de Portugal (Boletins Económicos), (ii) BCE (Eurosystem Staff Macroeconomic Projections) e (iii) Comissão Europeia (CE) (Economic Forecasts).

Na economia portuguesa, prevê-se uma aceleração do crescimento do Produto Interno Bruto (PIB) em 2022, de 5,5% para 6,8%, inclusivamente com a taxa de crescimento para este ano a ser alvo de revisão em alta no exercício de projeções de dezembro, face ao de junho, com forte contributo da reavaliação em alta do crescimento das exportações, e apesar da revisão em baixa da formação bruta de capital fixo. Observa-se, ainda, uma nova revisão em alta da estimativa da inflação, para 8,1%.

### Estimativas do Banco de Portugal para a economia nacional

Figura 1.5

|                                                          | BE dezembro 2022 |            |            |            | BE junho 2022 |            |            |
|----------------------------------------------------------|------------------|------------|------------|------------|---------------|------------|------------|
|                                                          | 2021             | 2022 (p)   | 2023 (p)   | 2024 (p)   | 2022 (p)      | 2023 (p)   | 2024 (p)   |
| <b>PIB</b>                                               | <b>5,5</b>       | <b>6,8</b> | <b>1,5</b> | <b>2,0</b> | <b>6,3</b>    | <b>2,6</b> | <b>2,0</b> |
| Consumo privado                                          | 4,7              | 5,9        | 0,2        | 0,8        | 5,2           | 1,2        | 1,5        |
| Consumo público                                          | 4,6              | 2,0        | 1,9        | 1,2        | 2,2           | -0,9       | -0,2       |
| Formação Bruta de Capital Fixo                           | 8,7              | 1,3        | 2,9        | 5,4        | 5,0           | 7,6        | 5,0        |
| Procura interna                                          | 5,6              | 4,3        | 0,9        | 1,8        | 4,8           | 2,1        | 1,9        |
| Exportações                                              | 13,5             | 17,7       | 4,3        | 3,7        | 13,4          | 5,8        | 3,6        |
| Importações                                              | 13,3             | 11,1       | 3,0        | 3,2        | 9,5           | 4,5        | 3,4        |
| <b>Índice Harmonizado de preços no consumidor (IHPC)</b> | <b>0,9</b>       | <b>8,1</b> | <b>5,8</b> | <b>3,3</b> | <b>5,9</b>    | <b>2,7</b> | <b>2,0</b> |

Fontes: Banco de Portugal (Boletins Económicos de dezembro e junho de 2022) e INE.  
Legenda: (p) – projetado.

#### (iv) Rendimentos e emprego

A nível laboral, são projetadas compressões adicionais da taxa nacional de desemprego, para valores abaixo dos 6%, no ano de 2022. A trajetória é análoga para a área do euro, apresentando, contudo, valores ligeiramente mais elevados, próximos dos 7%, para o mesmo período.

No que se refere à inflação, o valor nacional é também inferior ao projetado para a área do euro, num quadro que já se prevê como duradouro e de fortes pressões inflacionistas.

#### Inflação e emprego no biénio 2021/22: Portugal e área do euro (AE)

|            | Portugal |          |          | Área do euro |          |          |
|------------|----------|----------|----------|--------------|----------|----------|
|            | 2021     | 2022 (p) | 2023 (p) | 2021         | 2022 (p) | 2023 (p) |
| Inflação   | 0,9      | 8,1      | 5,8      | 2,6          | 8,4      | 6,3      |
| Desemprego | 6,6      | 5,9      | 5,9      | 7,7          | 6,7      | 6,9      |

Fontes: Banco de Portugal (atualização de dezembro 2022) e BCE (atualização de dezembro 2022).

#### (v) Défice orçamental e endividamento dos soberanos

A resposta governamental à pandemia de infeções por Covid-19 redundou no acentuar dos níveis de endividamento dos soberanos, deteriorando também a execução orçamental.

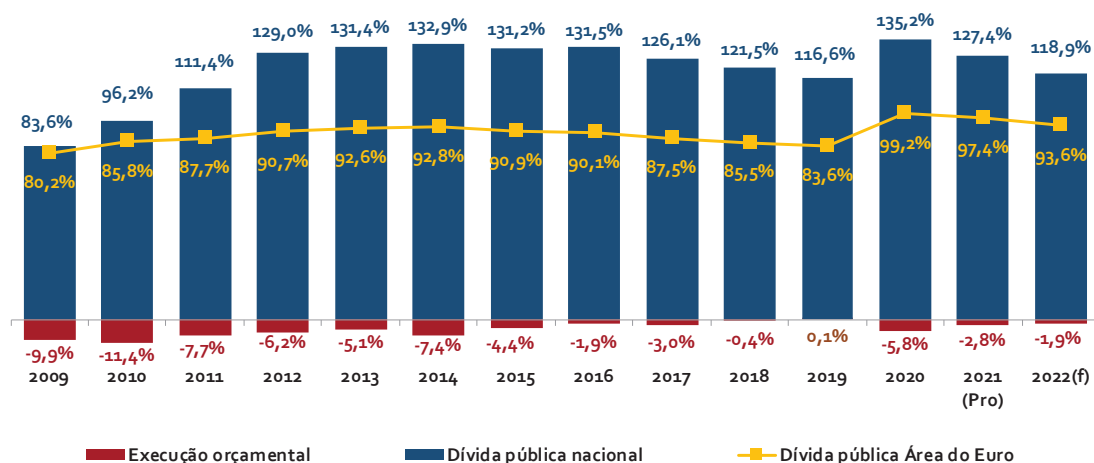
No caso nacional, o défice estimado para 2022 encontra-se ligeiramente abaixo dos 2%<sup>16</sup>, prosseguindo uma redução gradual face ao pico registado com o primeiro ano de resposta aos efeitos da pandemia - quando ascendeu a 5,8% do PIB, o valor mais elevado desde 2014, e após se posicionar próximo dos 3% em 2021.

Os níveis de endividamento público revelam uma evolução análoga, de subida abrupta em 2020, com posterior redução gradual e parcial. No atual quadro de descontinuação da ação monetária acomodatória, de subida de taxas de juro e de ascensão transversal dos custos de financiamento, agravam-se as vulnerabilidades associadas à sustentabilidade do endividamento soberano, cujos títulos detêm um elevado peso específico nas carteiras das empresas de seguros e dos fundos de pensões nacionais.

<sup>16</sup> Estimativa do Ministério das Finanças, de set-22. Note-se que, em janeiro de 2023, a Unidade Técnica de Apoio Orçamental (UTAO) refere considerar possível um défice de 0% em 2022, prevendo ainda que este possa chegar, no máximo, a 1% do PIB.

## Dívida pública e execução orçamental em percentagem do PIB – Portugal e área do euro<sup>17</sup>

Figura 1.7



Fontes: INE, Banco de Portugal, Comissão Europeia, Eurostat e estimativas do Ministério das Finanças.

### (vi) Política monetária

Face à escalada da inflação para níveis historicamente elevados – com um valor recorde na área do euro (cerca de 10,6% em outubro de 2022), descontinuando, a partir daí, a tendência de subida<sup>18</sup>, embora com expectativa de permanência em níveis elevados –, a ação monetária dos principais bancos centrais tem denotado ajustes materiais e acelerados – em lógica de *frontloading* –, face ao teor acomodatório observado no período pré-pandemia, e que se chegou a acentuar com a atuação de resposta à mesma.

As duas principais consequências desta evolução são:

- **Afastamento do ambiente prolongado de taxas de juro muito baixas;**
- **Valorizações dos títulos financeiros menos escudadas pela ação não convencional das políticas acomodatórias, aumentando a probabilidade de ocorrência de um evento sistémico.** Recorde-se que, em particular no caso do BCE, o *roll-off* dos portefólios constituídos ao abrigo do programa de compra de ativos<sup>19</sup> está a ser gerido cautelosamente, mas já com o anúncio da redução da sua envergadura.

<sup>17</sup> De acordo com as estimativas mais recentes do Banco de Portugal, de 1 de fevereiro de 2023, o peso da dívida pública no PIB em 2022, terá sido de 114,7%.

<sup>18</sup> 10,1% em novembro de 2022, e 9,2% em dezembro de 2022.

<sup>19</sup> Programa de compra de ativos de emergência pandémica (PEPP) e programa genérico de compra de ativos (i.e. *Asset purchasing programme* [APP]).

## Ação de política monetária do Banco Central Europeu (BCE)

Da parte do BCE, observa-se o descontinuar da ação não convencional massiva, que foi seguida por múltiplos ajustes ascendentes das taxas de juro diretores. A instituição, na sua comunicação de política monetária de 15 de dezembro, emitiu as seguintes decisões:

- A quinta subida das taxas de juro de referência em fevereiro de 2023, em 50 bps, de 2,5% para 3,0% (*Main Refinancing Operations*), antevendo-se ainda a possibilidade de subidas adicionais para promover a convergência da inflação com o referencial de 2%.
- Quanto à dimensão não convencional da ação de política monetária do BCE, para além da cessação das compras líquidas, foram anunciados ajustes à aplicação dos montantes resultantes dos títulos vencidos:
  - Os montantes dos títulos vencidos adquiridos ao abrigo do programa genérico (APP) continuarão a ser integralmente reinvestidos até ao final de fevereiro de 2023, momento a partir do qual o respetivo portefólio irá reduzir-se a um ritmo mensal de EUR 15 bi (milhares de milhões), até ao final do segundo trimestre, com o ritmo de redução subsequente a ser posteriormente afinado.
  - Os montantes vencidos dos títulos adquiridos ao abrigo do programa de compra de ativos para a emergência pandémica (PEPP) serão reinvestidos, pelo menos, até ao final de 2024, com o *roll-off* do portefólio a ser gerido no sentido de prevenir interferências indesejadas com os objetivos de política monetária.
- Quanto às operações de refinanciamento do setor bancário, os bancos encontram-se a proceder ao reembolso dos montantes obtidos no contexto das operações ORPA (operações de refinanciamento de prazo alargado), e o Conselho do BCE irá avaliar regularmente como estas operações estão a contribuir para os objetivos de política monetária.



## Ação de política monetária do Sistema de Reserva Federal dos EUA (FED)

Quanto à FED<sup>20</sup>, nos Estados Unidos de América (EUA):

- Recorde-se que a FED iniciou, a 1 de junho, uma redução de envergadura do portefólio de títulos de tesouro e de *Mortgage-Backed Securities* (MBS) constituído ao longo do período de ação acomodatória intensa.
- Paralelamente, tem cumprido sucessivas subidas das taxas de juro diretoras. O *rate* primário consumou, em dezembro, a sétima subida do ano, de 4% para 4,5%. O efeito acumulado das sete subidas referidas resultou na passagem do *rate* primário de um valor inicial de 0,25% para 4,5% (valor atualmente observável), conforme já mencionado. Não obstante, continua a ser antevista a possibilidade de subidas adicionais.

### (vii) Inflação e taxas de juro

A persistência de inflação elevada, pressionada, em particular, pela componente energética, continua a constituir um atributo macroeconómico de central importância no período em apreço, e que se agudizou com a persistência do conflito armado na Ucrânia. Inicialmente enquadradas pelos bancos centrais como resultantes da confluência de fatores temporários, as pressões inflacionistas viriam a densificar-se, forçando a fortes reajustes de política monetária, em linha com o descrito anteriormente.

Os meses mais recentes têm vindo a revelar subidas materiais das taxas *swap* em euros para os vários prazos (sendo, para este efeito, rastreadas as maturidades de 2 e 10 anos, e salientando-se também a limitada diferença entre os níveis de ambas), bem como uma subida material da taxa *Euribor* (a 3 meses), com repercussões importantes nos riscos de crédito dos agentes económicos. Esta taxa, que ainda se mantinha em níveis negativos no final do primeiro semestre de 2022, já transpôs os 2% no final de 2022.

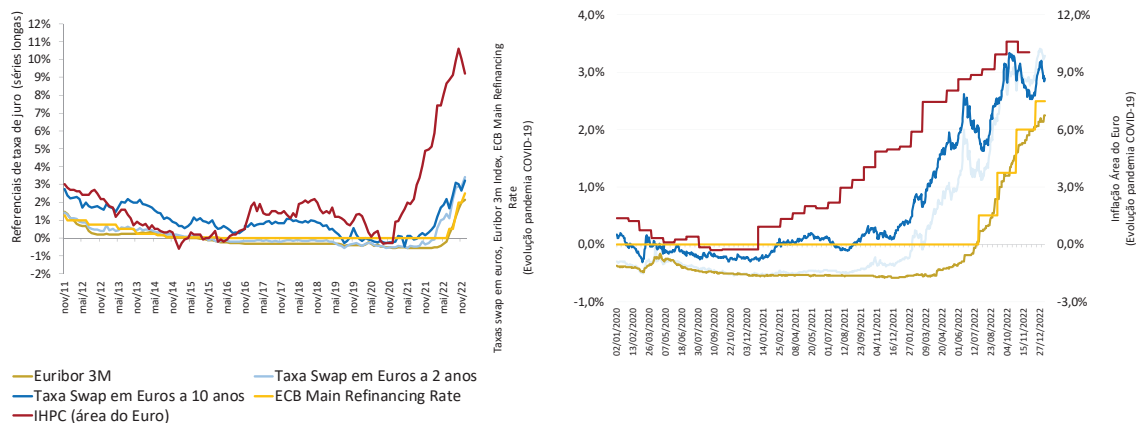
Face ao panorama de aumento transversal deste risco, é importante que as empresas de seguros e as sociedades gestoras de fundos de pensões avaliem criteriosamente a evolução das suas exposições ao risco de crédito. Em particular, no caso segurador, onde a proporção de exposições com menor folga face ao território de investimento é mais significativa, e o efeito do requisito de capital para risco de *spread* amplifica materialmente as repercussões da deterioração creditícia das carteiras na posição financeira dos operadores.

---

<sup>20</sup> Sistema de Reserva Federal dos EUA, de acordo com os anúncios efetuados na sequência das sessões periódicas da Federal Open Markets Committee (FOMC).

Figura 1.8

## Evolução dos referenciais de taxas de juro e de inflação. Série mensal longa e série diária desde o início de 2020



Fontes: BCE, Bloomberg.

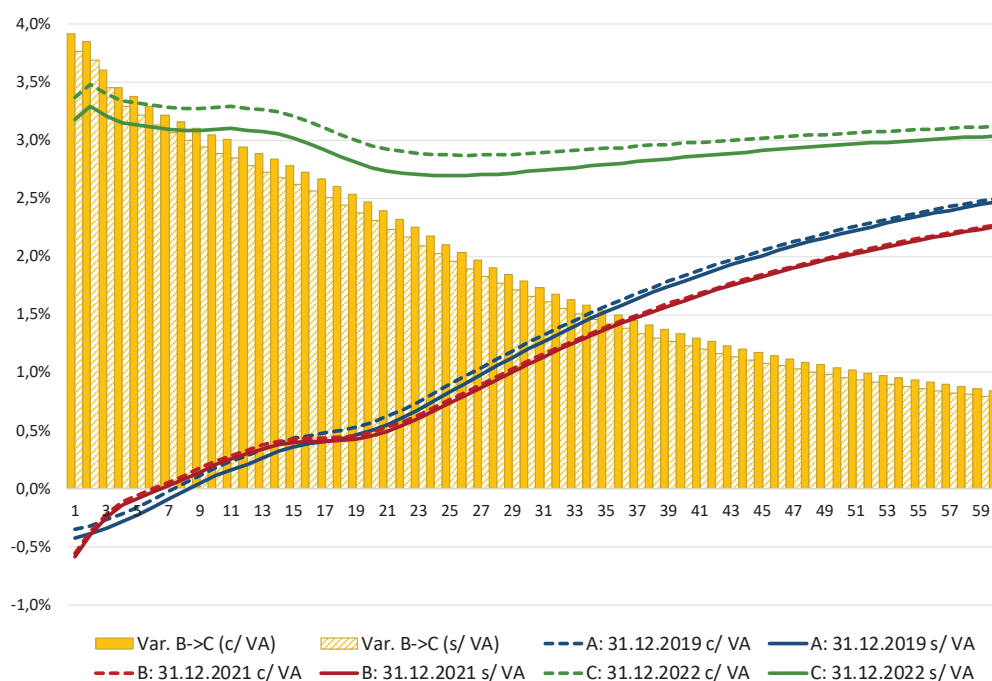
A estrutura temporal de taxas de juro sem risco publicada mensalmente pela EIOPA<sup>21</sup>, que constitui a referência para o desconto dos passivos das empresas de seguros, acumulou subidas notórias em 2022, em particular na gama de maturidades mais correntes.

Assim, materializou-se o descolamento face ao ambiente prolongado e persistente de taxas de juro muito baixas, com o início desta tendência a preceder a ação explícita do BCE nesta matéria. Deste modo, assiste-se a um desenvolvimento importante do panorama que pautava os anos pré-pandemia – ao nível de uma variável crítica para os setores segurador e dos fundos de pensões –, e que se agravou no decurso da mesma, com influência na solvabilidade, rentabilidade e na estratégia de negócio e de distribuição de produtos de cariz financeiro.

<sup>21</sup> Incluindo as curvas com e sem ajustamento de volatilidade.

## Evolução das estruturas temporais de taxa de juro sem risco da EIOPA, incluindo as curvas com ajustamento de volatilidade (VA), e comparação com os níveis pré pandemia

Figura 1.9



## 1.2 Evolução de indicadores relativos aos mercados financeiros

Os meses recentes têm vindo a expor os mercados financeiros – em particular, no que concerne às problemáticas associadas ao risco de *decoupling* (ou dissociação) entre as valorizações dos títulos financeiros e o comportamento dos indicadores macroeconómicos subjacentes – a um quadro de elevada inflação e de constrangimentos do crescimento económico, de forte subida de taxas de juro e dos custos de financiamento, paralelamente à remoção das medidas de carácter acomodatório dos bancos centrais.

Deste modo, apesar das correções descendentes observadas, não se consideram extintas as preocupações associadas ao risco de *decoupling*, cuja amplitude de potencial de correção se expandiu, face ao período anterior à invasão da Ucrânia.

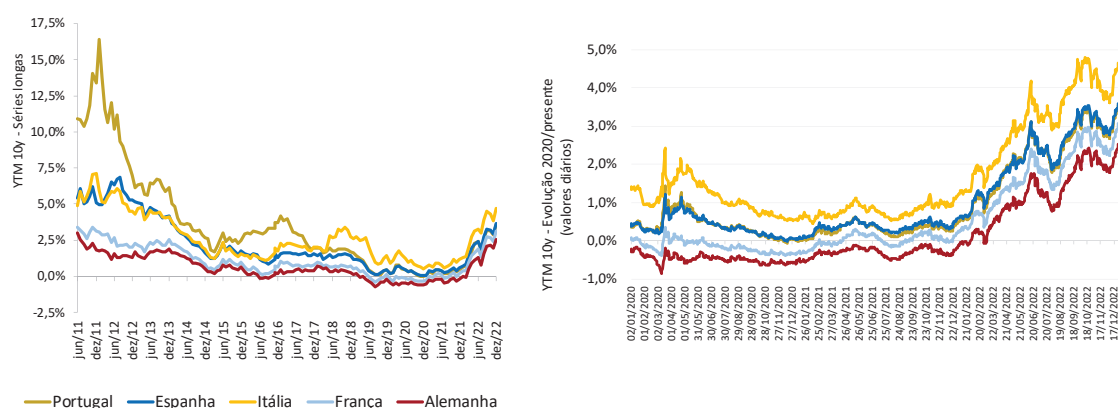
Seguidamente, serão analisadas, em maior detalhe, as evoluções recentes nos mercados obrigacionistas – soberano e privado – acionista e de *commodities*.

## (i) Mercados obrigacionistas

Após a invasão da Ucrânia pela Rússia, as *yields* (YTM 10y) soberanas têm evidenciado uma subida notória, atingindo níveis não alcançados desde 2017. Assim, observa-se uma tendência de descontinuação do panorama que se vinha observando nos últimos anos, na área do euro, de custos de financiamento soberanos extremamente baixos.

### Evolução das YTM a 10 anos dos principais emittentes soberanos. Série longa e evolução diária desde o início de 2020

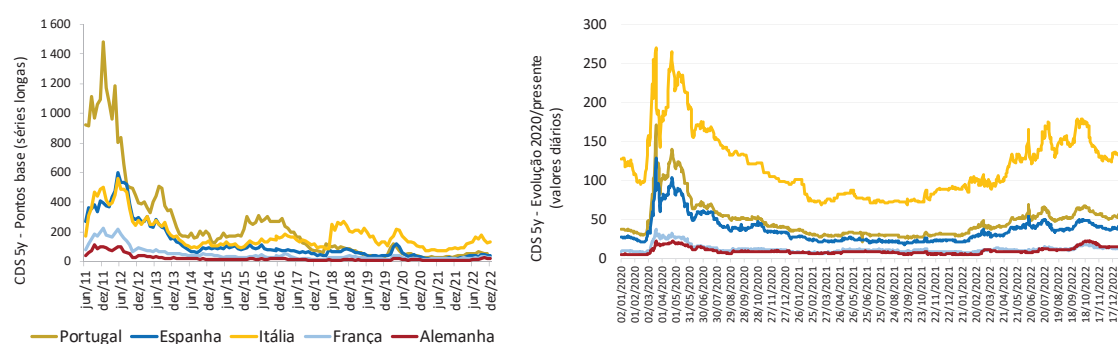
Figura 1.10



Fonte: Bloomberg.

### Evolução dos CDS a 5 anos dos principais emittentes soberanos. Série longa e evolução diária no período de pandemia

Figura 1.11

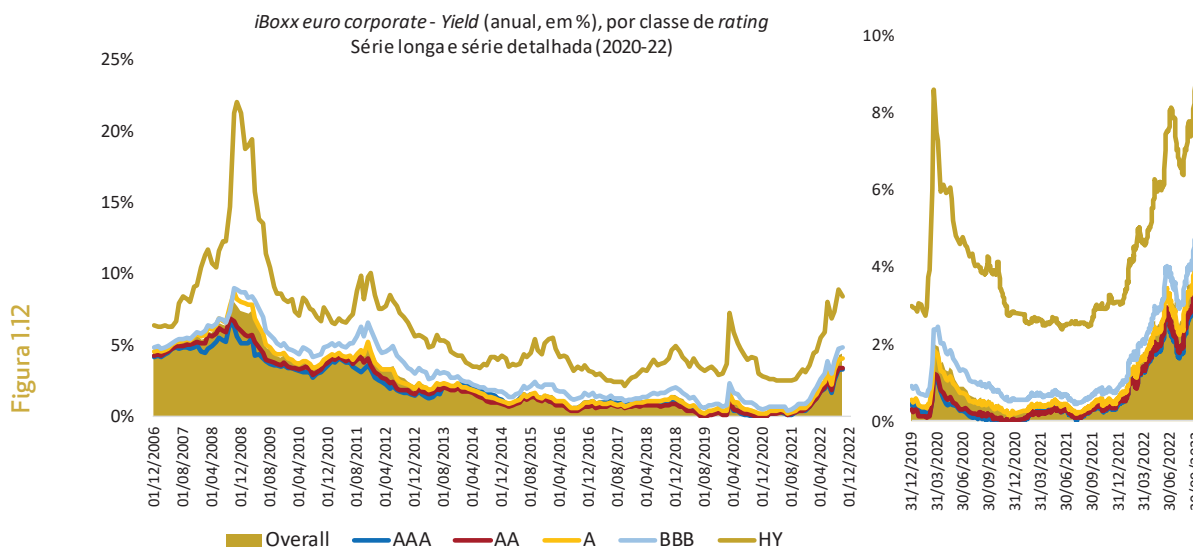


Fonte: Bloomberg<sup>22</sup>

<sup>22</sup> Complementada com fontes adicionais para o caso de Itália, devido a disrupções na série da Bloomberg: *Italy CDS USD SR5Y D14*.

Quanto à dívida privada, os índices *iBoxx* denotam também uma forte tendência de subida recente, confirmando um quadro de acréscimo transversal dos custos de financiamento privados, e dos respetivos riscos de crédito *corporate*.

### Evolução do *iBoxx euro corporate*, por classe de rating. Série longa e evolução diária desde o início de 2020



Fonte: *iBoxx*, *IHS Markit*.

### (ii) Mercados acionistas

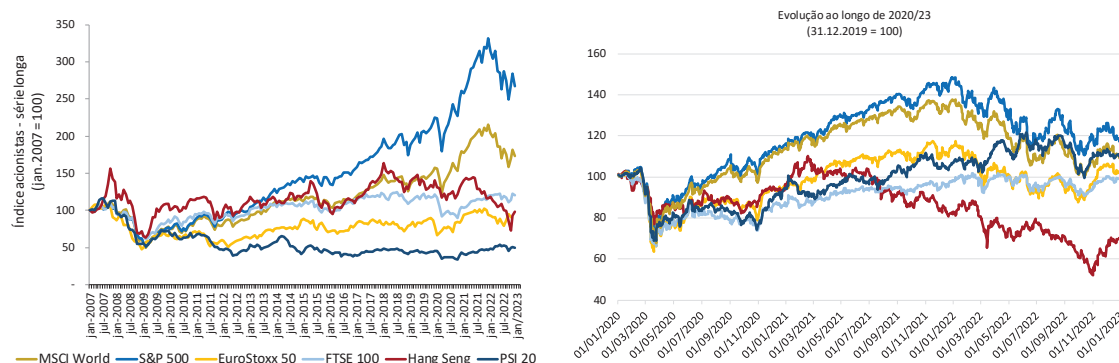
Os mercados acionistas têm vindo a ser identificados como um dos principais âmbitos de risco de *decoupling*. Existem, contudo, consideráveis assimetrias geográficas, com as valorizações mais favoráveis a verificarem-se, em particular, nos emittentes norte-americanos, e impactando índices globais<sup>23</sup>. Os meses recentes têm vindo a configurar alternância entre períodos de quebra e de retoma, conforme particularizado em seguida.

No atual quadro macroeconómico e dos mercados financeiros, é plausível a ocorrência de elevada volatilidade no segmento acionista – por exemplo, em setembro e outubro de 2022, registaram-se variações mensais de quase 10% no *S&P500*, no primeiro caso no sentido descendente, e no segundo em sentido ascendente –, e inclusivamente, a ocorrência de eventos de cariz sistémico.

<sup>23</sup> De entre os índices monitorizados de forma mais próxima, o asiático *Hang Seng* e o britânico *FTSE* revelam níveis de valorização condicionados por, no primeiro caso, episódios geopolíticos (Taiwan, recondução do líder político para um terceiro mandato, sem precedente, adensamento das pressões sobre a prossecução da atividade comercial e económica em base global e colaborativa) e, no segundo caso, pelo *Brexit*.

Figura 1.13

## Evolução dos índices acionistas. Série longa e evolução diária desde o início de 2020

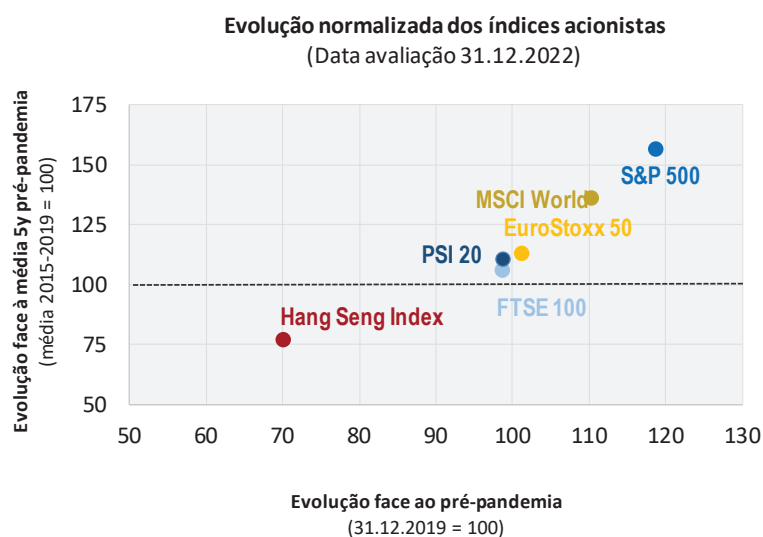


Fonte: Bloomberg e cálculos da ASF.

Face às correções tendencialmente descendentes dos últimos meses, comparando os níveis atuais face aos que precederam o acumulado de efeitos da pandemia e da guerra na Ucrânia, os índices viram esbater-se gradualmente os seus ganhos acumulados acima das médias a 5 anos (com *cut-off* antes da ocorrência desses eventos), e no início de 2020, mantendo, contudo, o índice dos EUA uma valorização ainda importante.

## Evolução normalizada dos índices acionistas. Evolução face ao início de 2020 e aos níveis médios dos últimos 5 anos pré pandemia

Figura 1.14



Fonte: Bloomberg e cálculos da ASF.

### (iii) *Commodities*

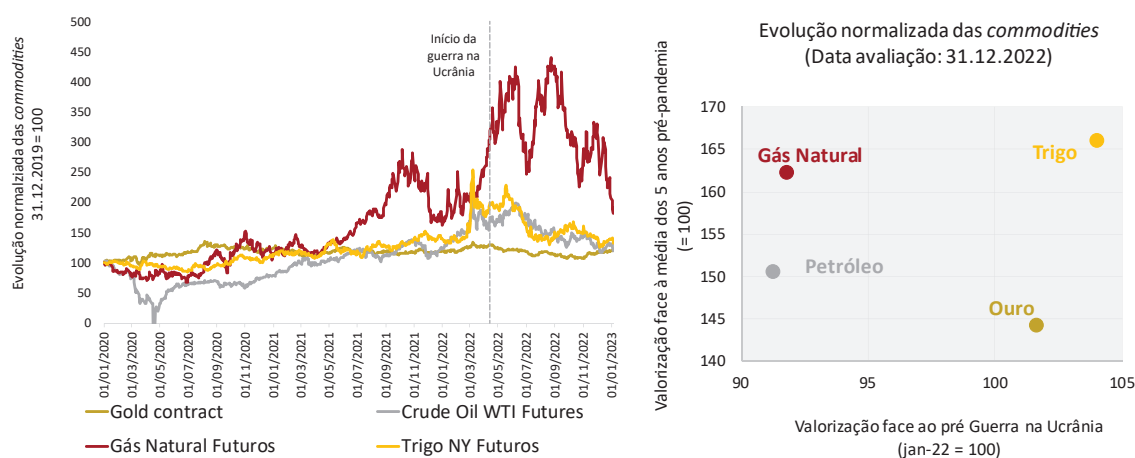
A evolução dos preços das *commodities*, em particular da esfera energética, vem merecendo particular relevância, fruto da respetiva influência na inflação e dos receios quanto a uma crise energética no território europeu, nomeadamente durante o inverno. Estas preocupações viriam a ser posteriormente mitigadas, fruto de manutenção de temperaturas globalmente acima do expetável.

Destacam-se, em particular, o petróleo<sup>24</sup> e o gás natural<sup>25</sup>, ambos materialmente acima do seu valor médio nos 5 anos prévios a 2020, num contexto de reorganização das relações comerciais europeias, em particular no que toca aos fornecimentos para colmatar as necessidades energéticas. Não obstante, ambas as *commodities* recuaram materialmente face aos níveis atingidos durante os primeiros meses após a eclosão da guerra na Ucrânia.

Recorda-se ainda que, em julho de 2022, o gás natural e a energia nuclear viriam a ser votados na UE como energias verdes no quadro de transição energética em curso<sup>26</sup>.

#### Evolução das cotações das *commodities*

Figura 1.15



Fonte: Bloomberg e cálculos da ASF.

<sup>24</sup> Crude Oil WTI Futures.

<sup>25</sup> Natural Gas Futures. Note-se que no caso do gás natural, cujo cotação denotou especial subida em resultado da eclosão do conflito armado, a Comissão Europeia aprovaria a 8 de junho de 2022 a medida Ibérica (mercado ibérico MIBEL) para colocação de um limite de preços no mercado grossista (utilizado para produção de eletricidade), vigente até 31 de maio de 2023. Esta medida incide, em particular, na relação entre produtores e comercializadores.

<sup>26</sup> <https://www.europarl.europa.eu/news/en/press-room/20220701IPR34365/taxonomy-meps-do-not-object-to-inclusion-of-gas-and-nuclear-activities>

#### (iv) Avaliação da qualidade creditícia por parte das agências de notação

A intervenção das agências de notação sobre os soberanos mais observados, tem ocorrido, em particular, sobre o caso português, para o qual, no decurso do ano de 2022, já se registaram ajustes ascendentes de *rating* pela S&P, Fitch e DBRS.

Em sentido contrário, o soberano de Itália viria a ser alvo de duas revisões em baixa da sua perspetiva de curto-prazo (*outlook*) – pressionando a folga mais limitada em terreno de investimento –, enquanto o soberano de Espanha conheceu uma revisão em alta da mesma perspetiva.

#### Evolução da avaliação creditícia dos soberanos

Figura 1.16

| dez/21   | S&P      | Moody's   | Fitch    | DBRS        | dez/22   | S&P       | Moody's   | Fitch     | DBRS        |
|----------|----------|-----------|----------|-------------|----------|-----------|-----------|-----------|-------------|
| Alemanha | AAA<br>→ | Aaa<br>→  | AAA<br>→ | AAA<br>→    | Alemanha | AAA<br>→  | Aaa<br>→  | AAA<br>→  | AAA<br>→    |
| França   | AA<br>→  | Aa2<br>→  | AA<br>↓  | AA(H)<br>→  | França   | AA<br>→   | Aa2<br>→  | AA<br>↓   | AA(H)<br>→  |
| Portugal | BBB<br>→ | Baa2<br>→ | BBB<br>→ | BBB(H)<br>→ | Portugal | BBB+<br>→ | Baa2<br>→ | BBB+<br>→ | A(L)<br>→   |
| Espanha  | A<br>↓   | Baa1<br>→ | A-<br>→  | A<br>→      | Espanha  | A<br>→    | Baa1<br>→ | A-<br>→   | A<br>→      |
| Itália   | BBB<br>↑ | Baa3<br>→ | BBB<br>→ | BBB(H)<br>→ | Itália   | BBB<br>→  | Baa3<br>↓ | BBB<br>→  | BBB(H)<br>→ |

Fonte: Bloomberg.

Nota: as revisões de notação ou de *outlook* encontram-se sinalizadas com cor diferente – verde em caso de ajuste positivo, ou vermelho em caso de ajuste descendente.

No âmbito dos emitentes do setor financeiro, em particular de instituições do setor bancário com presença relevante em Portugal, os ajustes verificados ao longo de 2022 ocorreram exclusivamente no sentido positivo.

Deste modo, apesar do aumento transversal dos riscos de crédito – num quadro de elevada inflação e de subida das taxas de juro, que pressiona o serviço da dívida –, as agências de notação vão, para já, aplicando ajustes de sentido favorável sobre o referido conjunto de instituições.



## Evolução da avaliação creditícia de instituições bancárias com presença relevante no território nacional

Figura 1.17

| dez/21    | S&P       | Moody's   | Fitch     | DBRS        | dez/22    | S&P       | Moody's   | Fitch     | DBRS        |
|-----------|-----------|-----------|-----------|-------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-------------|
| BCP       | BB<br>→   | Baa2<br>→ | BB<br>→   | BBB(L)<br>↓ | BCP       | BB+<br>→  | Baa2<br>→ | BB<br>↑   | BBB(L)<br>→ |
| CGD       | -         | Baa2<br>→ | BB+<br>↑  | BBB<br>↓    | CGD       | -         | Baa2<br>→ | BBB-<br>→ | BBB<br>↑    |
| BPI       | BBB<br>→  | Baa2<br>→ | BBB<br>→  | -           | BPI       | BBB+<br>→ | Baa2<br>→ | BBB<br>→  | -           |
| NB        | -         | B1<br>↑   | -         | B(H)<br>↓   | NB        | -         | Ba2<br>↑  | -         | B(H)<br>→   |
| CaixaBank | BBB+<br>→ | Baa1<br>→ | BBB+<br>→ | A<br>→      | CaixaBank | A-<br>→   | Baa1<br>→ | BBB+<br>→ | A<br>→      |
| Santander | A<br>→    | A2<br>→   | A-<br>→   | A(H)<br>→   | Santander | A+<br>→   | A2<br>→   | A-<br>→   | A(H)<br>→   |
| Montepio  | -         | Ba3<br>→  | B-<br>↓   | B<br>↓      | Montepio  | -         | Ba2<br>→  | B<br>↑    | B<br>→      |

Fonte: Bloomberg.

Nota: as revisões de notação ou de *outlook* encontram-se sinalizadas por cor diferente – verde em caso de ajuste positivo, ou vermelho em caso de ajuste descendente.

### Caixa 2 – Principais Riscos de natureza estrutural e conjuntural a impactar os setores segurador e dos fundos de pensões

Ao nível dos principais riscos que o setor segurador e o setor dos fundos de pensões enfrentam presentemente, destacam-se:

- **O termo do ambiente prolongado de taxas de juro muito baixas** constitui uma mudança crítica de conjuntura, intrinsecamente benéfica para os modelos de negócio dos setores segurador e de fundos de pensões – fruto do seu impacto no desconto dos passivos –, embora seja acompanhada pela deterioração, ou mesmo agudização, de outros riscos, designadamente, o risco de crédito e o de potencial fragmentação dos mercados financeiros da zona do euro.
- No domínio geopolítico, o conflito armado prolonga-se, contribuindo para **acentuadas pressões inflacionistas**, cujo carácter já se assume como mais duradouro do que inicialmente estimado pelo BCE, e prejudicando as **perspetivas de crescimento económico**. A combinação dos efeitos da inflação e a subida abrupta das taxas de juro consubstancia um **aumento dos riscos de crédito das famílias e empresas**. Estas perspetivas são suscetíveis de penalizar a geração

de novo negócio pelas empresas de seguros, podendo também reduzir a capacidade dos associados de financiar os correspondentes planos de pensões.

- **Ao nível do negócio**, a inflação tende a repercutir-se no aumento dos custos com sinistros Não Vida, pressionando a respetiva rentabilidade, caso não sejam adotadas medidas de compensação adequadas. Por outro lado, o serviço de dívida mais oneroso e o custo de vida crescente, impactam negativamente a capacidade de poupança e de investimento das famílias, podendo também desencadear fenómenos de aumento dos resgates em produtos Vida de natureza financeira, e assim despoletar estrangulamentos de liquidez nas empresas de seguros. O panorama descrito é extensível às contribuições para planos individuais de pensões, embora as necessidades de financiamento sejam reduzidas pelo efeito de desvalorização dos passivos. No ramo Vida, salienta-se a probabilidade de realinhamento das estratégias de negócio que haviam sido direcionadas à oferta de produtos *unit-linked* - em resposta às taxas de juro muito baixas -, face ao quadro de maiores riscos macroeconómicos e de mercado, mas também de oportunidades de reinvestimento mais favoráveis.
- Quanto às **condições de financiamento dos soberanos**, o serviço de dívida mais oneroso, face aos elevados níveis de endividamento, constitui também um risco suscetível de penalizar o setor segurador e, em menor escala, o setor dos fundos de pensões, pelo leque material de exposições detidas em soberanos europeus, em especial em caso de agravamento do risco de fragmentação dos mercados financeiros da área do euro.
- Persiste o risco generalizado de **correções descendentes das cotações dos ativos** financeiros, e de aumento da volatilidade – inclusivamente por via de um evento sistémico. Esta possibilidade, agora menos escudada pela intervenção dos bancos centrais, impacta diretamente o setor segurador e o setor dos fundos de pensões, através da desvalorização das suas carteiras de investimentos.

- Os **riscos cibernéticos** adquiriram destaque adicional com a aceleração do processo de digitalização prosseguido durante a crise pandémica, e, posteriormente, com a eclosão do conflito armado entre a Ucrânia e Rússia, em que os ataques informáticos a empresas e infraestruturas revelaram-se como uma ferramenta de retaliação e de geração de dano económico deliberado. Recorde-se que, no caso do setor segurador, os riscos cibernéticos denotam especial relevância, pelo facto de poderem encontrar-se cobertos nas apólices de forma explícita, ou de forma omissa (i.e., não estando incluídos, nem explicitamente excluídos dos contratos de seguro), impactando assim os operadores numa dupla vertente – operacional e de negócio.
- As alterações climáticas e as finanças sustentáveis acarretam riscos relevantes para os setores segurador e de fundos de pensões. Entre as principais tipologias de impactos, referem-se nomeadamente as áreas de investimento, de subscrição (setor segurador) e de conceção de produtos, os aspetos de governação e ainda os aspetos reputacionais e legais / de *compliance*. Estes últimos são, de momento, particularmente visíveis nas crescentes necessidades de divulgação de informação, inclusivamente na relação com o consumidor.

### Mapeamento dos principais riscos do setor segurador e setor dos fundos de pensões

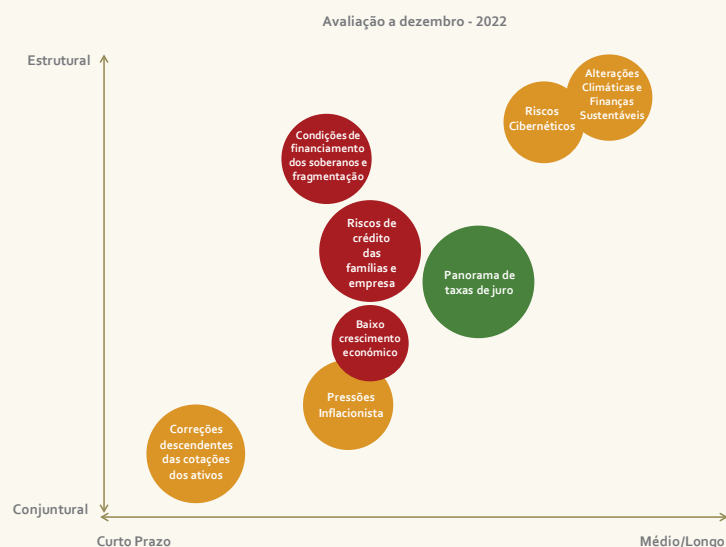


Figura 1.18



# Caracterização e evolução do setor segurador e do setor dos fundos de pensões





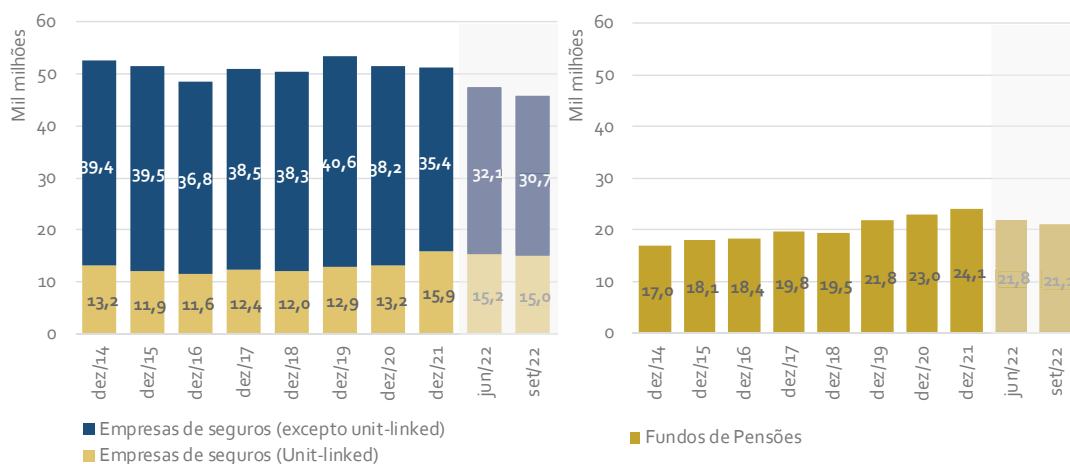
## 2.1 Caracterização das carteiras de investimentos

No final de setembro de 2022, o total de ativos das empresas de seguros sob supervisão prudencial da ASF ascendeu a 45,7 mil milhões de euros, o que constitui um decréscimo face ao registado no final de 2021 (-10,8%), bem como face ao trimestre anterior (-3,4%). A quebra observada foi mais pronunciada na carteira de ativos não afeta a seguros *unit-linked* que, embora permaneça maioritária, continua a apresentar um decréscimo de representatividade no total de investimentos das empresas de seguros.

No contexto dos fundos de pensões, a evolução da carteira de ativos foi semelhante à observada para as empresas de seguros, verificando-se uma quebra do respetivo valor, quer face ao final de 2021 (-12,5%), quer face a junho de 2022 (-3,3%), fixando-se em 21,1 mil milhões de euros no final de setembro.

### Total de ativos das empresas de seguros e total do património dos fundos de pensões entre 31 de dezembro de 2014 e 30 de setembro de 2022

Figura 2.1



Para o universo das empresas de seguros e dos fundos de pensões nacionais, procede-se, de seguida, à análise detalhada da política de investimentos, do perfil de durações e da qualidade creditícia das respetivas carteiras obrigacionistas, bem como da exposição aos principais emissores/grupos económicos. Finalmente, é efetuada uma descrição do perfil ESG - *Environmental, Social and Governance* - de ambas as carteiras de investimentos.

## (i) Políticas de investimentos

No que concerne à política de investimentos das empresas de seguros, e no que respeita à carteira de ativos não afeta a seguros *unit-linked*, continua a ser patente um decréscimo do peso das duas categorias de títulos com maior representatividade no total da carteira, nomeadamente os títulos de dívida pública e as obrigações privadas, que viram os respetivos pesos decrescer 2,5 e 0,8 pontos percentuais, respetivamente, face ao final de 2021. Note-se que a evolução da primeira categoria é maioritariamente justificada pelo decréscimo da exposição ao soberano nacional, ainda que a generalidade dos restantes soberanos representados tenham também registado decréscimos, principalmente no seio da União Europeia (UE) - com exceção da Alemanha e dos Países Baixos.

Focando a análise na carteira afeta a seguros *unit-linked*, destaca-se, face ao final do ano de 2021, o decréscimo da representatividade dos fundos de investimento mobiliário (FIM), categoria que registou um aumento pronunciado entre 2020 e 2021, e que, apesar da quebra ao longo do ano de 2022, permanece largamente maioritária. Em contrapartida, assiste-se ao incremento dos títulos de dívida (4,9 pontos percentuais), que passam a representar cerca de 40% do total da carteira.

Em relação aos fundos de pensões, continua a assistir-se a um quadro de estabilidade da respetiva política de investimentos, permanecendo as obrigações como a categoria com maior representatividade, secundadas pelos fundos de investimento mobiliário.



## Evolução da política de investimentos<sup>27</sup> entre 31 de dezembro de 2014 e 30 de setembro de 2022

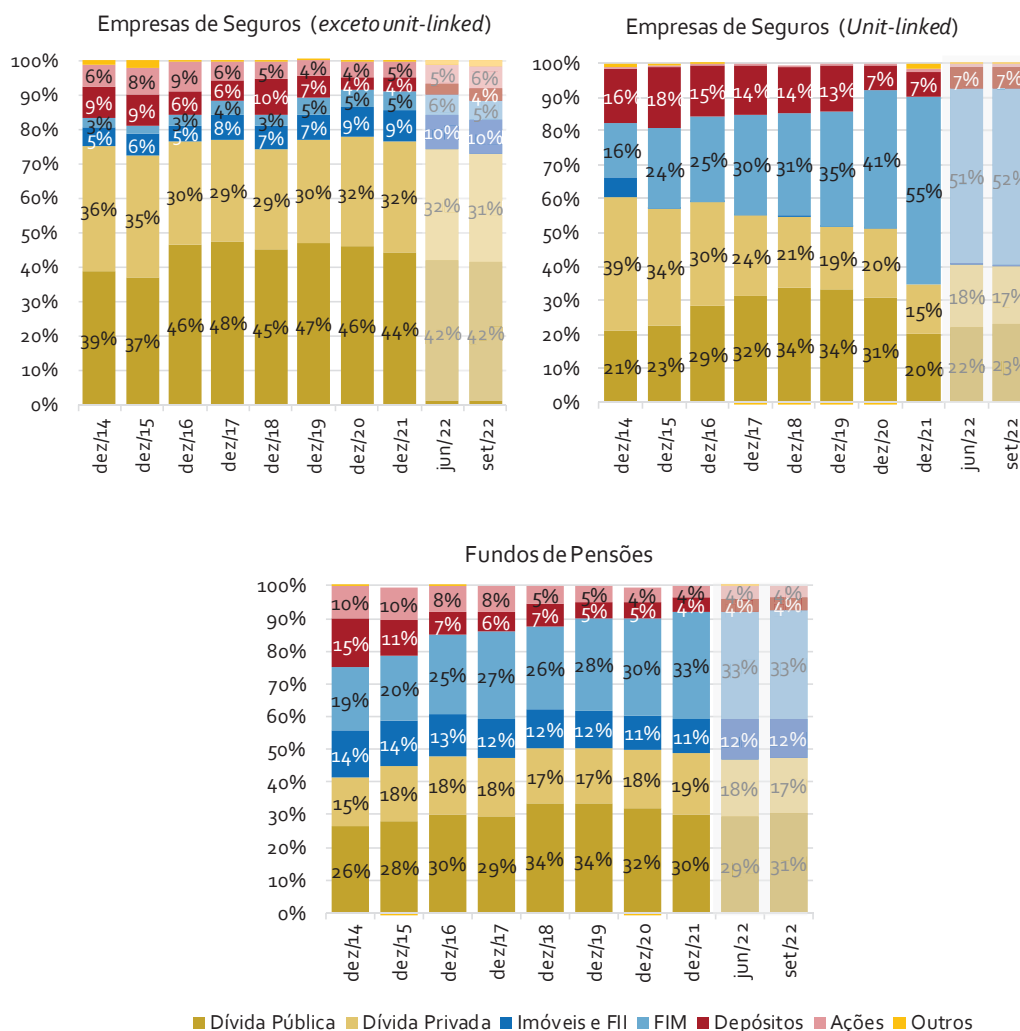


Figura 2.2

### (ii) Qualidade creditícia das carteiras

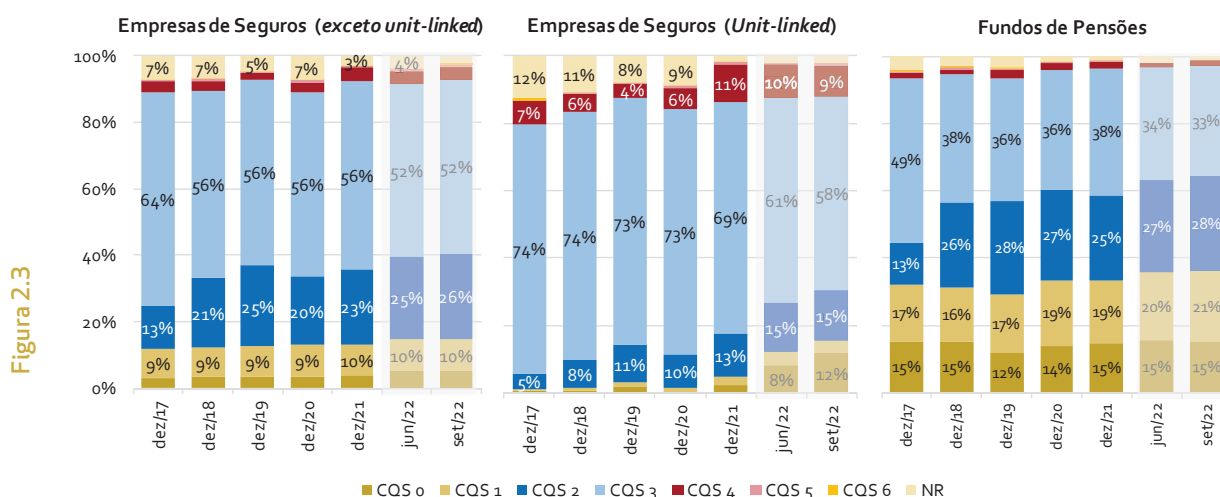
Ao nível da qualidade creditícia das carteiras de obrigações das empresas de seguros, em ambos os segmentos, afetos e não afetos a seguros *unit-linked*, assiste-se à manutenção da tendência de decréscimo dos títulos com notação creditícia CQS 3, por contrapartida do aumento do peso dos títulos com *rating* superior. Não obstante, continua a ser patente uma

<sup>27</sup> A categoria “Imóveis e FII” inclui participações em empresas de investimento imobiliário. A categoria “Outros” inclui derivativos, hipotecas e empréstimos.

concentração elevada em torno da categoria de títulos com menor margem face ao espaço considerado como especulativo, i.e., CQS 3, o que encerra vulnerabilidades a acautelar, num cenário de potenciais revisões em baixa das notações de crédito.

No contexto dos fundos de pensões, também se verifica um aumento da qualidade creditícia média - por via do decréscimo do peso dos títulos com CQS 3 e do aumento dos títulos com *rating* superior -, notando-se, no entanto, que, comparativamente às empresas de seguros, há uma preponderância menor em torno da fronteira de *investment grade*.

### Qualidade creditícia da carteira obrigacionista das empresas de seguros e dos fundos de pensões entre 31 de dezembro de 2017 e 30 de setembro de 2022



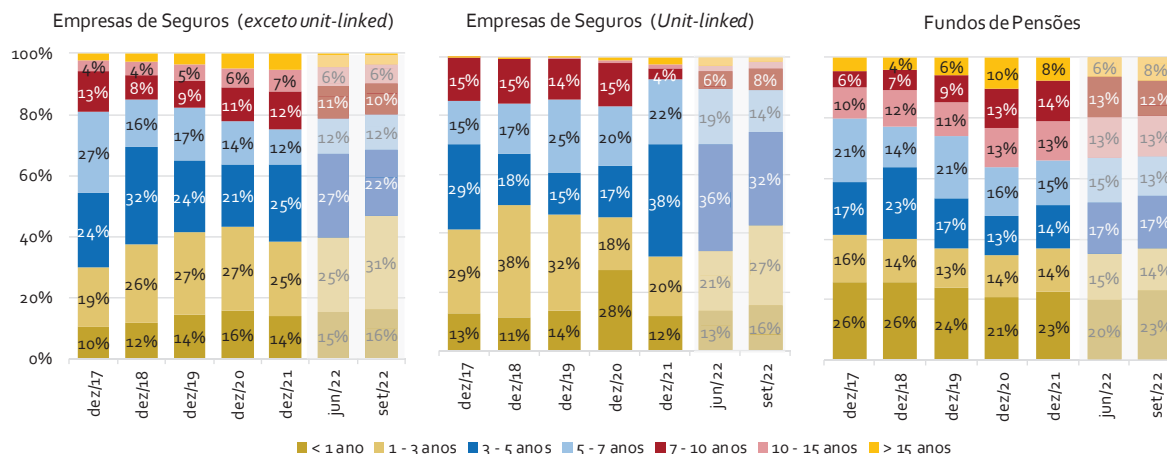
### (iii) Perfil de durações

Quanto ao perfil de durações dos títulos obrigacionistas detidos pelas empresas de seguros, assiste-se, em setembro de 2022, a um reforço da concentração em torno de títulos de menor duração, materializado pelo aumento da representatividade dos intervalos de duração inferior a três anos. Assim, na carteira de ativos não afetos a seguros *unit-linked*, a duração média reduziu-se de 5,2 anos, no final de 2021, para 4,5 anos, no terceiro trimestre de 2022, enquanto a carteira afeta a seguros *unit-linked* passou de 4,6 para 3,9 anos de duração média.

Por sua vez, no contexto dos fundos de pensões, verifica-se uma maior estabilidade do perfil de duração da carteira, que passou de 6,2 anos no final do ano anterior para 6,1 anos em setembro de 2022.

## Duração da carteira obrigacionista das empresas de seguros e dos fundos de pensões entre 31 de dezembro de 2017 e 30 de setembro de 2022

Figura 2.4



### (iv) Distribuição combinada dos perfis de qualidade creditícia e de durações

Pela análise conjugada da qualidade creditícia e da duração das carteiras obrigacionistas das empresas de seguros (exceto *unit-linked*) constata-se uma prevalência de títulos classificados como *investment grade* com durações até sete anos (cerca de 75% do universo de títulos em análise). Quanto à carteira *unit-linked*, cerca de 80% dos títulos obrigacionistas apresentam CQS 2 ou 3, com durações também inferiores a sete anos. Em ambas as carteiras, destaca-se o peso residual dos títulos sem notação atribuída, que apresentam durações tendencialmente curtas, abaixo dos cinco anos.

Face ao final de 2021, nas carteiras do segmento de seguros exceto *unit-linked* constata-se que as principais variações ocorreram nos títulos classificados com CQS 2 e 3, destacando-se o aumento do peso dos ativos com durações até três anos, e a variação negativa da exposição a títulos com maior duração. Já na carteira *unit-linked* os principais aumentos também se verificaram nos intervalos de durações até três anos, para categorias de notação creditícia acima de *investment grade*, enquanto os principais decréscimos são patentes na categoria CQS 3 e para os intervalos de duração entre três e sete anos.

No que concerne aos fundos de pensões, os títulos classificados como de *investment grade* predominam amplamente, sendo de ressaltar, comparativamente ao setor segurador, uma menor concentração junto da fronteira do território de investimento e uma distribuição mais equitativa pelos diferentes intervalos de duração.

**Distribuição combinada da qualidade creditícia e da duração da carteira obrigacionista das empresas de seguros e dos fundos de pensões a 30 de setembro de 2022 e variação face a 31 de dezembro de 2021<sup>28</sup>**

| Empresas de seguros (excluindo unit-linked) |       |         |            |            |            |             |              |          |         |         |            |            |            |             |              |           |                                  |
|---------------------------------------------|-------|---------|------------|------------|------------|-------------|--------------|----------|---------|---------|------------|------------|------------|-------------|--------------|-----------|----------------------------------|
| % de representatividade                     |       | < 1 ano | 1 a 3 anos | 3 a 5 anos | 5 a 7 anos | 7 a 10 anos | 10 a 15 anos | >15 anos |         | < 1 ano | 1 - 3 anos | 3 - 5 anos | 5 - 7 anos | 7 - 10 anos | 10 - 15 anos | > 15 anos | variação<br>(pontos percentuais) |
|                                             | CQS 0 | 1%      | 1%         | 1%         |            | 1%          |              | 1%       |         |         |            | 0,5 pp     |            | 0,6 pp      |              | 0,2 pp    |                                  |
|                                             | CQS 1 | 3%      | 3%         | 1%         |            | 2%          | 1%           | 1%       | 0,5 pp  |         |            | 0,3 pp     |            | 0,2 pp      |              | -0,5 pp   |                                  |
|                                             | CQS 2 | 4%      | 9%         | 4%         | 3%         | 3%          | 2%           | 1%       | 0,8 pp  | 3,5 pp  | -2,4 pp    | 0,6 pp     | 0,4 pp     | 0,4 pp      | 0,4 pp       | -0,4 pp   |                                  |
|                                             | CQS 3 | 7%      | 16%        | 13%        | 7%         | 4%          | 3%           | 2%       | 2,2 pp  | 1,2 pp  | -1,7 pp    |            | -3,3 pp    | -1,5 pp     | -0,9 pp      |           |                                  |
|                                             | CQS 4 |         | 1%         | 1%         |            |             |              |          |         | 0,4 pp  |            | -0,6 pp    |            |             |              |           |                                  |
|                                             | CQS 5 |         |            |            |            |             |              |          |         |         |            |            |            |             |              |           |                                  |
|                                             | CQS 6 |         |            |            |            |             |              |          |         |         |            |            |            |             |              |           |                                  |
|                                             | NR    | 1%      | 1%         |            |            |             |              |          | -0,9 pp |         |            |            |            | -0,1 pp     |              |           |                                  |

| Empresas de Seguros (Unit-linked) |       |         |            |            |            |             |              |          |        |         |            |            |            |             |              |           |                                  |
|-----------------------------------|-------|---------|------------|------------|------------|-------------|--------------|----------|--------|---------|------------|------------|------------|-------------|--------------|-----------|----------------------------------|
| % de representatividade           |       | < 1 ano | 1 a 3 anos | 3 a 5 anos | 5 a 7 anos | 7 a 10 anos | 10 a 15 anos | >15 anos |        | < 1 ano | 1 - 3 anos | 3 - 5 anos | 5 - 7 anos | 7 - 10 anos | 10 - 15 anos | > 15 anos | variação<br>(pontos percentuais) |
|                                   | CQS 0 | 4%      | 2%         |            |            | 6%          |              |          | 3,1 pp | 1,3 pp  |            |            | 5,5 pp     |             |              |           |                                  |
|                                   | CQS 1 | 2%      | 1%         |            |            |             |              |          | 1,8 pp | -0,6 pp |            | -0,2 pp    |            |             |              |           |                                  |
|                                   | CQS 2 | 2%      | 4%         | 3%         | 4%         | 1%          |              |          |        | 2,9 pp  | 0,5 pp     | -1,6 pp    | 0,3 pp     |             |              |           |                                  |
|                                   | CQS 3 | 5%      | 18%        | 23%        | 9%         | 1%          |              |          | 0,3 pp | 3,7 pp  | -8,9 pp    | -4,6 pp    | -1,4 pp    | 0,2 pp      | -0,3 pp      |           |                                  |
|                                   | CQS 4 | 1%      | 1%         | 4%         | 1%         |             | 1%           | 1%       |        | -1,0 pp | 0,8 pp     | -1,8 pp    | -0,4 pp    | 1,0 pp      | -0,9 pp      |           |                                  |
|                                   | CQS 5 |         |            |            |            |             |              |          |        |         | 0,2 pp     |            | -0,2 pp    | -0,4 pp     |              |           |                                  |
|                                   | CQS 6 |         |            |            |            |             |              |          |        |         |            |            |            |             |              |           |                                  |
|                                   | NR    | 1%      |            | 1%         |            |             |              |          | 0,3 pp | -0,3 pp | 0,8 pp     |            |            |             |              |           |                                  |

| Fundos de pensões       |       |         |            |            |            |             |              |          |         |         |            |            |            |             |              |           |                                  |
|-------------------------|-------|---------|------------|------------|------------|-------------|--------------|----------|---------|---------|------------|------------|------------|-------------|--------------|-----------|----------------------------------|
| % de representatividade |       | < 1 ano | 1 a 3 anos | 3 a 5 anos | 5 a 7 anos | 7 a 10 anos | 10 a 15 anos | >15 anos |         | < 1 ano | 1 - 3 anos | 3 - 5 anos | 5 - 7 anos | 7 - 10 anos | 10 - 15 anos | > 15 anos | variação<br>(pontos percentuais) |
|                         | CQS 0 |         | 1%         | 3%         | 2%         | 2%          | 5%           | 1%       | -1,3 pp | -0,7 pp | 1,4 pp     | -0,6 pp    | 1,0 pp     | 0,2 pp      | 0,4 pp       |           |                                  |
|                         | CQS 1 | 1%      | 3%         | 4%         | 2%         | 5%          | 3%           | 2%       | 0,2 pp  | 0,5 pp  | 0,4 pp     | 1,2 pp     | 0,3 pp     | -1,0 pp     | 0,5 pp       |           |                                  |
|                         | CQS 2 | 9%      | 3%         | 3%         | 6%         | 2%          | 1%           | 3%       | 3,0 pp  | 0,4 pp  | -0,5 pp    | -0,5 pp    | -0,3 pp    |             | 0,6 pp       |           |                                  |
|                         | CQS 3 | 12%     | 6%         | 5%         | 3%         | 4%          | 2%           | 2%       | -1,0 pp | -0,3 pp | 1,3 pp     | -1,7 pp    | -0,5 pp    | -1,1 pp     | -1,1 pp      |           |                                  |
|                         | CQS 4 | 1%      |            |            |            |             |              |          | 0,2 pp  | -0,3 pp |            | -0,2 pp    |            |             |              |           |                                  |
|                         | CQS 5 |         |            |            |            |             |              |          |         |         |            |            |            |             |              |           |                                  |
|                         | CQS 6 |         |            |            |            |             |              |          |         |         |            |            |            |             |              |           |                                  |
|                         | NR    |         |            |            |            |             |              |          | -0,2 pp | -0,2 pp | 0,2 pp     |            |            |             |              |           |                                  |

**Figura 2.5**

<sup>28</sup> Nas tabelas são apresentadas apenas exposições superiores a 0,5% e variações acima de 0,05 pontos percentuais.

## (v) Principais Emitentes/Grupos Económicos

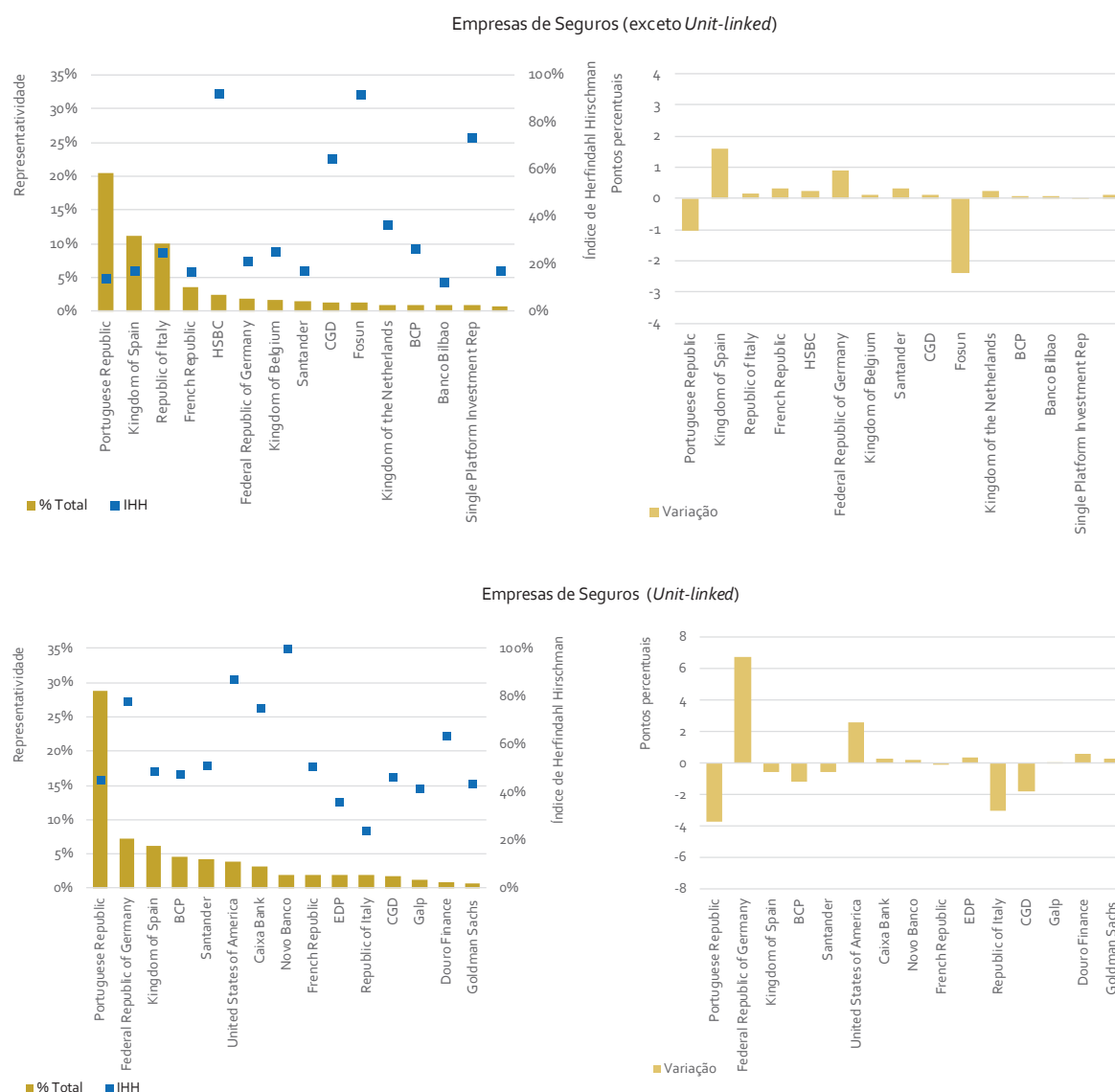
A análise das exposições por emitente, ou grupo económico, revela a persistência de uma proporção elevada de emitentes soberanos e de ativos emitidos por grupos financeiros a operar em Portugal. As primeiras estão tendencialmente mais disseminadas pelos diversos operadores, ao passo que as segundas tendem a concentrar-se em subconjuntos mais restritos de entidades.

No contexto do setor segurador (exceto *unit-linked*), o peso agregado das cinco principais exposições ascende a quase 50% do total de ativos, com as principais contrapartes a concorrerem para uma proporção muito material dos portefólios. Deste subconjunto, quatro dos cinco principais emitentes correspondem a soberanos europeus, o que se revela favorável do ponto de vista dos requisitos de capital (em virtude da isenção de cargas de capital para os riscos de *spread* e de concentração, no caso destes títulos), ainda que densifique importantes vulnerabilidades face a possíveis fragmentações destes mercados. Esta preferência por soberanos europeus é comum à generalidade dos operadores, o que é patente pelo relativamente baixo nível de concentração da carteira de dívida pública, quando medido pelo índice *Herfindahl-Hirschman* (IHH). De igual forma, destaca-se a moderada concentração da carteira de dívida privada, enquanto os títulos acionistas revelam elevados níveis de concentração, sendo a representatividade do principal emitente acionista nessa carteira superior a 50% da mesma, concentrado apenas numa empresa de seguros (ver figura 2.7).

No caso da carteira *unit-linked* das empresas de seguros, são patentes níveis de concentração mais pronunciados, sendo a representatividade do principal emitente, o soberano nacional, de quase 30% da carteira. Note-se, contudo, que este nível de concentração está também influenciado pelo menor número de empresas a operar no segmento.

No caso dos fundos de pensões, ainda que os níveis de concentração sejam mais comedidos quando comparados com as empresas de seguros, continua a ser evidente uma concentração material em torno dos soberanos europeus que, inclusivamente, constituem o *top* cinco de exposições, notando-se, no entanto, que, ao contrário do setor segurador, o soberano nacional apresenta um peso mais diminuto.

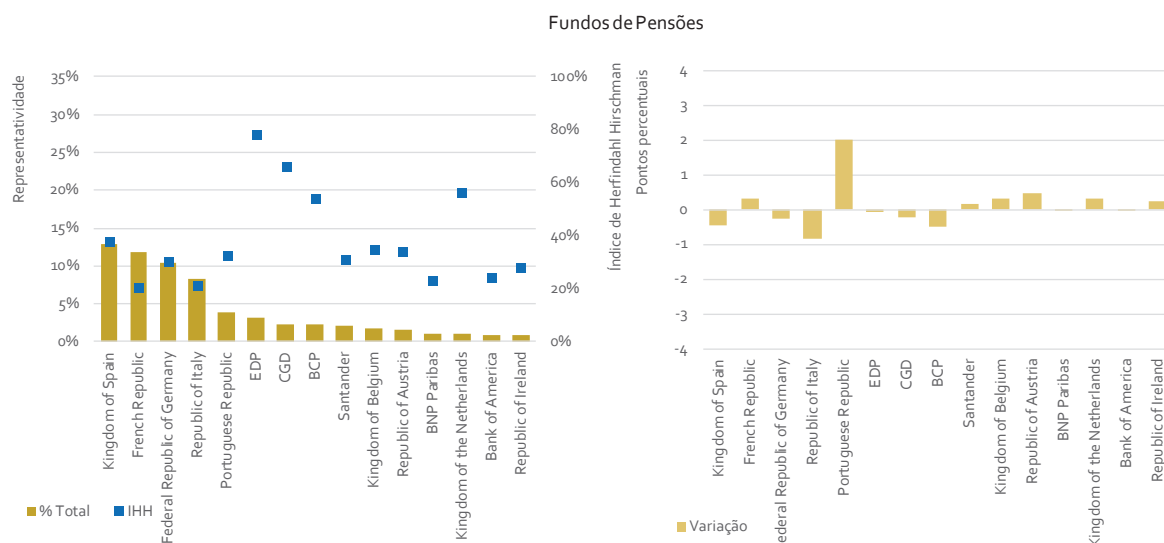
Exposição por principal emitente / grupo económico nas carteiras de investimento das empresas de seguros e fundos de pensões a 30 de setembro de 2022 e decorrente nível de concentração; e variação da exposição face a 31 de dezembro de 2021<sup>29</sup>



(continua)

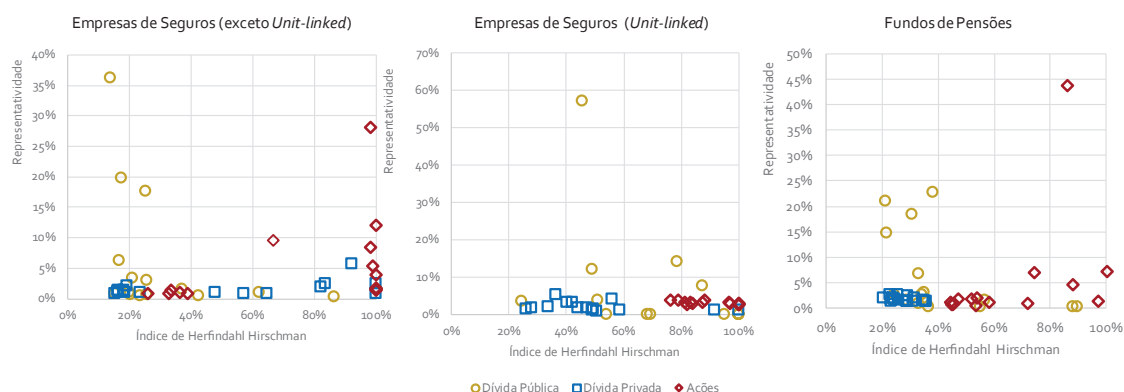
<sup>29</sup> A análise inclui obrigações, ações, produtos estruturados, numerários e depósitos e hipotecas e empréstimos.

Figura 2.6



## Exposição e nível de concentração dos principais emitentes / grupos económicos nas carteiras de dívida pública, privada e acionista a 30 de setembro de 2022

Figura 2.7



## (vi) Perfil de risco ESG

Na presente secção procede-se à caracterização dos fatores *Environmental, Social and Governance* (ESG) da carteira de investimentos do setor segurador e dos fundos de pensões, à data de 30 de setembro de 2022, utilizando a informação disponibilizada pela plataforma CSR HUB.

As classificações ESG encontram-se segmentadas numa escala de 0 a 100, e categorizadas em seis patamares, com o escalonamento representado na figura seguinte.

### Patamares de *rating* ESG do prestador de informação CSR HUB

|            |       |            |             |       |             |
|------------|-------|------------|-------------|-------|-------------|
| 0-29       | 30-39 | 40-49      | 50-59       | 60-79 | 80-100      |
| Muito Alto | Alto  | Médio alto | Médio baixo | Baixo | Muito baixo |

Fonte: CSR HUB, editado pela ASF. Para obter informações<sup>30</sup> sobre o cálculo dos *ratings* ESG deverá ser consultado o *website*<sup>31</sup> do prestador.

Nota: é importante notar que o termo “Muito baixo” descreve um *rating* ESG de menor risco (e não de menor qualidade ESG), constituindo a gama de classificações mais favoráveis.

A análise ESG apresentada nesta secção resulta do mapeamento dos códigos NACE dos ativos financeiros presentes na carteira de investimentos dos setores supervisionados prudencialmente pela ASF, com os setores classificados com *rating* ESG na plataforma CSR HUB. Os *ratings* ESG dos setores disponibilizados na plataforma representam uma média dos *ratings* ESG das empresas de cada setor para as quais a CRS HUB dispõe de informação.

No que concerne especificamente à dívida pública e equiparada, para efeitos da presente análise, os respetivos *ratings* ESG resultam da extração direta da classificação apresentada para cada soberano na plataforma CSR HUB, e não o *rating* que seria obtido através do respetivo mapeamento via NACE code. A metodologia descrita foi implementada na presente publicação, pelo que os dados exibidos não são diretamente comparáveis com a informação disponibilizada no capítulo ESG publicado no relatório de estabilidade financeira de dezembro de 2021.

Importa ainda destacar que, dado o atual contexto de maturação incipiente de avaliações ESG, bem como algumas limitações decorrentes da metodologia utilizada, as análises apresentadas neste capítulo representam um trabalho em evolução, a par dos desenvolvimentos que vão ocorrendo nesta matéria, devendo ser lidas e avaliadas de forma prudente.

No terceiro trimestre de 2022, a análise efetuada evidencia alguma heterogeneidade nas alterações dos *ratings* ESG das carteiras de investimento das entidades supervisionadas

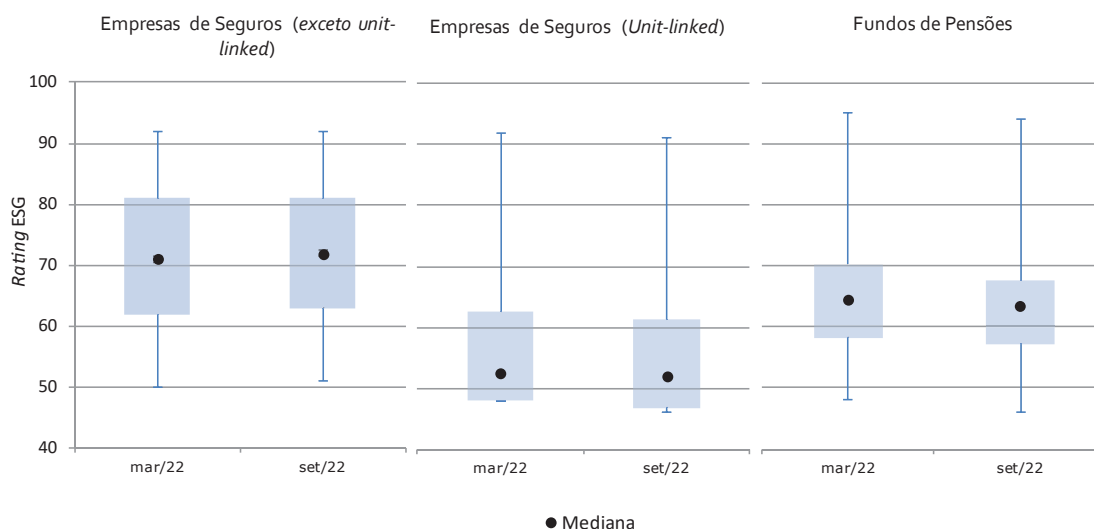
<sup>30</sup> Informações detalhadas sobre os *ratings* ESG da CSRHUB:  
Metodologia - <https://www.csrhub.com/csrhub-esg-ratings-methodology>;  
Regras de cálculo - <https://www.csrhub.com/csrhub-esg-rating-rules>; e,  
Descrição do esquema de dados - <https://www.csrhub.com/csrhub-esg-data-schema>.

<sup>31</sup> Fonte: <https://www.csrhub.com/>



prudencialmente pela ASF, no sentido de uma ligeira redução global no grau de sustentabilidade do portefólio de investimentos das empresas de seguros (*unit-linked*) e da carteira de ativos dos fundos de pensões.

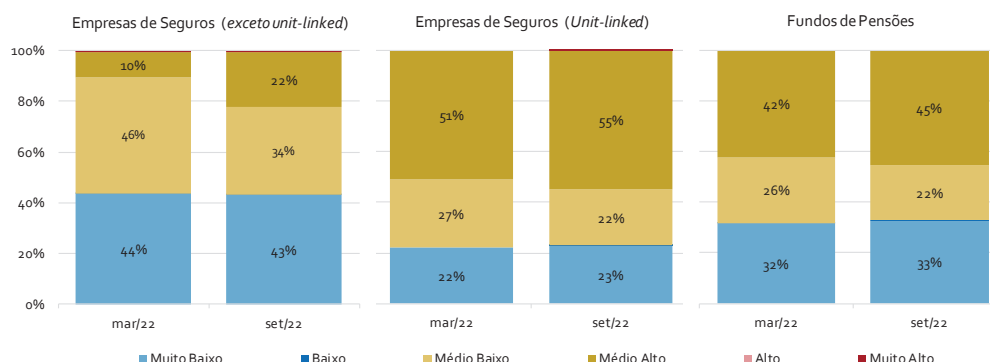
### Ratings ESG da carteira de investimentos entre 31 de março e 30 de setembro de 2022



Fonte: CSR HUB, cálculos da ASF - análise efetuada sobre o *rating* da carteira de investimentos agregada das empresas de seguros e sociedades gestoras de fundos de pensões.

Em particular, analisando os títulos individuais integrados em cada portefólio de investimentos, verifica-se o aumento da representatividade da categoria de risco ESG médio alto, por contrapartida da categoria de médio baixo, nas três carteiras analisadas, sendo que a variação com maior relevo é observada na carteira das empresas de seguros exceto *unit-linked* (-12 pontos percentuais).

### Proporção dos montantes investidos por classe de risco ESG entre 31 de março e 30 de setembro de 2022



Fonte: CSR HUB, cálculos da ASF - análise do *rating* ESG dos títulos individuais presentes nas carteiras de investimentos das empresas de seguros e sociedades gestoras de fundos de pensões.

Concentrando a análise na tipologia de ativos financeiros, observa-se que os instrumentos com maior representatividade na carteira tendem a estar conotados com menor risco ESG, com exceção dos fundos de investimento (OICVM). Contudo, importa notar, que a metodologia utilizada tem limitações no que se refere à avaliação deste tipo de instrumentos financeiros, uma vez que a mesma recorre ao código NACE de cada fundo, e não ao dos ativos subjacentes.

### Categorização dos tipos de ativos financeiros inseridos no portefólio de investimentos por rating ESG a 30 de setembro de 2022 e variação face a 31 de março de 2022

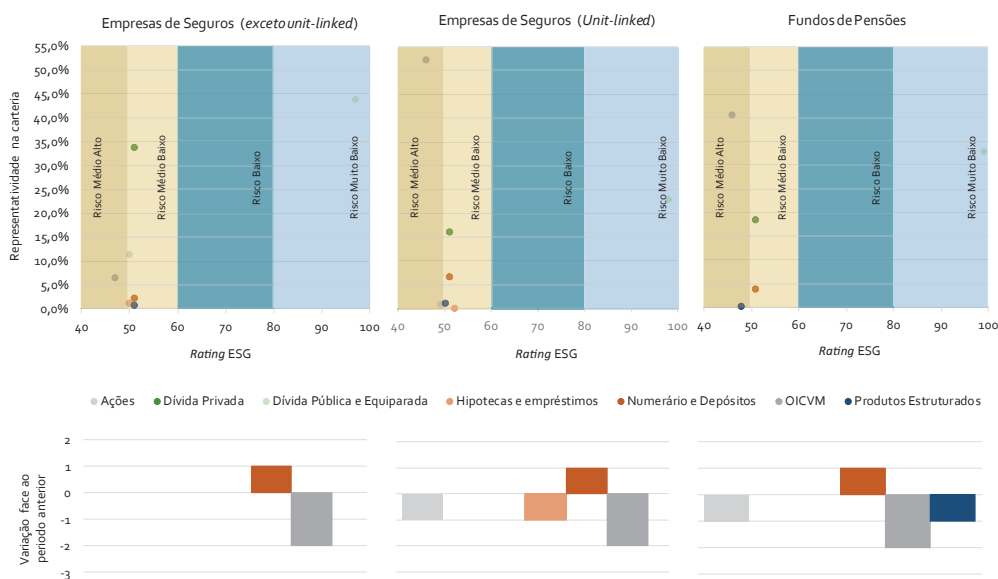


Figura 2.11

Fonte: CSR HUB, cálculos da ASF.

Na presente conjuntura de transição para uma sociedade mais sustentável, importa enfatizar a tendência potencial de desfavorecimento, por parte dos mercados, dos ativos conotados com menores níveis de sustentabilidade. No contexto específico das obrigações, mediante a incorporação de considerações ambientais, importa destacar o potencial de deterioração da qualidade creditícia das obrigações abaixo, ou em torno, do território de *investment grade* (i.e., CQS 3 e qualidade inferior), sendo a perda de valor de mercado daí resultante suscetível de poder gerar um aumento dos requisitos de capital para as empresas de seguros.

A figura seguinte permite analisar o *rating* ESG da carteira de dívida por CQS e duração (figura da esquerda), bem como a variação face à edição anterior (figura da direita).

De forma geral, identifica-se que os títulos em território de investimento tendem a apresentar classificações ESG conotadas com melhor sustentabilidade do que a restante carteira, com o *rating* creditício de nível três identificado como o mais representativo nas três carteiras (ver figura 2.3), a apresentar um risco global entre os patamares baixo e muito baixo.

## Categorização do rating ESG por qualidade creditícia e duração da carteira obrigacionista das empresas de seguros e dos fundos de pensões a 30 de setembro de 2022 e variação face a 31 de março de 2022

| Empresas de Seguros (exceto unit-linked) |         |            |            |            |             |              |          |       |
|------------------------------------------|---------|------------|------------|------------|-------------|--------------|----------|-------|
| Rating ESG                               | < 1 ano | 1 a 3 anos | 3 a 5 anos | 5 a 7 anos | 7 a 10 anos | 10 a 15 anos | >15 anos | Total |
| CQS 0                                    | 90      | 97         | 96         | 79         | 97          | 99           | 99       | 94    |
| CQS 1                                    | 85      | 84         | 73         | 75         | 99          | 91           | 100      | 86    |
| CQS 2                                    | 66      | 67         | 59         | 84         | 91          | 93           | 93       | 73    |
| CQS 3                                    | 85      | 77         | 73         | 84         | 84          | 94           | 88       | 80    |
| CQS 4                                    | 50      | 51         | 50         | 55         | 77          | 70           | 56       | 52    |
| CQS 5                                    | 51      | 50         | 48         | 50         | 51          | -            | 50       | 50    |
| CQS 6                                    | 52      | 52         | -          | 53         | -           | -            | -        | 52    |
| NR                                       | 60      | 50         | 60         | 64         | 75          | 63           | 56       | 57    |
| Total                                    | 78      | 73         | 68         | 82         | 89          | 93           | 87       |       |

| Rating ESG | < 1 ano | 1 a 3 anos | 3 a 5 anos | 5 a 7 anos | 7 a 10 anos | 10 a 15 anos | >15 anos | Total |
|------------|---------|------------|------------|------------|-------------|--------------|----------|-------|
| CQS 0      | 2       | 4          | 5          | -10        | -1          | -1           | 0        | 1     |
| CQS 1      | 4       | -2         | -4         | -6         | 2           | 1            | 0        | -1    |
| CQS 2      | 1       | 0          | 0          | 5          | 0           | 4            | -1       | 1     |
| CQS 3      | 0       | 1          | -4         | 3          | 2           | 4            | -4       | -1    |
| CQS 4      | -11     | 0          | -6         | 2          | -3          | -15          | -3       | -3    |
| CQS 5      | 0       | -1         | -2         | 2          | 1           | -            | 0        | 0     |
| CQS 6      | 2       | 2          | -          | 0          | -           | -            | -        | 2     |
| NR         | -2      | -8         | 4          | 3          | 12          | -31          | -5       | -3    |
| Total      | 0       | -1         | -2         | 3          | 3           | 2            | -4       |       |

| Empresas de Seguros (Unit-linked) |  |  |  |  |  |  |  |  |
| Rating ESG | < 1 ano | 1 a 3 anos | 3 a 5 anos | 5 a 7 anos | 7 a 10 anos | 10 a 15 anos | >15 anos | Total |
| CQS 0 | 92 | 99 | 99 | 100 | 99 | 100 | 100 | 97 |
| CQS 1 | 99 | 97 | 67 | 67 | 83 | 58 | 66 | 94 |
| CQS 2 | 85 | 61 | 66 | 91 | 80 | 53 | 53 | 74 |
| CQS 3 | 81 | 79 | 81 | 86 | 65 | 53 | 52 | 80 |
| CQS 4 | 51 | 51 | 51 | 52 | 51 | 51 | 52 | 51 |
| CQS 5 | 50 | 50 | 51 | - | 51 | - | 51 | 51 |
| CQS 6 | 51 | - | 53 | - | - | 51 | - | 53 |
| NR | 78 | 60 | 51 | 52 | 96 | - | 50 | 65 |
| Total | 85 | 77 | 74 | 85 | 91 | 52 | 52 |  |

| Rating ESG | < 1 ano | 1 a 3 anos | 3 a 5 anos | 5 a 7 anos | 7 a 10 anos | 10 a 15 anos | >15 anos | Total |
|------------|---------|------------|------------|------------|-------------|--------------|----------|-------|
| CQS 0      | -4      | 3          | -1         | 0          | 6           | 0            | 0        | 2     |
| CQS 1      | 2       | -1         | 5          | -9         | 7           | 1            | 7        | 1     |
| CQS 2      | 32      | -8         | 15         | 5          | 24          | 0            | 0        | 3     |
| CQS 3      | -4      | 1          | -3         | 4          | 0           | -1           | 0        | -2    |
| CQS 4      | 1       | 1          | -1         | 1          | 1           | 1            | 1        | 0     |
| CQS 5      | -       | 0          | 1          | -          | 0           | -            | -        | 1     |
| CQS 6      | 1       | -          | -          | -          | -           | 1            | -        | 2     |
| NR         | -10     | 9          | 0          | 0          | 0           | -            | -2       | -3    |
| Total      | 1       | 2          | -4         | 5          | 11          | -1           | 0        |       |

| Fundos de Pensões |  |  |  |  |  |  |  |  |
| Rating ESG | < 1 ano | 1 a 3 anos | 3 a 5 anos | 5 a 7 anos | 7 a 10 anos | 10 a 15 anos | >15 anos | Total |
| CQS 0 | 88 | 99 | 99 | 99 | 100 | 100 | 99 | 99 |
| CQS 1 | 86 | 94 | 97 | 96 | 98 | 95 | 99 | 96 |
| CQS 2 | 69 | 69 | 77 | 92 | 67 | 69 | 90 | 77 |
| CQS 3 | 70 | 70 | 73 | 72 | 77 | 71 | 86 | 73 |
| CQS 4 | 51 | 51 | 51 | 49 | 81 | - | - | 51 |
| CQS 5 | 49 | 51 | 51 | - | - | - | - | 50 |
| CQS 6 | - | 52 | - | 53 | - | - | 51 | 52 |
| NR | 83 | 55 | 66 | 61 | 63 | 98 | 60 | 71 |
| Total | 71 | 76 | 84 | 89 | 86 | 90 | 90 |  |

| Rating ESG | < 1 ano | 1 a 3 anos | 3 a 5 anos | 5 a 7 anos | 7 a 10 anos | 10 a 15 anos | >15 anos | Total |
|------------|---------|------------|------------|------------|-------------|--------------|----------|-------|
| CQS 0      | -10     | 0          | -1         | 1          | 1           | 0            | -1       | 0     |
| CQS 1      | 18      | -2         | 1          | 4          | 1           | -3           | 6        | 1     |
| CQS 2      | 16      | -9         | -3         | 0          | -9          | -4           | 14       | 1     |
| CQS 3      | -1      | -1         | 5          | 0          | 4           | 1            | 1        | 1     |
| CQS 4      | -1      | 0          | -9         | -1         | -1          | -            | -        | -6    |
| CQS 5      | -2      | -          | 1          | -          | -           | -            | -        | 0     |
| CQS 6      | -       | 1          | -          | 0          | -           | -            | 1        | 0     |
| NR         | -3      | -3         | 2          | 1          | 8           | -            | -6       | -1    |
| Total      | 3       | -3         | 2          | 2          | 3           | 0            | 7        |       |

Fonte: CSR HUB, cálculos da ASF.

Nota: A presente figura é comparável com a figura 2.5, na qual apenas são apresentadas exposições superiores a 0,5% (tabelas do lado esquerdo) e variações acima de 0,05 pontos percentuais (tabelas do lado direito).

### Caixa 3 – Exposição aos setores de atividade mais sensíveis aos preços do gás e energia

A guerra na Ucrânia, e as sanções económicas impostas à Rússia em resposta ao conflito, conduziram a uma crise energética a nível global, a qual tem influenciado de forma material o aumento da inflação. Na Área do Euro, o gás natural é o segundo recurso energético mais importante, depois dos produtos derivados do petróleo, sendo que mais de 90% do gás consumido é importado<sup>32</sup>.

No âmbito dos setores segurador e dos fundos de pensões, um aumento dos preços do gás natural e da eletricidade pode impactar as valorizações dos investimentos detidos em empresas que sejam mais dependentes, que direta quer indiretamente, destes preços.

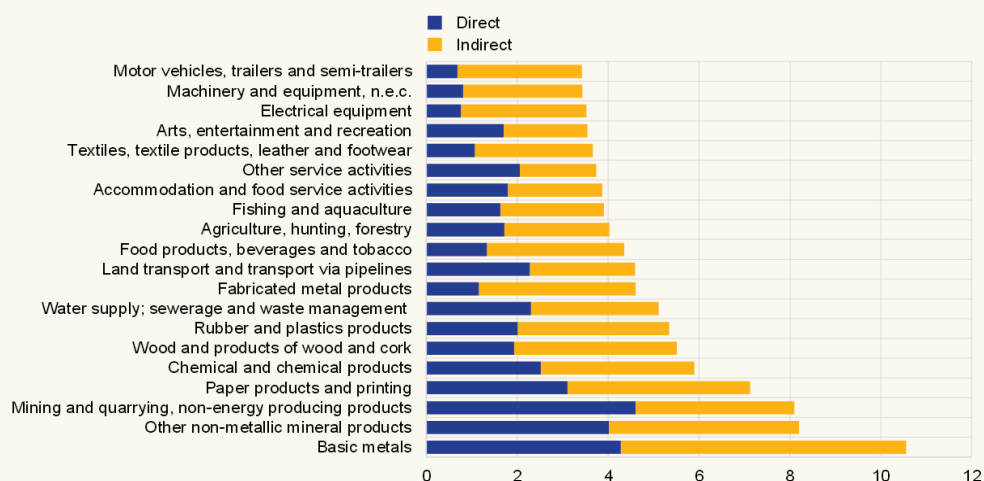
Assim, na presente análise procura-se estabelecer, ao nível das carteiras de dívida privada e ações, a exposição das empresas de seguros e fundos de pensões nacionais aos setores de atividade de maior consumo de gás e eletricidade, tal como apresentado na figura seguinte. Para além dos setores apresentados, considera-se ainda o setor de produção e distribuição de eletricidade e gás pois, apesar de este não ser, em termos relativos, um consumidor intensivo destes recursos energéticos<sup>33</sup>, tendo por objeto as atividades de produção e distribuição dos mesmos, são também impactados pela conjuntura atual.

---

<sup>32</sup> Fonte: ECB, *Natural gas dependence and risks to euro area activity* (europa.eu)

<sup>33</sup> Para efeitos da presente análise, procedeu-se a um mapeamento dos setores classificados de acordo com *Internacional Industrial Classification for All Economic Activities* (ISIC) para os setores de atividade correspondentes na classificação estatística europeia de atividades económicas NACE (Nomenclatura Estatística das Actividades Económicas na União Europeia). Deste mapeamento, os 20 setores apresentados foram convertidos em 19 setores de atividade.

### Top 20 setores de atividade mais intensivos no consumo de gás e eletricidade (em percentagem do produto final e considerando-se consumo direto e indireto de energia)<sup>34</sup>



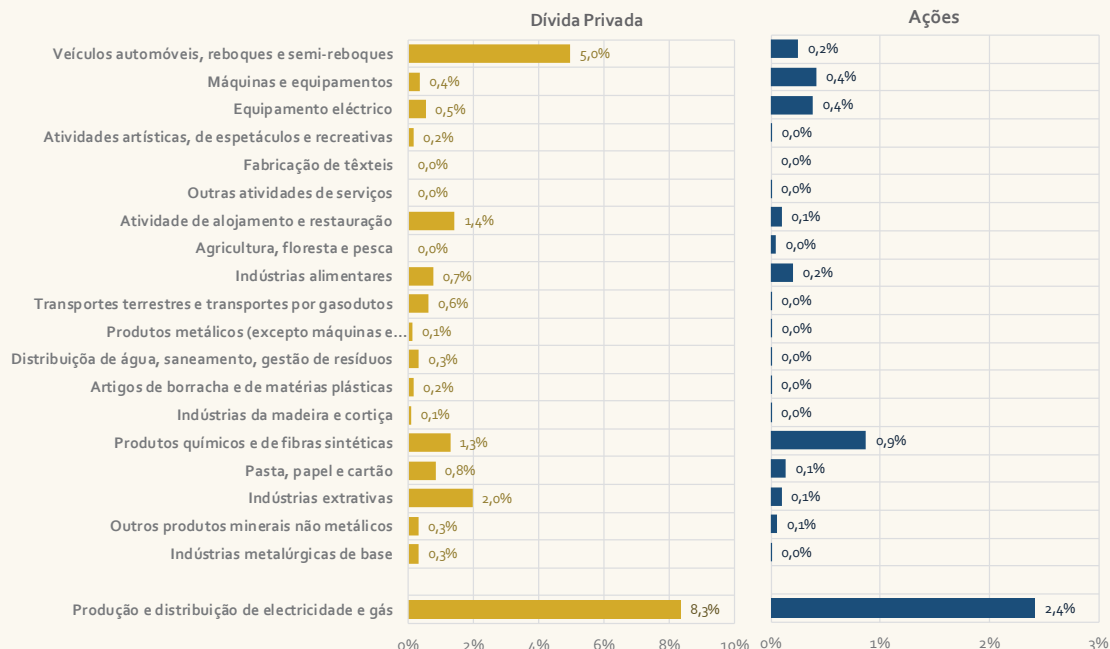
No final de setembro de 2022, no âmbito das empresas de seguros sob supervisão prudencial da ASF, 14,2% dos títulos de dívida privada correspondiam a títulos de emitentes com atividade em setores intensivos no consumo de eletricidade e gás, o que equivale a 3,4% do total da carteira de investimentos. Considerando também os setores de produção e distribuição de energia, a exposição das empresas de seguros ascende a 22,5% dos títulos obrigacionistas.

Por sua vez, no contexto da carteira acionista, a exposição aos setores de maior consumo de gás e eletricidade e ao setor de produção e distribuição dos mesmos recursos energéticos é menos expressiva, i.e., de 2,6% e 2,4% do total de ações, respetivamente, o que corresponde, em conjunto, a 0,4% do total de ativos das empresas de seguros, no final do terceiro trimestre de 2022.

<sup>34</sup> Fonte: ECB, *Natural gas dependence and risks to euro area activity* (europa.eu)

Figura 2.14

### Exposição das empresas de seguros aos setores de atividade mais intensivos no consumo e setor de produção e distribuição de gás e eletricidade



Destaca-se ainda, pela análise da figura que se segue, a elevada dispersão em termos da exposição individual das empresas de seguros aos setores de consumo, produção e distribuição de eletricidade e gás, em ambas as carteiras de dívida privada e ações, concluindo-se que as vulnerabilidades face aos riscos decorrentes da atual conjuntura são heterogêneas entre os operadores do mercado.

### Distribuição da exposição das empresas de seguros aos setores de atividade mais intensivos no consumo e setor de produção e distribuição de gás e eletricidade

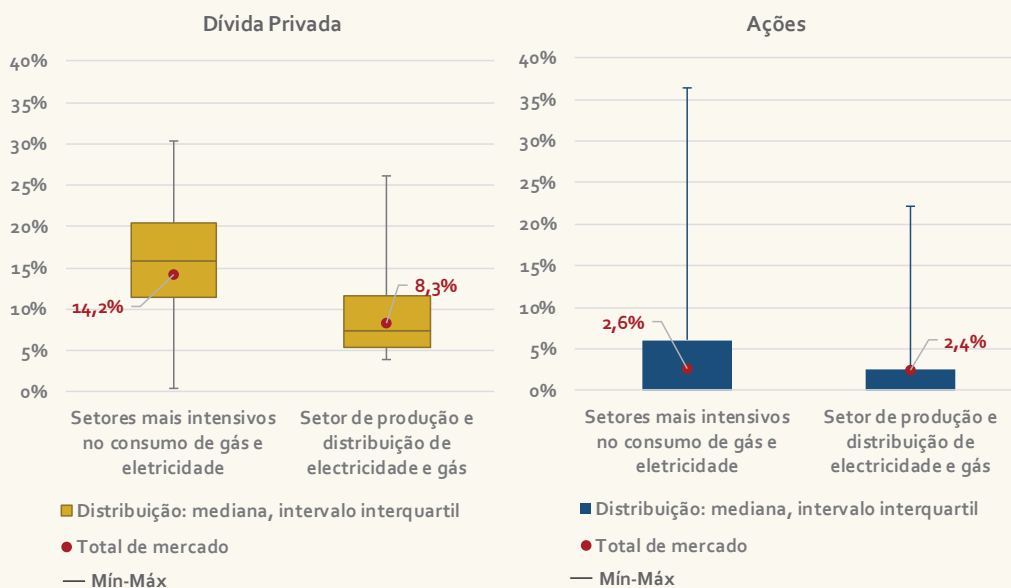
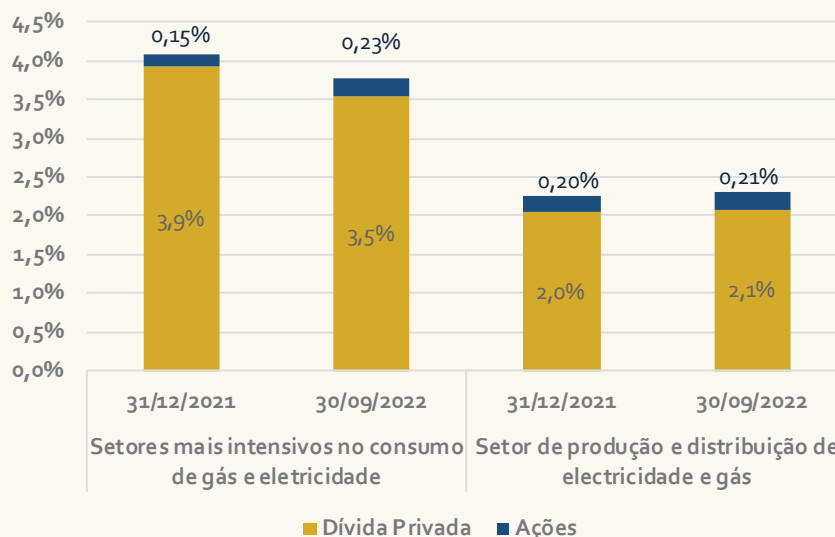


Figura 2.15

Em termos da evolução do investimento em setores intensivos no consumo de gás e eletricidade, constata-se um decréscimo da respetiva representatividade no total da carteira de investimentos entre dezembro de 2021 e setembro de 2022. Esta diminuição é justificada pela redução da representatividade dos títulos obrigacionistas, enquanto a categoria de ações registou uma evolução contrária, ainda que dentro de limites pouco expressivos. Por sua vez, o peso do setor de produção e distribuição permanece globalmente estável entre os períodos de análise.

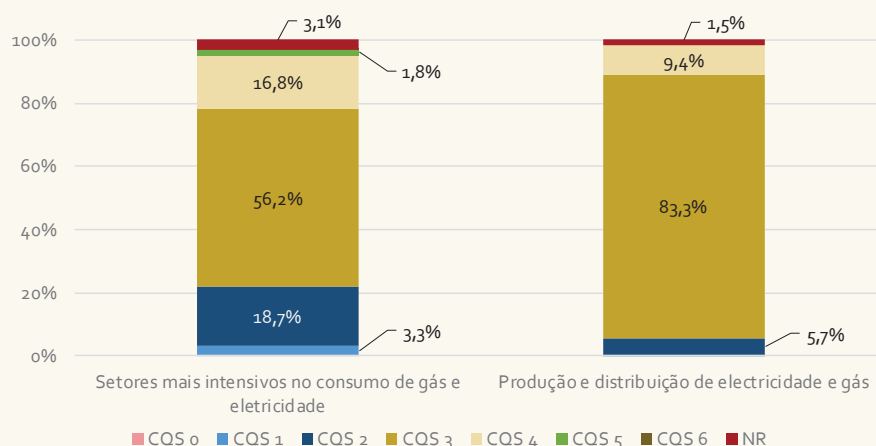
**Evolução, entre 31 de dezembro de 2021 e 30 de setembro de 2022, da exposição das empresas de seguros aos setores de atividade mais intensivos no consumo e ao setor de produção e distribuição de gás e eletricidade**



Na figura 2.17 é apresentada a qualidade creditícia dos títulos obrigacionistas emitidos por empresas com atividade em setores mais sensíveis aos preços energéticos. De forma global, verifica-se que a maioria destas obrigações se situa em terreno de *investment grade*, ainda que com prevalência de títulos junto à fronteira com terreno especulativo, i.e., CQS 3. Esta conclusão é mais evidente para o segmento de produção e distribuição de eletricidade e gás, enquanto os setores de consumo intensivo destes recursos, ainda que também maioritariamente com *rating* CQS 3, apresentam uma qualidade creditícia média superior dada a maior relevância de títulos com CQS 2 e, em menor proporção, CQS 1.

Figura 2.17

### Qualidade creditícia dos títulos obrigacionistas emitidos por empresas com atividade em setores mais intensivos no consumo e setor de produção e distribuição de gás e eletricidade (empresas de seguros)



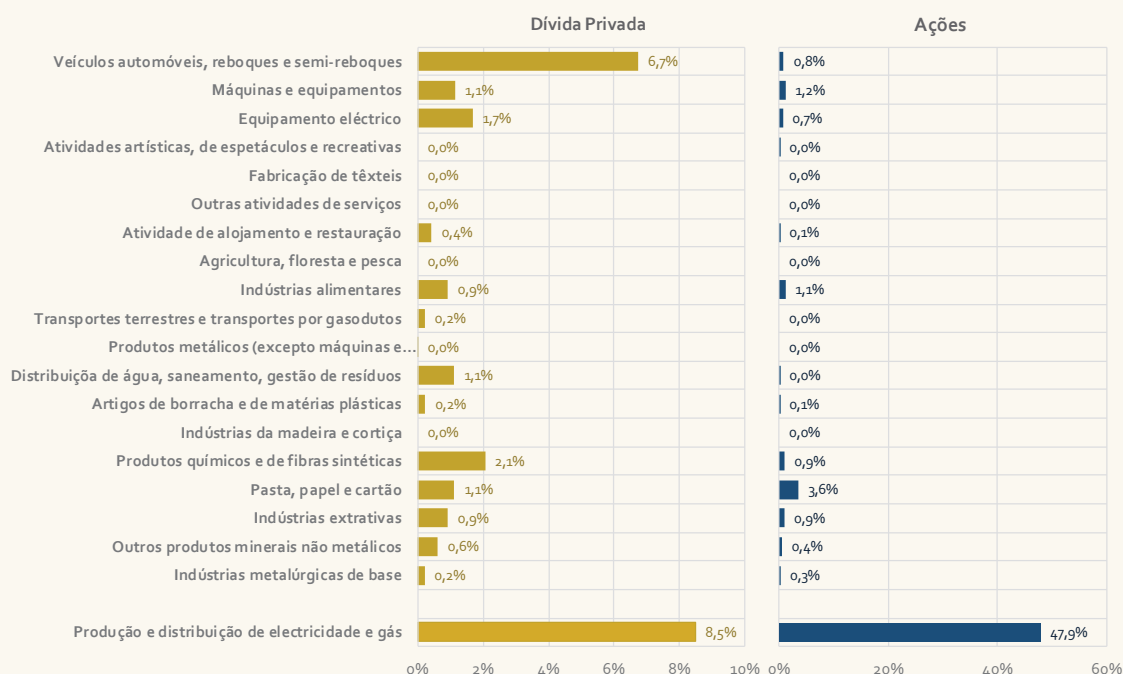
De seguida, dentro do universo de fundos de pensões nacionais, procede-se à caracterização dos investimentos entre setores de maior consumo e setores de produção e distribuição de eletricidade e gás.

No âmbito da carteira de dívida privada, constata-se que 17,4% dos títulos correspondem a emitentes de setores mais intensivos no consumo de gás e eletricidade. Este valor ascende a 25,9%, considerando também os segmentos de produção e distribuição destes recursos, o que corresponde a 4,3% do total da carteira de ativos, em 30 de setembro de 2022.

Por sua vez, no contexto dos títulos acionistas, a exposição a setores de maior consumo de gás e eletricidade é de 10,3% da respetiva carteira, e ao setor de produção e distribuição destes recursos energéticos é de 47,9%. Note-se, no entanto, que a elevada expressividade da última se deve ao peso comedido da categoria de ações no património total dos fundos de pensões, sendo que, no total da carteira de ativos, os mesmos títulos representam apenas 1,7% do montante global.

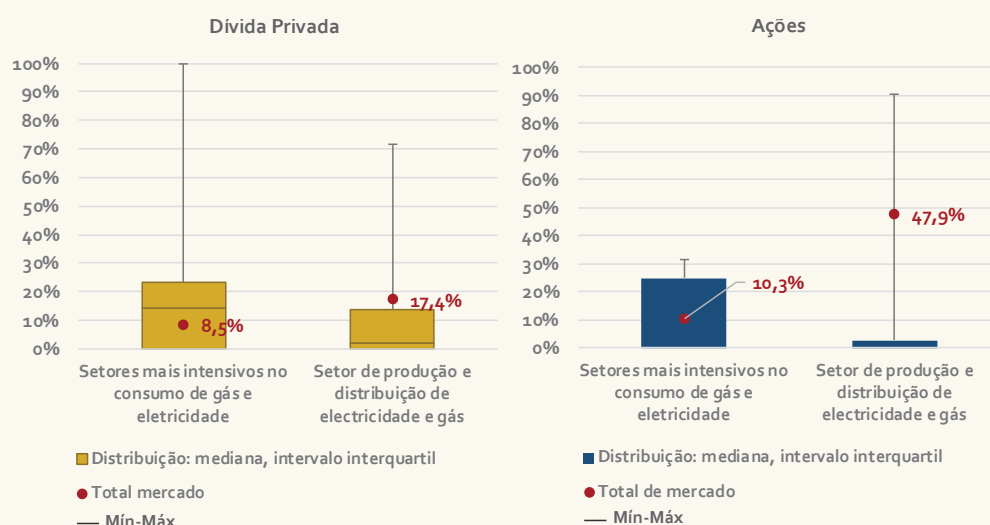


## Exposição dos fundos de pensões aos setores de atividade mais intensivos no consumo e setor de produção e distribuição de gás e eletricidade



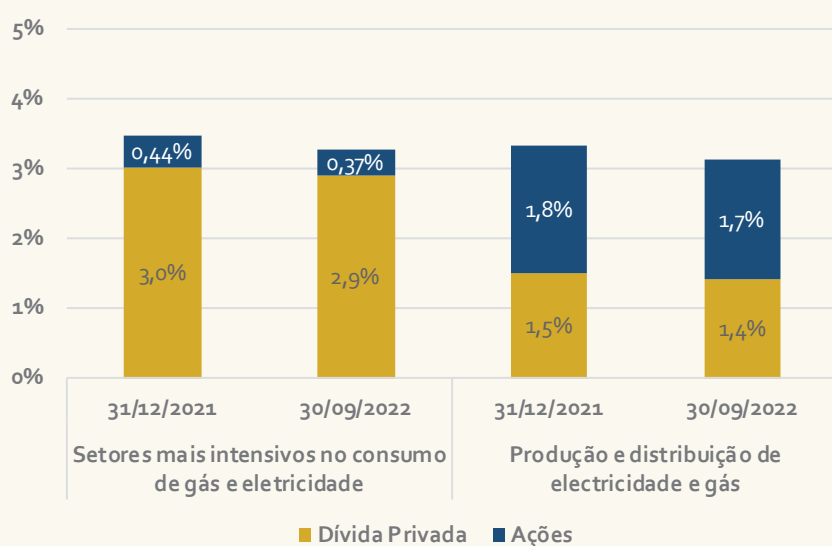
À semelhança do verificado para as empresas de seguros, também no setor de fundos de pensões torna-se evidente a elevada dispersão da exposição, por fundo, aos setores mais sensíveis aos preços da eletricidade e gás, em ambas as carteiras obrigacionista e acionista, tal como é evidente na figura que se segue.

## Distribuição da exposição dos fundos de pensões aos setores de atividade mais intensivos no consumo e setor de produção e distribuição de gás e eletricidade



Quanto à evolução do investimento em setores de maior consumo e ao setor de produção e distribuição de gás e eletricidade, verifica-se, entre dezembro de 2021 e setembro de 2022, uma redução da respetiva exposição, a qual foi de magnitude semelhante em ambas as carteiras obrigacionista e acionista, e em ambos os setores em análise.

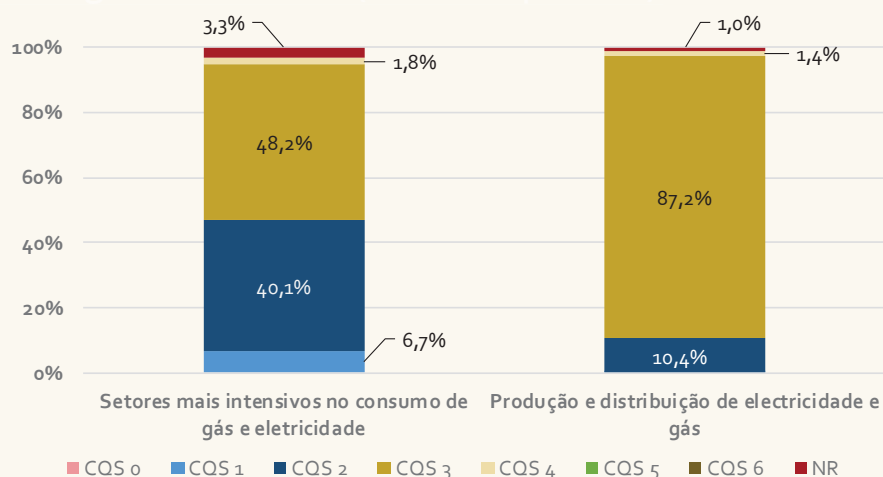
**Evolução, entre 31 de dezembro de 2021 e 30 de setembro de 2022, da exposição dos fundos de pensões aos setores de atividade mais intensivos no consumo e setor de produção e distribuição de gás e eletricidade**



Por fim, em termos da qualidade creditícia das obrigações de emitentes oriundos de setores com maior sensibilidade aos preços da energia, verifica-se, pela análise da figura abaixo, que os setores de consumo mais intensivo destes recursos detêm uma qualidade creditícia média elevada, com a maioria a situar-se em terreno de *investment grade* (95%). Por sua vez, no contexto dos setores de produção e distribuição de gás e eletricidade, ainda que a maioria dos títulos se posicione também em terreno de investimento, denota-se uma predominância do rating CQS 3, o que coloca este segmento junto da fronteira conotada como terreno especulativo.

Figura 2.21

Qualidade creditícia dos títulos obrigacionistas emitidos por empresas com atividade em setores mais intensivos no consumo e setor de produção e distribuição de gás e eletricidade (fundos de pensões)



## 2.2 Evolução do setor segurador

### 2.2.1. Solvabilidade

No final do primeiro semestre de 2022, o rácio de cobertura do SCR do conjunto das empresas sob supervisão prudencial da ASF situou-se em 205%, tendo reduzido para 201% no final do terceiro trimestre 2022, o que representa um decréscimo de 6,4 pontos percentuais comparativamente a dezembro de 2021. Este comportamento é explicado pela diminuição do rácio de cobertura do SCR do conjunto de empresas Mistas (em 18,4 pontos percentuais), enquanto o conjunto de empresas que explora exclusivamente o ramo Vida e os ramos Não Vida, registaram crescimentos de 20,7 e um ponto percentual, respetivamente.

O rácio de cobertura do MCR atingiu, em junho de 2022, os 581%, tendo-se reduzido para 557% no final do terceiro trimestre de 2022 (o que significa uma diminuição de 18,3 pontos percentuais face a dezembro de 2021). Esta evolução é justificada pelo efeito conjugado do comportamento do conjunto de empresas Mistas e Não Vida, cujos rácios de cobertura do MCR se reduziram 65,2 e 27,8 pontos percentuais, pela mesma ordem, e pelo conjunto de entidades que exploram em exclusivo o ramo Vida, que registaram um crescimento de 100,4 pontos percentuais deste rácio, durante os primeiros nove meses de 2022.

#### Evolução dos rácios de cobertura do SCR, em base anual e detalhe trimestral

Figura 2.22

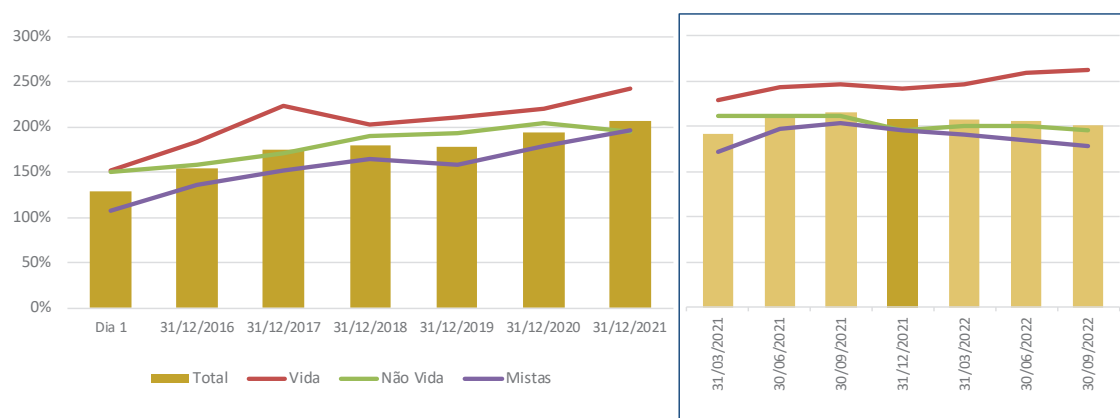
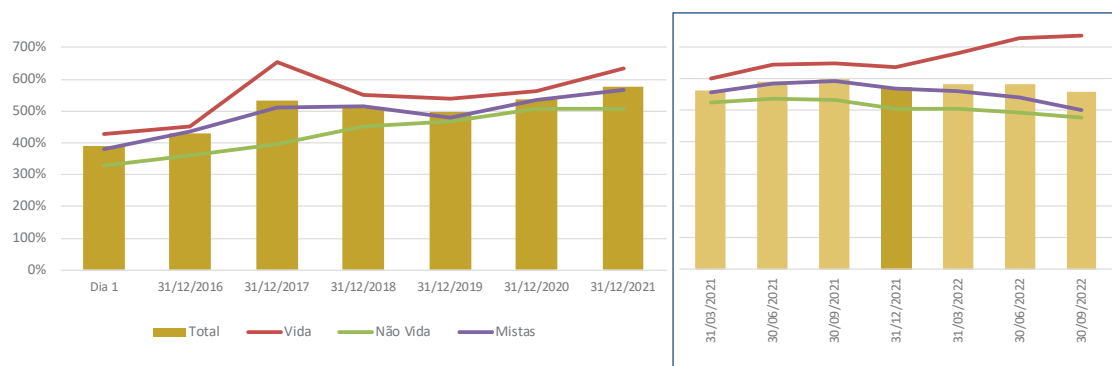


Figura 2.23

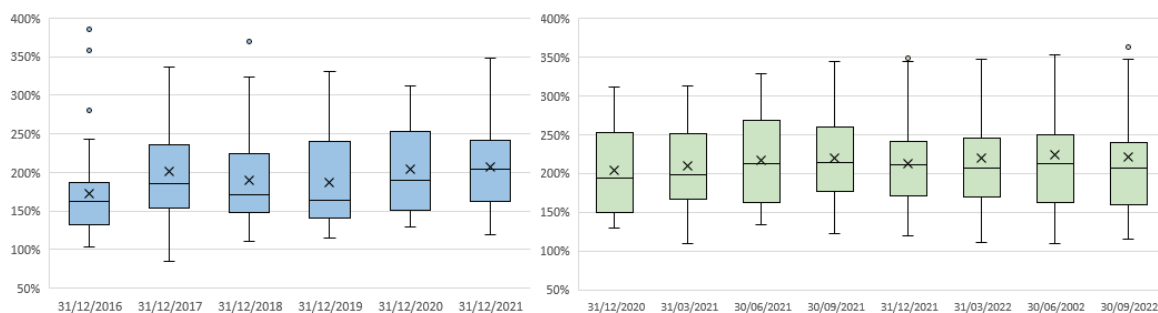
### Evolução dos rácios de cobertura do MCR, em base anual e detalhe trimestral



Por forma a facilitar a análise, apresenta-se de seguida a distribuição dos rácios de cobertura do SCR e do MCR desde a entrada em vigor do regime Solvência II.

Figura 2.24

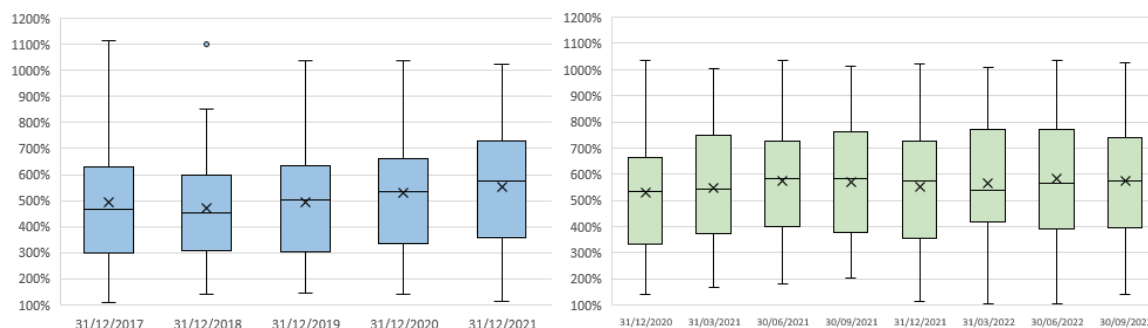
### Evolução da distribuição do rácio de cobertura do SCR, em base anual e detalhe trimestral desde o final de 2020<sup>35</sup>



<sup>35</sup> Os gráficos seguintes representam os rácios mínimo, máximo, os quartis 25% e 75%, a mediana e a média simples, e identificam, separadamente, alguns valores estatisticamente considerados como *outliers* (sendo que, nem todos estão representados no gráfico, por excederem o limite superior do eixo das ordenadas)..

## Evolução da distribuição do rácio de cobertura do MCR, em base anual e detalhe trimestral desde o final de 2020

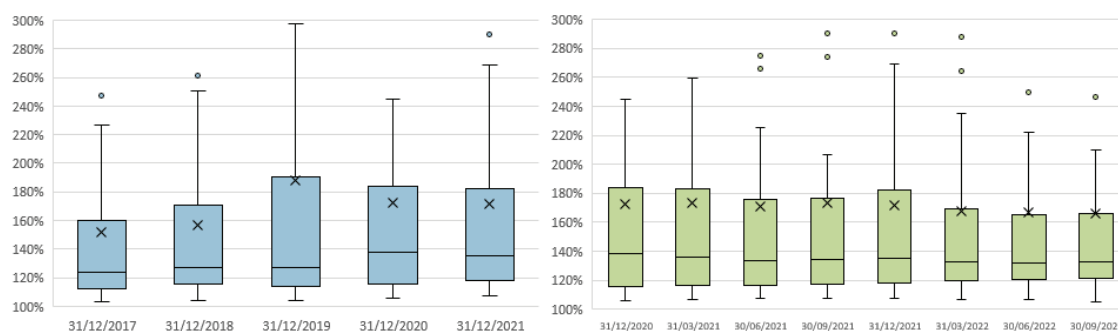
Figura 2.25



O rácio agregado de ativos sobre passivos (excluindo os seguros ligados) para as empresas de seguros sujeitas à supervisão prudencial da ASF foi de 121,1% no final do segundo trimestre de 2022 (com um aumento de 0,1 pontos percentuais face a dezembro de 2021), tendo registado uma quebra de 0,4 pontos percentuais, para 120,7%, em setembro de 2022.

## Evolução da distribuição do rácio entre o total de ativos e o total de passivos (exceto seguros ligados), em base anual e detalhe trimestral desde o final de 2020

Figura 2.26



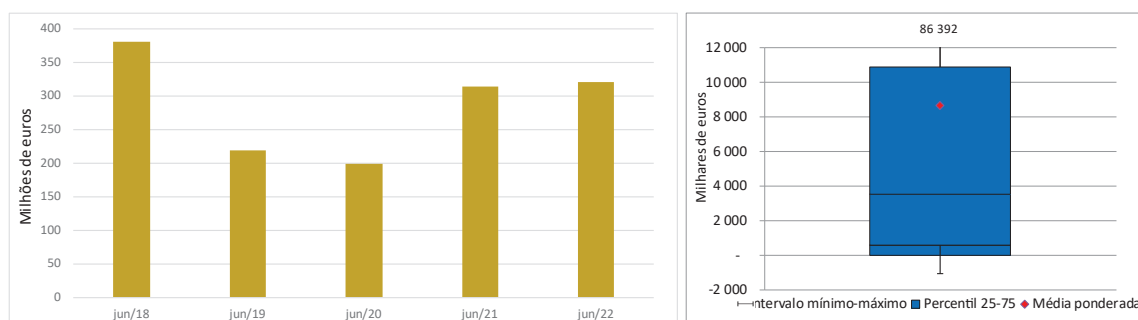
### 2.2.2 Rendibilidade

No primeiro semestre de 2022, o conjunto de empresas de seguros sob supervisão prudencial da ASF registou um resultado líquido de 321 milhões de euros, o que, face ao período homólogo, representa um aumento de 6 milhões de euros, ou de 1,9%.

Durante a primeira metade de 2022, do total de 37 empresas de seguros com sede em Portugal, 20 apresentaram um resultado líquido inferior ao do período homólogo, sendo que apenas cinco entidades registaram resultados líquidos negativos.

## Evolução dos resultados líquidos globais e distribuição da variação dos resultados líquidos

Figura 2.27



Por seu turno, o resultado técnico global das empresas de seguros sediadas em Portugal alcançou, no final do primeiro semestre de 2022, os 423 milhões de euros, mais 6,4% do que no mesmo período do ano anterior. Esta evolução reflete o contributo significativo do ramo Vida, com um incremento de 28,8%, enquanto os ramos Não Vida apresentaram uma quebra de 19,3%.

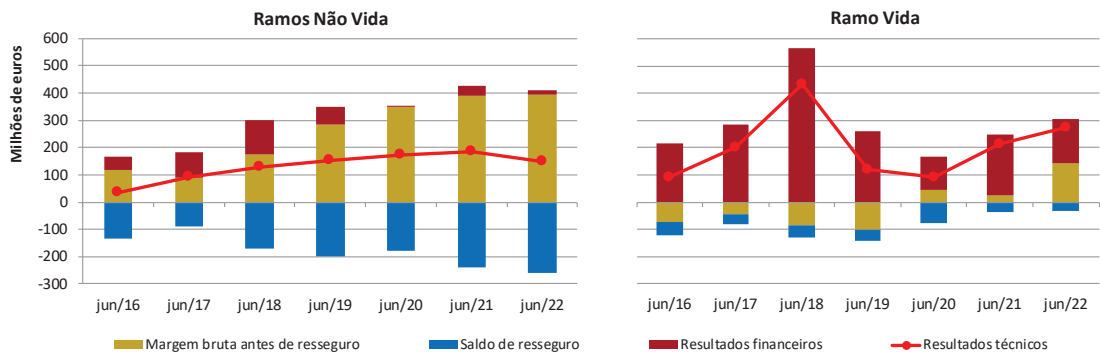
É de salientar que o crescimento homólogo de 61 milhões de euros do resultado técnico do ramo Vida, no primeiro semestre de 2022, é explicado pelo aumento de 121 milhões de euros na margem bruta antes de resseguro, parcialmente atenuado pela degradação em 64 milhões de euros do resultado financeiro.

No que concerne aos ramos Não Vida, no primeiro semestre de 2022, o resultado técnico reduziu-se em 36 milhões de euros, face ao mesmo período no ano anterior. Esta evolução é justificada pelo saldo de resseguro, que se agravou negativamente em 20 milhões de euros, bem como pelos resultados financeiros, que, embora mantendo-se positivos, diminuíram em 19 milhões de euros.

Ao realizar uma análise do resultado técnico dos principais segmentos Não Vida, até 30 de junho de 2022, observam-se comportamentos homólogos distintos em termos evolutivos. Enquanto os segmentos Incêndio e Outros Danos e Responsabilidade Civil Geral apresentam crescimentos de 20 e 9 milhões de euros, respetivamente, os ramos Automóvel e Doença registaram quebras de 61 e 7 milhões de euros, pela mesma ordem.

## Evolução dos resultados técnicos globais

Figura 2.28



### Caixa 4 – Análise do nível de concentração do setor segurador nacional

Nos últimos 10 anos, o número de empresas de seguros em regime de estabelecimento em Portugal diminuiu de 79 para 66 operadores. Entre 2011 e 2016, esta redução fez-se sentir particularmente no contexto das sucursais de empresas estrangeiras a operar no território nacional, enquanto, nos últimos cinco anos, o decréscimo tem sido mais evidente no conjunto das empresas sujeitas à supervisão prudencial da ASF, ou seja, das empresas de direito português e das sucursais de empresas de seguros de países terceiros, maioritariamente em resultado de um conjunto de fusões por incorporação.

A progressiva redução do número de empresas de seguros a operar em Portugal em regime de estabelecimento motivou a análise do nível de concentração do mercado nacional de seguros, e do respetivo nível de concorrência<sup>36</sup>.

### Evolução da estrutura do mercado segurador nacional

Figura 2.29

|                                       | 2011 |          |        |       | 2016 |          |        |       | 2021 |          |        |       |
|---------------------------------------|------|----------|--------|-------|------|----------|--------|-------|------|----------|--------|-------|
|                                       | Vida | Não Vida | Mistas | Total | Vida | Não Vida | Mistas | Total | Vida | Não Vida | Mistas | Total |
| Empresas em regime de estabelecimento | 20   | 47       | 12     | 79    | 18   | 43       | 12     | 73    | 16   | 39       | 11     | 66    |
| Empresas de direito português         |      |          |        | 44    |      |          |        | 43    |      |          |        | 38    |
| Anónimas                              | 17   | 22       | 7      | 43    | 14   | 23       | 5      | 42    | 12   | 21       | 4      | 37    |
| Mútuas                                | 0    | 1        | 0      | 1     | 0    | 1        | 0      | 1     | 0    | 1        | 0      | 1     |
| Sucursais de empresas estrangeiras    |      |          |        | 35    |      |          |        | 30    |      |          |        | 28    |
| Com sede na UE                        | 6    | 24       | 4      | 34    | 4    | 19       | 7      | 30    | 4    | 17       | 7      | 28    |
| Com sede fora da UE                   | 0    | 0        | 1      | 1     | 0    | 0        | 0      | 0     | 0    | 0        | 0      | 0     |
| Empresas de seguros em LPS            |      |          |        | 507   |      |          |        | 570   |      |          |        | 596   |

<sup>36</sup> A presente análise é uma extensão da análise efetuada na 15.ª edição do Relatório de Estabilidade Financeira da ASF, tendo-se completado a mesma com a informação até junho de 2022 e incluído a análise da concentração do mercado nacional tendo em conta a presença de grupos seguradores.



Como auxiliar da presente análise, utilizou-se o índice *Herfindahl-Hirschman* (IHH). O IHH é um indicador do grau de concorrência das empresas relativamente à sua indústria, permitindo avaliar a concorrência do mercado quando a concentração resulta de uma distribuição desigual das respetivas quotas de mercado por operador, ou de um reduzido número de empresas no mercado<sup>37</sup>.

No contexto do ramo Vida, a análise da evolução do IHH revela uma redução dos níveis de concentração deste segmento entre 2016 e os anos mais recentes, evoluindo-se de um mercado em torno do limite de concentração considerado elevado para níveis moderados. Tendo em conta que durante o mesmo período se observou uma quebra do número de empresas a operar neste ramo, conclui-se que a redução dos níveis de concentração advém de uma repartição mais equitativa da produção entre os operadores existentes.

Por sua vez, no conjunto dos ramos Não Vida, a evolução do valor do IHH é inversa, verificando-se um progressivo aumento do respetivo nível de concentração ao longo do período em análise. Assim, este segmento passou de um nível de concentração considerado baixo em 2011, para moderado nos últimos anos.

Analisando em maior detalhe os ramos Não Vida, verifica-se que, de forma global, o aumento da concentração na última década é transversal a todos os principais ramos deste segmento.

Os ramos Automóvel, Incêndio e Outros Danos e Responsabilidade Civil Geral (RCG) apresentaram uma evolução semelhante do IHH ao longo do período em análise, evoluindo de um nível de concentração considerado baixo para moderado. Por sua vez, a modalidade de Acidentes de Trabalho, que também registava um nível de concentração baixo em 2011, apresentou um crescimento acentuado do valor do IHH na última década, ultrapassando, ainda que apenas marginalmente, o limite superior do intervalo de valores associado a uma concentração moderada.

---

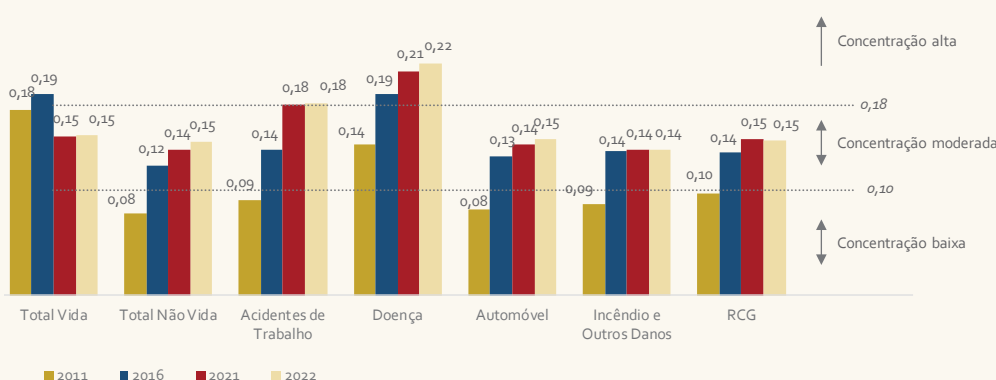
<sup>37</sup> O IHH é definido como:  $IHH = \sum_{i=1}^N s_i^2$ , onde  $N$  é o número total de empresas do mercado e  $s_i$  representa a quota de mercado da empresa  $i$ . O IHH varia entre valores próximos de 0, em concorrência perfeita e 1 em monopólio. A literatura define normalmente  $IHH < 0,1$  como o limiar para baixos níveis de concentração,  $0,18 > IHH > 0,1$  para mercados moderadamente concentrados e  $IHH > 0,18$  para mercados fortemente concentrados.

Na presente análise, as quotas de mercado têm por base os prémios brutos emitidos.

Por último, o ramo Doença é aquele que apresenta maiores níveis de concentração, panorama que se tem mantido ao longo do período em análise. Assim esta linha de negócio, que já apresentava um nível de concentração moderado em 2011, passou a fixar-se, desde 2016, num nível de concentração alto, assistindo-se a aumentos adicionais do valor do IHH quer em 2021, como no último ano.

### Evolução do IHH entre 2011 e 2022 para o conjunto de empresas em regime de estabelecimento em Portugal por linha de negócio

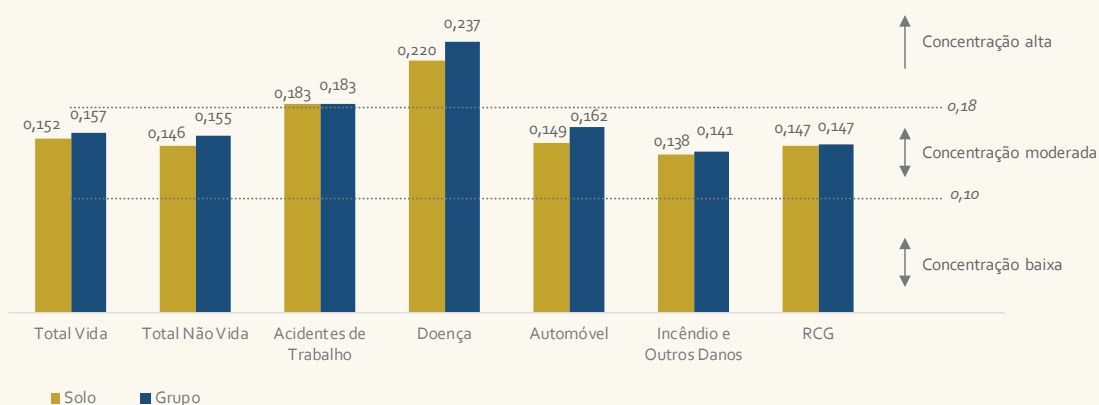
Figura 2.30



Procede-se, de seguida, à análise da concentração do mercado segurador nacional considerando a presença de grupos seguradores. Dos resultados obtidos, conclui-se que, sem prejuízo do aumento do valor do IHH para os subconjuntos em análise, e com maior destaque para o ramo Doença, não se observa uma alteração material do perfil de concentração do mercado nacional.

### IHH na perspetiva das empresas individuais e dos grupos seguradores por linha de negócio em junho de 2022

Figura 2.31



Em conclusão, constata-se que a transformação do mercado segurador nacional, a que se tem vindo a assistir nos últimos anos, tem contribuído para um aumento do nível de concentração nas principais linhas de negócio Não Vida, com destaque para os segmentos de Doença e Acidentes de Trabalho, que revelam um nível de concentração elevado, quando medido pelo índice IHH. O aumento dos níveis de concentração do mercado nacional foi particularmente notório no período entre 2011 e 2016, tendo-se assistido, para a maioria das linhas de negócio dos ramos Não Vida, a um agravamento adicional nos últimos cinco anos. Esta evolução pode limitar os benefícios na perspetiva dos consumidores, já que um mercado mais concentrado, por natureza, tem menor capacidade de propiciar a prática de preços competitivos. Não obstante, no atual enquadramento, também se constata que a presença de grupos seguradores no mercado nacional não se afigura como um fator para um aumento adicional material do respetivo nível de concentração.

Importa ainda referir que, na presente análise, por limitação de informação, não foi considerada a produção das empresas a operar em Portugal em regime de Livre Prestação de Serviços, que também influenciam a concorrência e o nível dos preços praticados no mercado interno.

### 2.2.3 Atividade do Ramo Vida

Em 2021, a produção de seguro direto do ramo Vida das empresas de seguros sob supervisão prudencial da ASF<sup>38</sup> apresentou um aumento de cerca de 74% face a 2020, impulsionado pelo crescimento de 146,9% das entregas para produtos *unit-linked*<sup>39</sup>.

Contudo, os dados até setembro de 2022 revelam uma inversão face ao comportamento anterior, com a diminuição homóloga da produção em 18,6%, explicada essencialmente pela redução de 28,2% nos produtos *unit-linked*. São vários os fatores que terão contribuído para esta quebra, incluindo o contexto de elevada incerteza dos mercados financeiros que, face à ampliação do risco de ocorrência de perdas financeiras, reduz o apetite por soluções de investimento e de poupança sem garantia de capital. Por outro lado, a volatilidade dos mercados

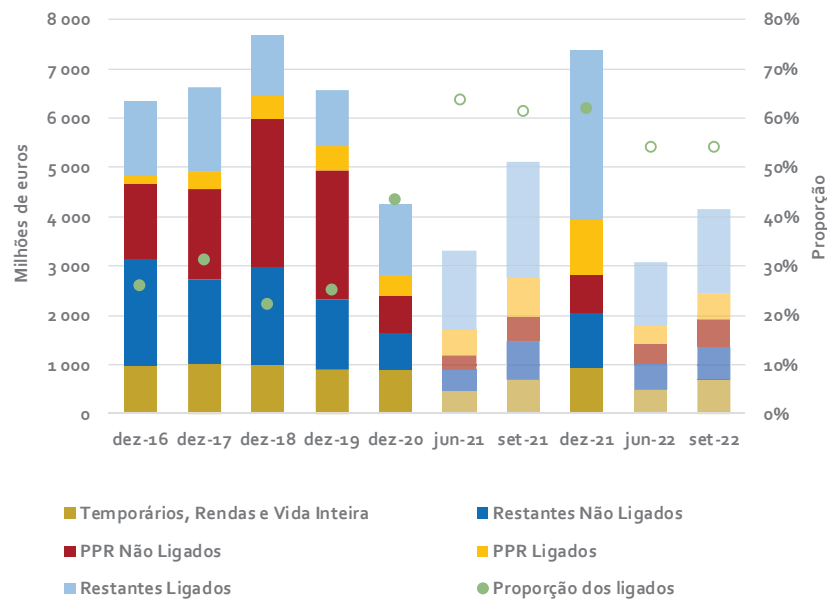
<sup>38</sup> Os dados apresentados ao longo deste capítulo foram extraídos do reporte mensal à ASF, pelo que não são diretamente comparáveis com os publicados no Relatório do Setor Segurador e dos Fundos de Pensões.

<sup>39</sup> Uma análise detalhada sobre este segmento pode ser encontrada no estudo da ASF sobre a 'Evolução do segmento de produtos *Unit-Linked* e caracterização geral da oferta e da política de investimentos associada a estes produtos, no período 2020-2021', disponível em: [https://www.asf.com.pt/NR/rdonlyres/ABD1E3F3-9AC2-4DFE-9CA8-CE1AD8885F2F/0/Estudo\\_Cap4REF.pdf](https://www.asf.com.pt/NR/rdonlyres/ABD1E3F3-9AC2-4DFE-9CA8-CE1AD8885F2F/0/Estudo_Cap4REF.pdf)

financeiros, combinada com a tendência de subida da inflação e das taxas de juro, propicia, quer a reformulação das estratégias de negócio prosseguidas pelas empresas de seguros, quer a procura, pelos consumidores, de produtos cuja remuneração seja mais previsível e alinhada com a evolução do nível de inflação e das taxas de juro.

Em relação à produção dos seguros não ligados, que até ao mês de junho de 2022 havia registado um crescimento de 17,4% face ao período homólogo anterior, apurou-se, com referência a setembro, uma variação homóloga negativa de 3,3%, apesar de os segmentos relativos aos seguros de risco (i.e. temporários, rendas e vida inteira) e aos PPR terem continuado a crescer (1,2% e 10,6%, respetivamente).

### Evolução da produção de seguro direto do ramo Vida



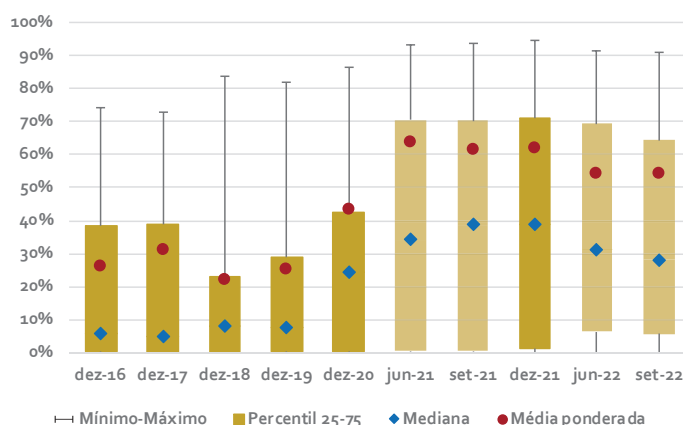
|                       | dez-21       | set-22       | Peso em dez-21 | Peso em set-22 | variação homóloga face a dez-20 | variação homóloga face a set-21 |
|-----------------------|--------------|--------------|----------------|----------------|---------------------------------|---------------------------------|
| Temp, Rendas e VI     | 925          | 709          | 12,5%          | 17,0%          | 3,6%                            | 1,2%                            |
| PPR Não Ligados       | 737          | 534          | 10,0%          | 12,8%          | -0,4%                           | 10,6%                           |
| Restantes Não Ligados | 1142         | 660          | 15,5%          | 15,9%          | 49,4%                           | -15,8%                          |
| PPR Ligados           | 1151         | 542          | 15,6%          | 13,0%          | 173,5%                          | -31,9%                          |
| Restantes Ligados     | 3 419        | 1 717        | 46,4%          | 41,2%          | 139,1%                          | -26,9%                          |
| <b>Total</b>          | <b>7 375</b> | <b>4 162</b> |                |                | <b>73,6%</b>                    | <b>-18,6%</b>                   |

Figura 2.32

Face às variações assinaladas, o peso dos produtos *unit-linked* no total da produção Vida decresceu de 62%, em 2021, para 54,3%, nos primeiros nove meses do ano 2022, acumulando, ainda assim, mais de metade do valor das entregas.

### Distribuição da proporção dos seguros ligados na produção do ramo Vida (por operador)

Figura 2.33



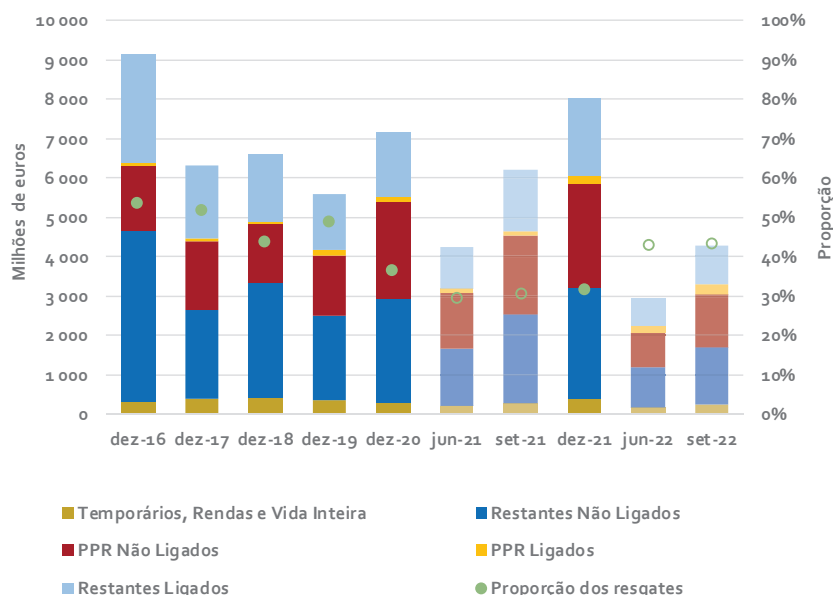
O valor dos custos com sinistros<sup>40</sup> até setembro de 2022 registou uma quebra homóloga de 30,6%, justificada sobretudo por um volume inferior, em 43,3%, de pagamentos por vencimentos e outros, que, em 2020 e 2021, tinham apresentado fluxos mais significativos.

A variação em sentido negativo foi transversal a todos os segmentos em análise, com exceção dos PPR ligados, em relação aos quais o respetivo valor quase duplicou, principalmente pelo efeito dos resgates.

<sup>40</sup> Inclui coberturas complementares e montantes pagos de contratos de investimento.

## Evolução dos custos com sinistros de seguro direto do ramo Vida

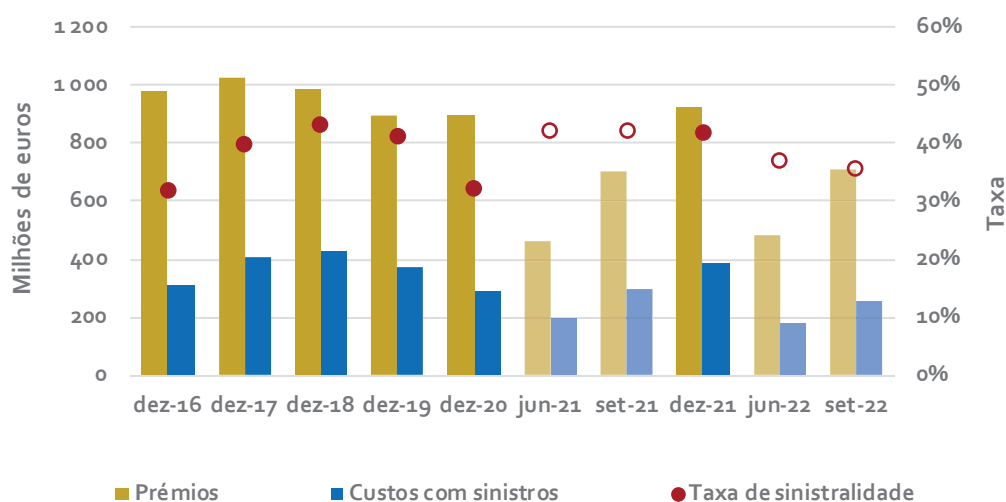
Figura 2.34



No que diz respeito aos seguros de risco, em comparação com o período homólogo anterior, até setembro de 2022 o valor dos prémios aumentou 1,2%, enquanto os custos com sinistros decresceram 14,6%, conduzindo a uma descida da taxa de sinistralidade<sup>41</sup> face à registada no ano 2021.

## Evolução da taxa de sinistralidade dos seguros de Vida risco

Figura 2.35



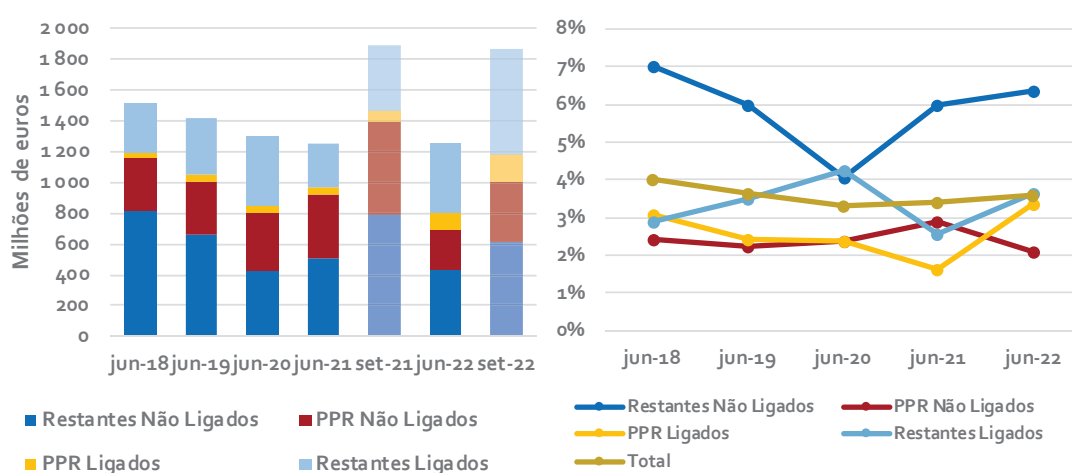
<sup>41</sup> A taxa de sinistralidade foi calculada através do rácio entre os custos com sinistros e os prémios brutos emitidos para o conjunto dos seguros temporários, rendas e vida inteira. Neste conjunto, os seguros temporários representam o peso mais significativo.

O volume global de resgates até ao final de setembro manteve-se, aproximadamente, ao nível do verificado no mesmo período de 2021, com um ligeiro decréscimo de 1,4%.

A taxa média de resgates situou-se nos 3,6% no final de junho e nos 5,4% no final de setembro, que compara com percentagens de, respetivamente, 3,4% e 5,2%, apuradas em relação aos mesmos períodos de 2021.

### Evolução do volume de resgates e taxa média de resgates

Figura 2.36



Nota: Taxa de resgate = resgates (período n) / [(Provisões e passivos financeiros de produtos resgatáveis (início do período n) + Provisões e passivos financeiros de produtos resgatáveis (final do período n)) / 2]

Sem prejuízo da relativa estabilidade numa ótica global, foram observados comportamentos distintos em relação aos seguros ligados e não ligados, com os resgates no primeiro conjunto a apresentarem uma variação homóloga de 72,7%, enquanto nos seguros não ligados se verificou um decréscimo de 27,9%.

Consequentemente, a estrutura de pagamentos sofreu uma alteração, passando os resgates relativos aos produtos *unit-linked* a representar 46,1% desse fluxo, face a 26,3% nos primeiros três trimestres de 2021. Tal como referido para a produção, o agravamento dos resgates relativos a estes produtos poderá estar relacionado com a reação de alguns tomadores de seguros, no sentido de minimizar a exposição à volatilidade nos mercados financeiros e o risco de perda dos capitais investidos.

## 2.2.4 Atividade dos ramos Não Vida<sup>42</sup>

### 2.2.4.1 Produção e sinistralidade

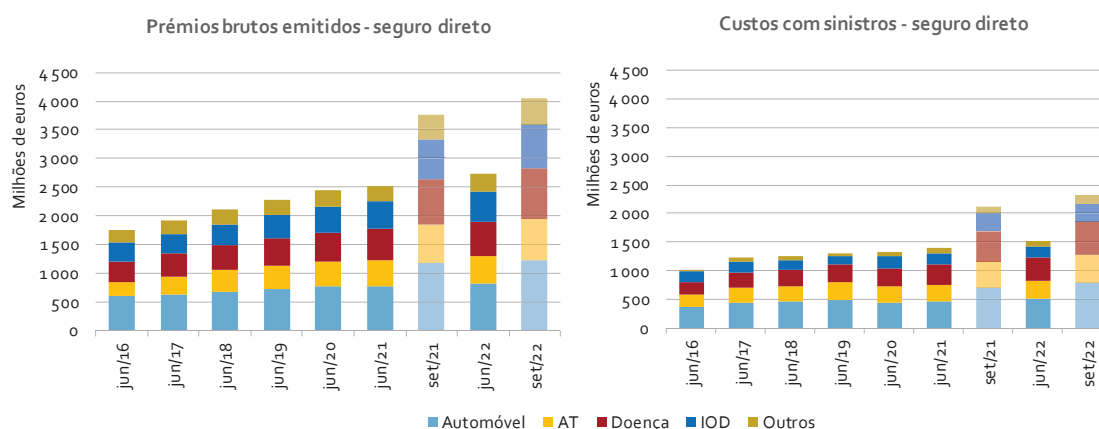
No primeiro semestre de 2022, a produção dos ramos Não Vida das empresas de seguros sob supervisão prudencial da ASF prosseguiu a tendência positiva, registando um aumento homólogo de 8% dos prémios brutos emitidos, o que corresponde a um incremento de 201,8 milhões de euros, mantendo-se o crescimento homólogo até setembro, em 7,9%.

A evolução positiva da produção é transversal a todas as principais linhas de negócio, destacando-se o ramo Doença, cuja produção apresenta, desde 2017, taxas de crescimento médias próximas de 9%, bem como o grupo de ramos Incêndio e Outros Danos, que registou um crescimento de 9,9% durante o primeiro semestre de 2022. Estas variações têm contribuído para uma distribuição mais equitativa da produção Não Vida pelas principais linhas de negócio, predominando, ainda assim, o ramo Automóvel, que abrange cerca de 30% do total de prémios.

Os custos com sinistros do conjunto dos ramos Não Vida seguiram a tendência de crescimento da produção, com um aumento, em termos homólogos, de 9,5% em junho de 2022 (8,8% em setembro), o que equivale a mais 132,4 milhões de euros. O crescimento dos custos com sinistros acima do crescimento da produção foi comum a todas as principais linhas de negócio, com exceção do grupo de ramos Incêndio e Outros Danos, que registou uma quebra de 8,6%, comportamento que é passível de modificação no segundo semestre do ano, atendendo à frequência de eventos da natureza que assolaram o território nacional, nos últimos meses de 2022.

### Evolução da produção e dos custos com sinistros de Não Vida

Figura 2.37



<sup>42</sup> Na presente secção é apresentada a informação obtida no âmbito do regime de Solvência II, à exceção dos resultados técnicos que têm por base as contas estatutárias.



Como referido anteriormente, o aumento dos custos com sinistros dos ramos Não Vida, em junho e setembro de 2022, superou o crescimento da produção, traduzindo-se num aumento homólogo da taxa de sinistralidade em 1,3 e 0,9 pontos percentuais, respetivamente, para 59,1% e 59,2%.

### Evolução da taxa de sinistralidade de Não Vida

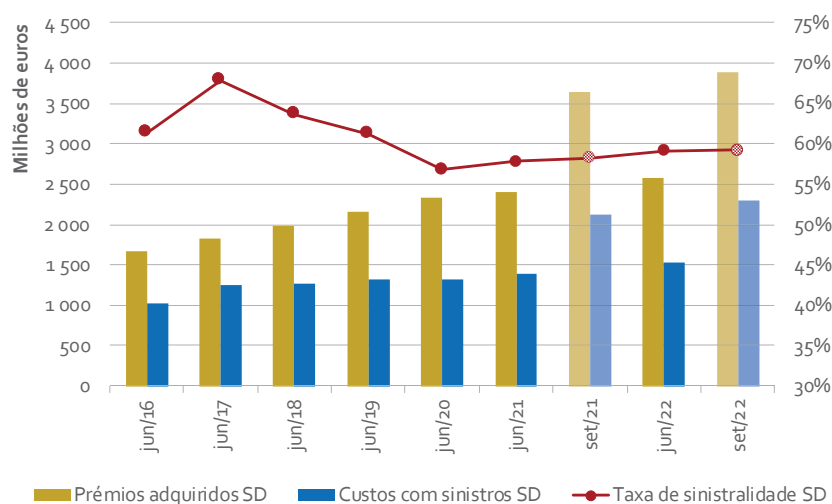


Figura 2.38

De seguida procede-se à análise detalhada das principais linhas de negócio dos ramos Não Vida, nomeadamente Automóvel, Acidentes de Trabalho, Doença e Incêndio e Outros Danos, com enfoque nos respetivos indicadores operacionais, resultados técnicos e níveis de provisionamento.

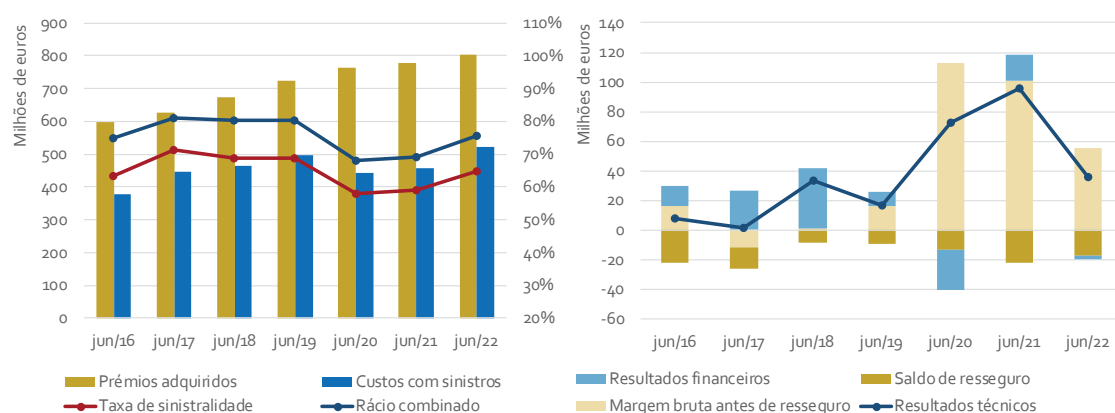
#### 2.2.4.2 Evolução da exploração do seguro Automóvel

No contexto do ramo Automóvel, observou-se, no segundo semestre de 2022, uma quebra homóloga do resultado técnico global em 60,6 milhões de euros, para 35,4 milhões de euros, invertendo-se, assim, a tendência ascendente a que se assistiu nos últimos dois anos. Esta evolução foi motivada, em larga medida, pela variação negativa da margem bruta antes de resseguro, que decresceu 45,8 milhões de euros face ao mesmo período no ano anterior, mas também pela quebra de 20 milhões de euros dos resultados financeiros, que passaram, inclusivamente, para terreno negativo.

O decréscimo observado ao nível dos resultados reflete a evolução dos indicadores operacionais do ramo em junho de 2022, tendo-se assistido a um aumento homólogo da taxa de sinistralidade em seis pontos percentuais, para 64,9%, por via do aumento dos custos com sinistros (13,9%) a um ritmo superior ao do crescimento dos prémios (3,4%). O rácio combinado apresentou também um aumento de 6,3 pontos percentuais, fixando-se em 75,5%, face à estabilidade verificada ao nível do rácio de despesas de gestão.

### Evolução dos indicadores operacionais e dos resultados técnicos do seguro Automóvel

Figura 2.39

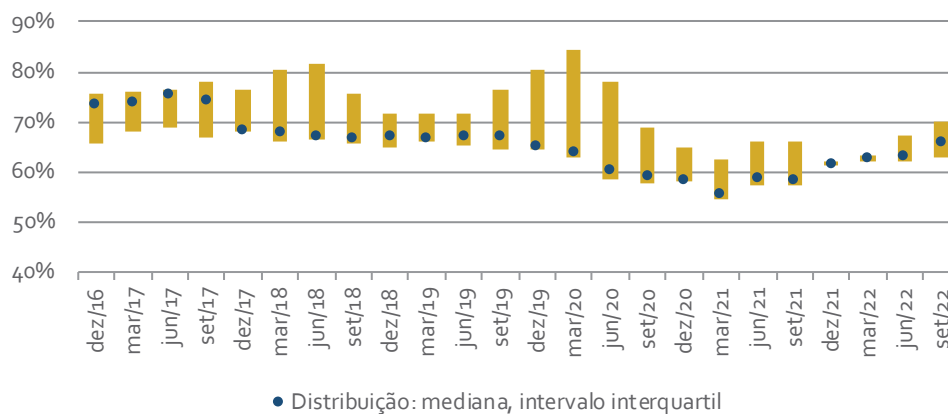


A análise da evolução trimestral da taxa de sinistralidade do ramo Automóvel evidencia a tendência de aumento patenteada por este indicador desde meados de 2021, refletindo o retorno aos níveis pré-pandemia, após a quebra verificada nos períodos de maiores restrições à circulação. Apesar deste aumento, verifica-se que, em setembro de 2022, a taxa de sinistralidade permanece ainda abaixo da taxa média histórica do ramo no período anterior à pandemia.

No atual contexto macroeconómico, face ao aumento da inflação, é ainda de realçar o potencial de deterioração da sinistralidade do ramo, fruto do aumento dos custos com a regularização dos sinistros, caso não se verifique a adoção de medidas de compensação adequadas.

Figura 2.40

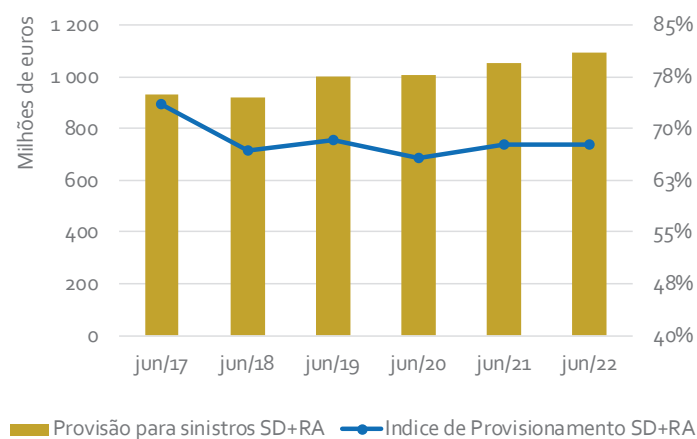
### Evolução trimestral da distribuição da taxa de sinistralidade do seguro Automóvel<sup>43</sup>



Ao nível do provisionamento do ramo Automóvel, assistiu-se, em junho de 2022, a um incremento das provisões técnicas, de magnitude idêntica ao crescimento da produção, posicionando-se em 1 094 milhões de euros, o que resultou na manutenção do índice de provisionamento (67,7%) num patamar semelhante ao registado no período homólogo.

Figura 2.41

### Evolução do índice de provisionamento do seguro Automóvel



<sup>43</sup> A distribuição da taxa de sinistralidade é ponderada pela quota de mercado das empresas a operar no respetivo segmento, considerando-se, para efeitos de cálculo desta taxa, os valores anualizados da produção e dos custos com sinistros (metodologia de cálculo utilizada no Painel de Riscos do Setor Segurador da ASF).

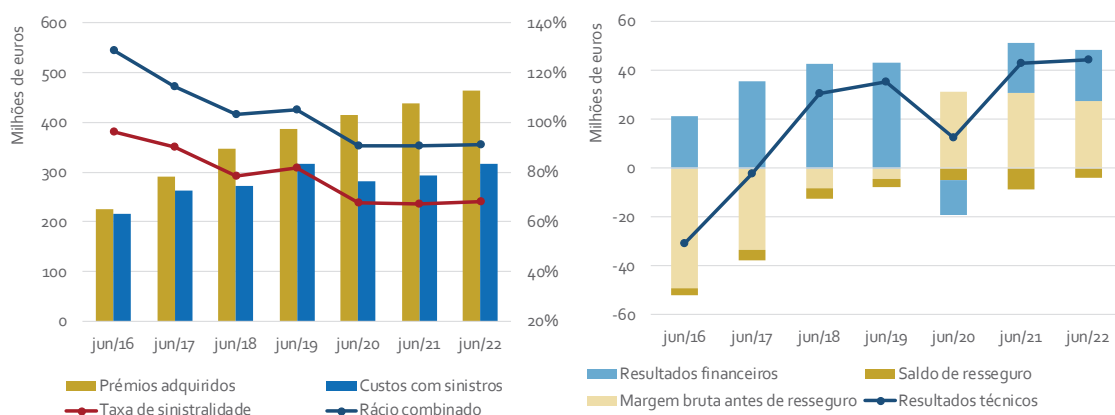
### 2.2.4.3 Evolução da exploração da modalidade Acidentes de Trabalho

No que concerne à evolução dos indicadores operacionais da modalidade de Acidentes de Trabalho, em junho de 2022, a taxa de sinistralidade apresentou um ligeiro crescimento de 0,9 pontos percentuais para 68,2%, por via de um crescimento dos custos com sinistros e da produção de 7,6% e 6,3%, respetivamente. O rácio de despesas permaneceu quase inalterado, o que se traduziu na manutenção do rácio combinado (90,9%) em valores próximos ao registado no ano anterior.

A relativa estabilidade ao nível dos indicadores operacionais traduziu-se num valor da margem líquida<sup>44</sup> semelhante ao registado em junho do ano anterior, apresentando um ligeiro aumento de um milhão de euros, para 23,4 milhões de euros. De igual modo, os resultados financeiros permaneceram quase inalterados, o que resultou num aumento pouco expressivo dos resultados técnicos (em 1,7 milhões de euros), para 44,5 milhões de euros no final do primeiro semestre de 2022.

#### Evolução dos indicadores operacionais e dos resultados técnicos da modalidade Acidentes de Trabalho

Figura 2.42

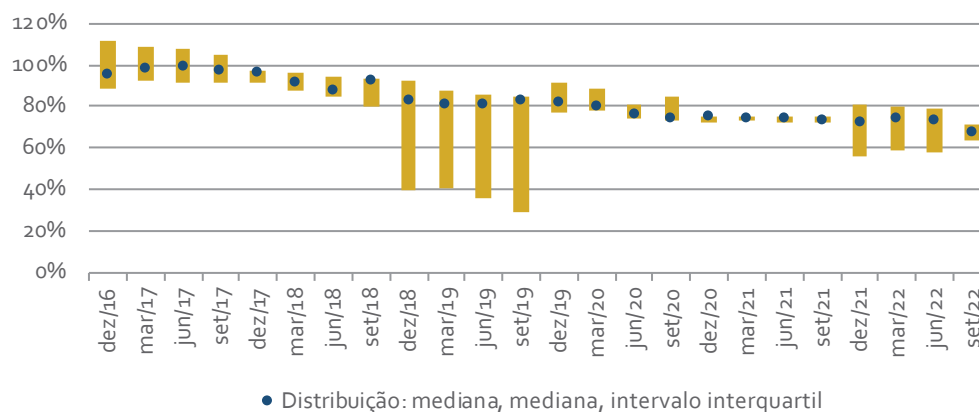


Importa notar, no entanto, que a evolução acima descrita relativamente à estabilidade dos resultados técnicos não é transversal à generalidade do mercado, sendo consequência do efeito conjugado da deterioração dos resultados de uma empresa de seguros de dimensão relevante no segmento e da melhoria dos resultados de algumas empresas de média dimensão. Tal conclusão é sustentada pela análise trimestral da distribuição da taxa de sinistralidade ponderada pela dimensão relativa das empresas (ver gráfico seguinte), a qual evidencia a tendência de decréscimo deste indicador em junho de 2022, diminuição que é acentuada em setembro do mesmo ano.

<sup>44</sup> Soma da margem bruta antes de resseguro e do saldo de resseguro.

## Evolução trimestral da distribuição da taxa de sinistralidade da modalidade Acidentes de Trabalho<sup>45</sup>

Figura 2.43

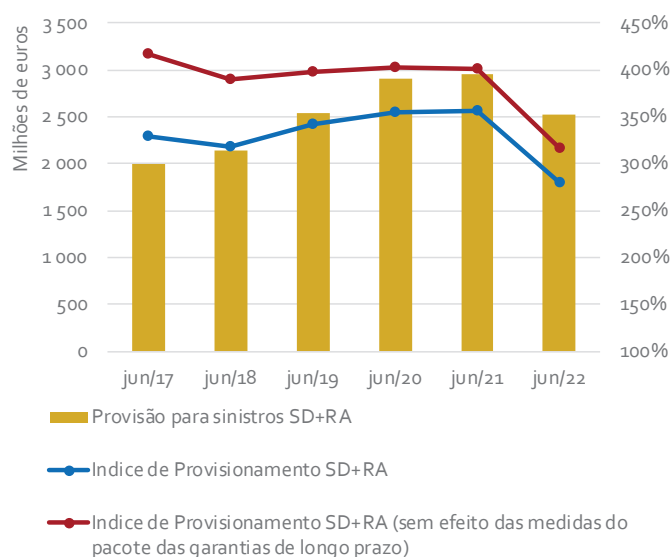


Por sua vez, as provisões técnicas de Acidentes de Trabalho registaram um decréscimo acentuado (-14,4%), refletindo a subida das taxas de desconto praticadas durante o período em análise. Efetivamente, entre junho de 2021 e de 2022, o aumento médio da estrutura temporal de taxas de juro sem risco publicada pela EIOPA, para a duração média das responsabilidades de Acidentes de Trabalho (cerca de 14 anos), foi de cerca de dois pontos percentuais. Consequentemente, assistiu-se a um decréscimo do índice de provisionamento em 76,3 pontos percentuais, para 280%, o valor mais baixo do período em análise. Ainda assim, face às restantes linhas de negócio, o índice de provisionamento de Acidentes de Trabalho é consideravelmente superior, atendendo à elevada duração média das responsabilidades abrangidas nesta modalidade comparativamente com os restantes ramos Não Vida.

Importa ainda referir que o valor das provisões técnicas apresentadas incorpora o efeito do ajustamento de volatilidade e, principalmente, da dedução transitória às provisões técnicas. Excluindo o efeito destas medidas, o índice de provisionamento apresenta valores superiores (mais 36,8 pontos percentuais), ascendendo a 316,8% no primeiro semestre de 2022.

<sup>45</sup> A distribuição da taxa de sinistralidade é ponderada pela quota de mercado das empresas a operar no respetivo segmento, considerando-se, para efeitos do cálculo desta taxa, os valores anualizados da produção e dos custos com sinistros (metodologia de cálculo utilizada no Painel de Riscos do Setor Segurador da ASF).

## Evolução do índice de provisionamento da modalidade Acidentes de Trabalho



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

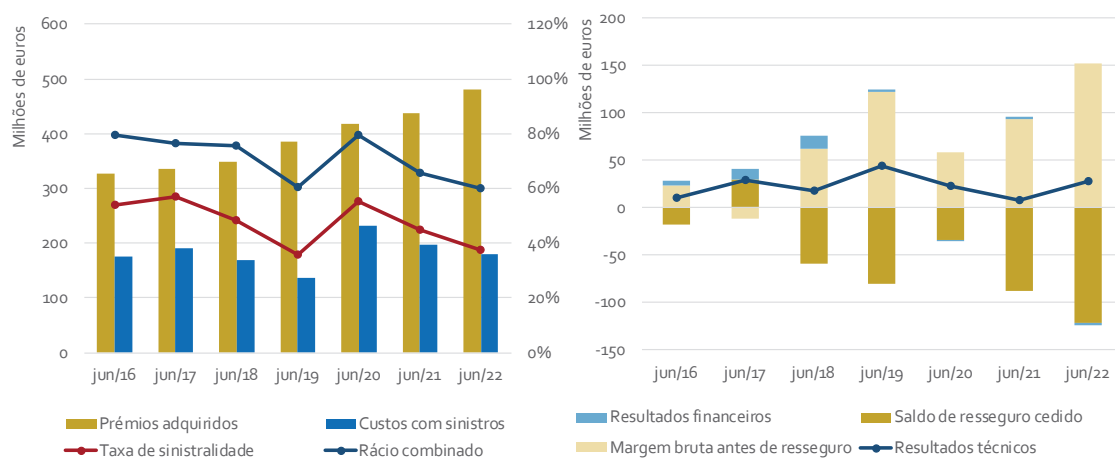
No grupo de ramos de IOD, assistiu-se, no final do primeiro semestre de 2022, a uma descida da taxa de sinistralidade face ao período homólogo (-7,6 pontos percentuais) para 37,5%. Esta evolução homóloga reflete o efeito conjugado de aumento da produção (9,8%) e de decréscimo dos custos com sinistros (8,6%), observados no mesmo período. Em simultâneo, verificou-se um aumento dos custos de exploração, que conduziu a uma redução menos acentuada do rácio combinado (-5,6 pontos percentuais), para 60%.

Ao nível dos resultados técnicos do grupo de ramos IOD, em termos homólogos, predomina um quadro de relativa estabilidade, em que o recurso ao resseguro assume um papel fundamental na mitigação da volatilidade inerente aos resultados operacionais. Efetivamente, durante o primeiro semestre de 2022, a melhoria ao nível da sinistralidade refletiu-se num aumento da margem bruta antes de resseguro em 58,8 milhões de euros, ainda que, em termos líquidos, o aumento seja mais comedido, de 25,4 milhões de euros, dada a deterioração do saldo de resseguro. Adicionalmente, considerando o contributo negativo dos resultados financeiros até junho de 2022, o montante global de resultados técnicos aumentou 19,8 milhões de euros, face ao período homólogo, para 27,7 milhões de euros.

É, no entanto, de realçar, que a tendência observada nos indicadores do grupo de ramos de IOD nos primeiro semestre de 2022 poderá vir a registar uma modificação significativa no segundo semestre do ano, atendendo à frequência de eventos da natureza que assolaram o território nacional nos últimos meses de 2022.

## Evolução dos indicadores operacionais e dos resultados técnicos do grupo de ramos de Incêndio e Outros Danos

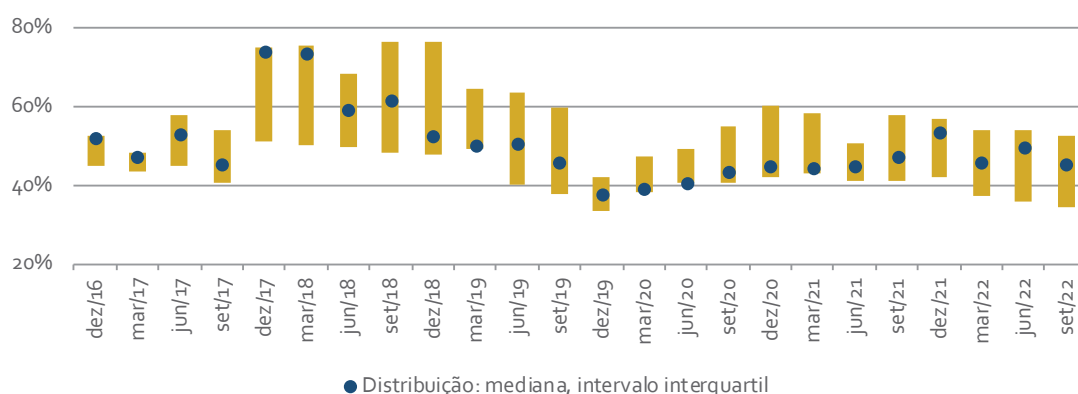
Figura 2.45



A taxa de sinistralidade do grupo de ramos de IOD evidenciou uma redução global no primeiro semestre de 2022, a qual não foi, no entanto, transversal à generalidade das empresas de seguros com atividade neste segmento. É também de destacar a heterogeneidade observada desde meados de 2021 na evolução entre empresas, refletindo a volatilidade intrínseca desta linha de negócio, dependente do perfil de risco específico das carteiras.

## Evolução trimestral da taxa de sinistralidade do grupo de ramos de Incêndio e Outros Danos<sup>46</sup>

Figura 2.46



<sup>46</sup> A distribuição da taxa de sinistralidade é ponderada pela quota de mercado das empresas a operar no respetivo segmento, considerando-se, para efeitos do cálculo desta taxa, os valores anualizados da produção e dos custos com sinistros (metodologia de cálculo utilizada no Painel de Riscos do Setor Segurador da ASF).

O índice de provisionamento do grupo de ramos IOD, no final do primeiro semestre de 2022, permaneceu idêntico ao registado no mesmo período do ano anterior (35,1%), dado o aumento das provisões técnicas (9,8%) na mesma ordem de grandeza do crescimento da produção.

### Evolução do índice de provisionamento do grupo de ramos de Incêndio e Outros Danos

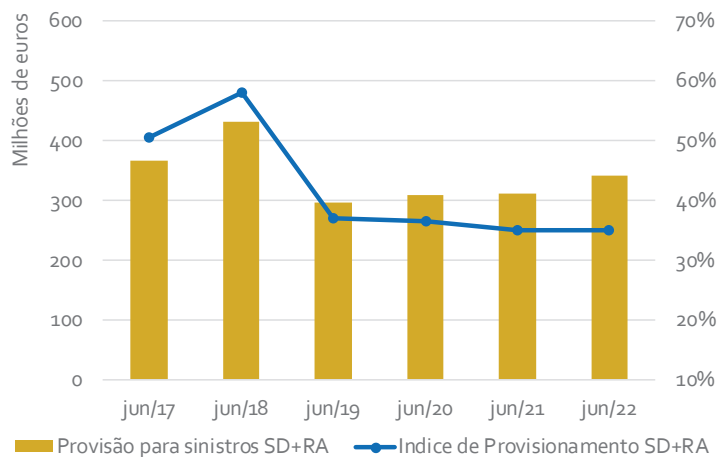


Figura 2.47

#### 2.2.4.5 Evolução da exploração do ramo Doença

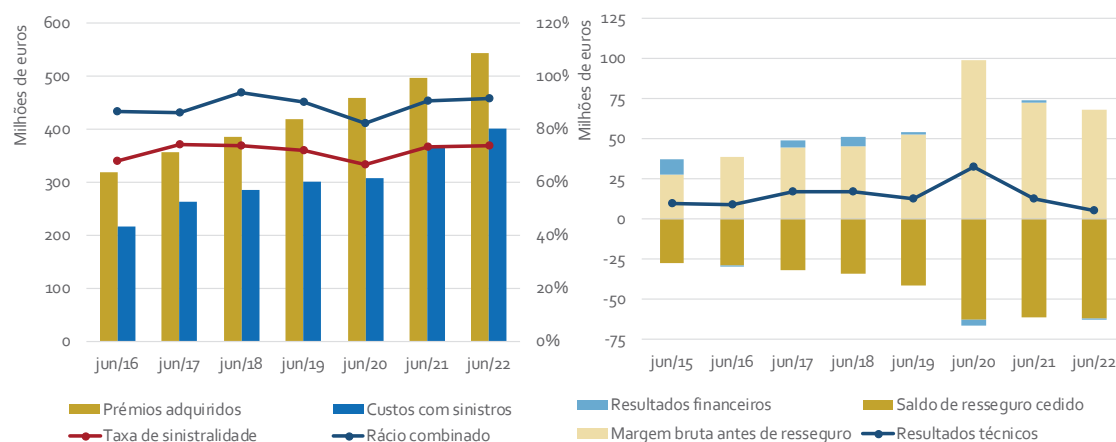
No primeiro semestre de 2022, a produção do ramo Doença aumentou 9,2%, em termos homólogos, sendo esta evolução acompanhada por um incremento dos custos com sinistros de magnitude semelhante (10%). Por conseguinte, a taxa de sinistralidade permaneceu quase inalterada (73,8%), enquanto o rácio combinado registou um aumento comedido (de um ponto percentual) para 91,6%, atendendo ao acréscimo verificado ao nível dos custos de exploração (12,9%).

Os resultados técnicos do ramo Doença, em junho de 2022, registaram uma deterioração face ao ano anterior, para 5,4 milhões de euros. Este decréscimo foi motivado, essencialmente, pela contração da margem bruta antes de resseguro, e em menor escala, pela variação negativa dos resultados financeiros.



## Evolução dos indicadores operacionais e dos resultados técnicos de Doença

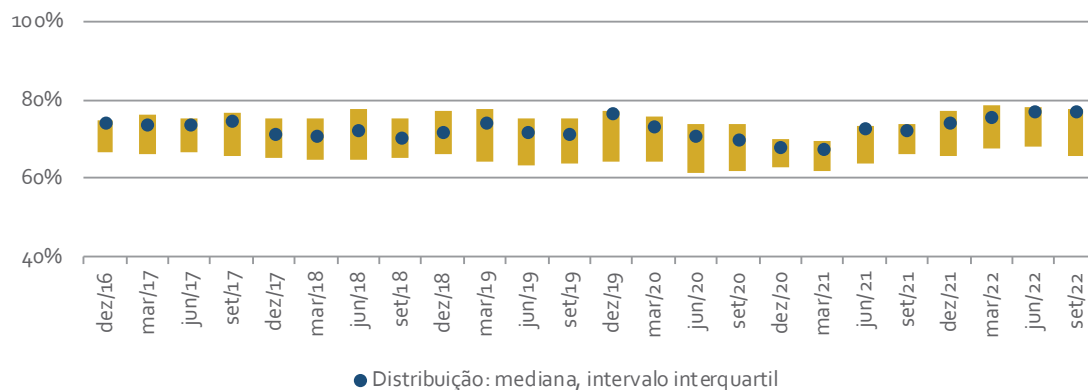
Figura 2.48



A análise da distribuição trimestral da taxa de sinistralidade evidencia uma tendência de aumento deste indicador a partir de março de 2021, tendência que é reforçada para a generalidade das empresas que operam no segmento durante o terceiro trimestre de 2022.

## Evolução trimestral da taxa de sinistralidade de Doença<sup>47</sup>

Figura 2.49

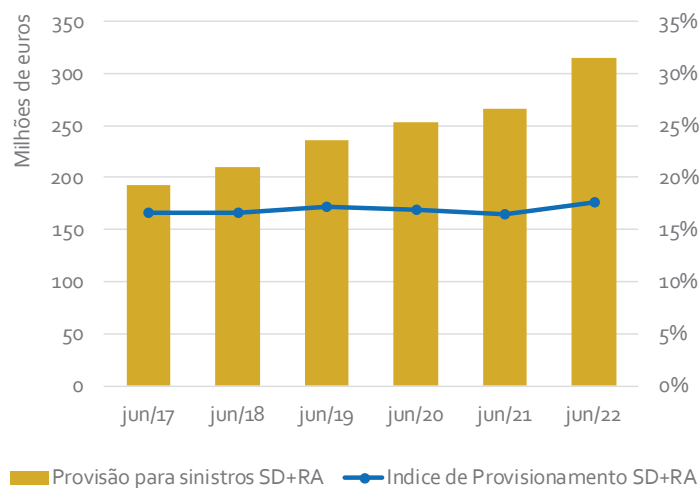


As provisões técnicas do ramo Doença seguiram uma tendência positiva de crescimento até junho de 2022, registrando o aumento homólogo mais pronunciado do período em análise. Consequentemente, assistiu-se a um incremento do índice de provisionamento - ainda que de forma comedida, dado que os acréscimos ao nível da produção e da provisão para sinistros foram de magnitude semelhante -, para 17,6%.

<sup>47</sup> A distribuição da taxa de sinistralidade é ponderada pela quota de mercado das empresas a operar no respetivo segmento, considerando-se, para efeitos do cálculo desta taxa, os valores anualizados da produção e dos custos com sinistros (metodologia de cálculo utilizada no Painel de Riscos do Setor Segurador da ASF).

## Evolução do índice de provisionamento de Doença

Figura 2.50



## 2.3 Evolução do setor dos fundos de pensões

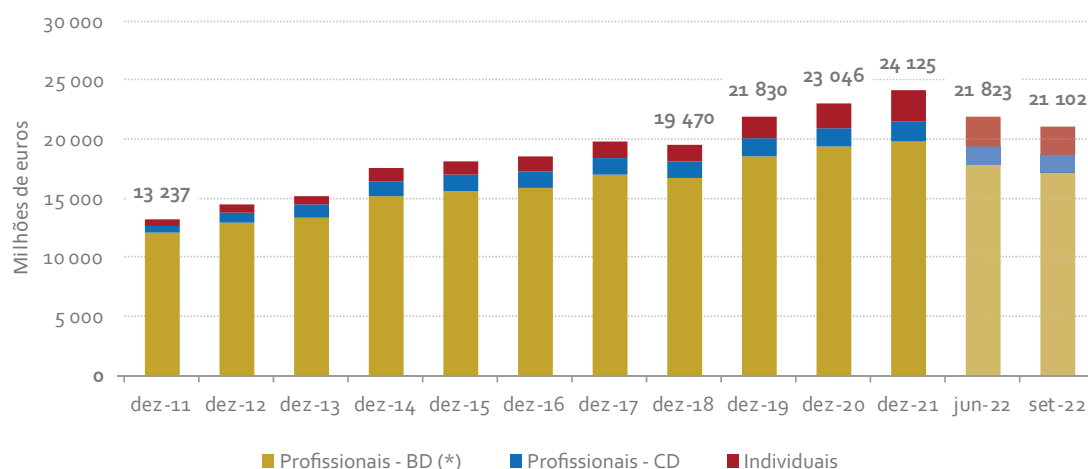
Após ter atingido um máximo histórico no final de 2021, ultrapassando o patamar dos 24 mil milhões de euros, o valor total do património dos fundos de pensões recuou 12,5% até setembro de 2022, apresentando uma diminuição de mais de três mil milhões de euros.

Refletindo o desempenho desfavorável dos mercados financeiros, a generalidade dos fundos de pensões tem vindo a acumular perdas financeiras desde o início do ano 2022, culminando numa rentabilidade média negativa de quase 12% no final do terceiro trimestre. Ademais, em termos agregados, observou-se, face ao período homólogo anterior, uma redução de 41,8% das contribuições e um aumento de 5,1% dos benefícios pagos, movimentos que contribuíram para o comportamento de queda dos montantes geridos.

Apesar de se ter verificado um decréscimo do valor dos ativos sob gestão em todos os segmentos, a variação relativa foi menos expressiva no caso dos fundos de pensões, ou respetivas quotas-partes, que financiam planos de pensões individuais, em relação aos quais se apurou uma diminuição de 5,8% durante o período em análise.

## Evolução do montante dos fundos de pensões

Figura 2.51



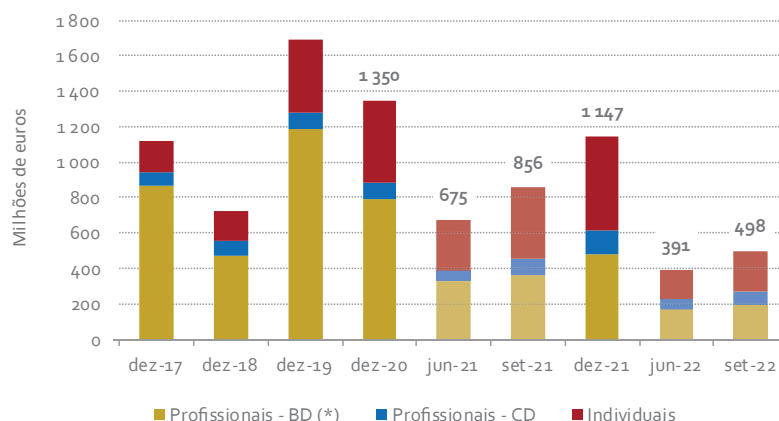
(\*) Inclui os montantes relativos aos planos de benefícios de saúde

Relativamente aos planos profissionais de benefício definido (BD), o valor global de contribuições nos três primeiros trimestres do ano 2022 apresentou uma diminuição homóloga de 47,4%, dando continuidade ao padrão de redução observado em 2020 e 2021. O menor volume de contribuições para estes planos, até setembro de 2022, está essencialmente relacionado com a trajetória de subida das taxas de juro, conforme análise apresentada nas Figura 2.55 e 2.56, e com o respetivo impacto favorável sobre o nível de financiamento dos planos BD.

Por outro lado, nos planos profissionais de contribuição definida (CD) e nos planos individuais, as entregas registaram, até ao final de setembro, quebras homólogas de 12,5% e 43,7%, respetivamente, contrariando a tendência crescente registada nos últimos anos.

## Evolução do montante das contribuições

Figura 2.52

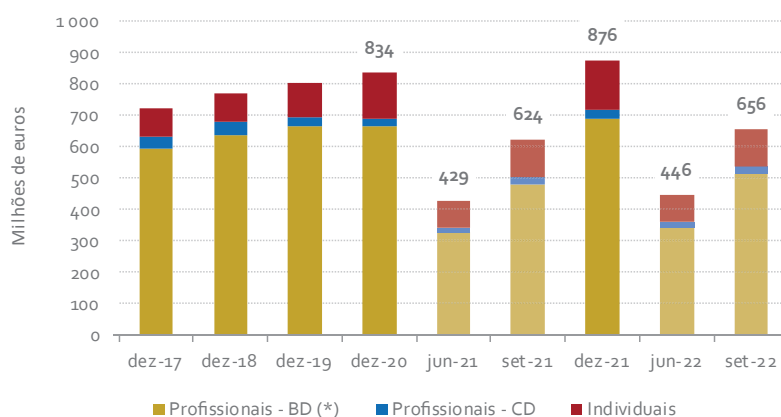


(\*) Inclui os montantes relativos aos planos de benefícios de saúde

O valor total dos benefícios pagos até ao final do terceiro trimestre de 2022 aumentou 5,1% face ao período homólogo anterior, decorrente, sobretudo do acréscimo de 6,5% dos pagamentos relativos aos planos BD.

## Evolução do montante dos benefícios pagos

Figura 2.53

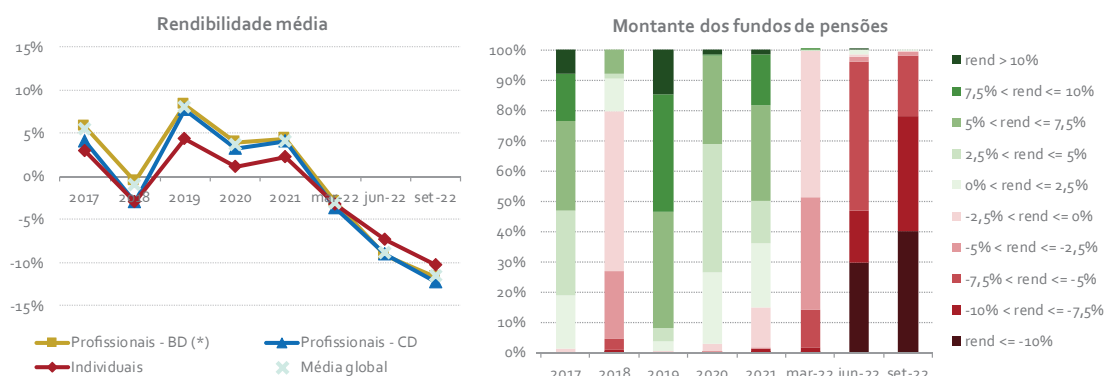


(\*) Inclui os montantes relativos aos planos de benefícios de saúde

Até setembro de 2022, o setor de fundos de pensões como um todo registou perdas financeiras significativas, com cerca de 40% dos montantes geridos a desvalorizarem mais de 10% nesse período. Em termos médios, apurou-se uma rentabilidade negativa de 11,6%, que compara, a título de referência, com uma rentabilidade média de -1% no ano 2018 e de aproximadamente 6% no primeiro trimestre de 2020, correspondendo este último ao período em que os mercados financeiros foram fortemente afetados pelo impacto da eclosão da pandemia de Covid-19.

## Evolução da rentabilidade dos fundos de pensões<sup>48</sup>

Figura 2.54



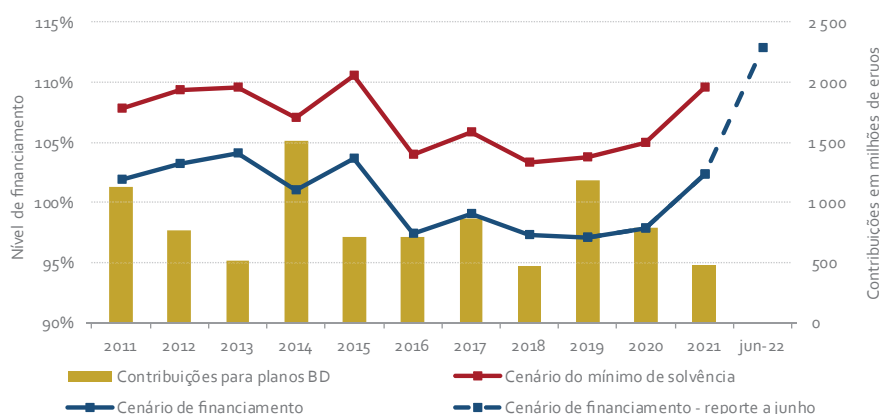
(\*) Inclui os montantes relativos aos planos de benefícios de saúde

<sup>48</sup> A rentabilidade média apresentada corresponde à média ponderada pelo valor dos fundos de pensões ou da respetiva quota-parte.

Em relação aos planos BD, de acordo com a informação reportada com referência a junho de 2022, os montantes geridos afetos a esses planos decresceram sensivelmente 10% face ao final de 2021, enquanto o valor das responsabilidades calculado sob o cenário de financiamento apresentou uma diminuição de cerca de 18%. Tal resultou numa melhoria considerável do nível médio de financiamento, que subiu dez pontos percentuais, para cerca de 113%.

### Evolução do nível médio de financiamento dos planos BD<sup>49</sup> e das respetivas contribuições

Figura 2.55



A diminuição do valor das responsabilidades no cenário de financiamento, face ao final de 2021, deveu-se, em grande medida, a uma subida acentuada das taxas de juro geralmente tidas como referência na definição dos pressupostos de desconto financeiro, designadamente as taxas de juro das obrigações privadas com notação de qualidade creditícia “AA”.

De facto, conforme ilustrado na figura seguinte, a taxa média de desconto aplicada na avaliação referente a junho de 2022 situou-se nos 2,7%, mais 1,5 pontos percentuais que a média apurada em relação ao final de 2021.

<sup>49</sup> O nível de financiamento é, em primeiro lugar, calculado por plano / associado, através do quociente entre a respetiva quota-parte no património do fundo de pensões e a soma do valor atual das pensões em pagamento (para os beneficiários) e das responsabilidades com serviços passados (para os participantes), sendo os resultados agregados com base numa média ponderada pelo valor das responsabilidades. No caso dos planos sujeitos a exigências mínimas previstas em regulamentação específica, e que conduzam a responsabilidades superiores às resultantes da aplicação das regras estabelecidas na Norma Regulamentar n.º 8/2021-R, de 16 de novembro, foram consideradas essas exigências para efeitos de cálculo do nível de financiamento no cenário do mínimo de solvência.

## Evolução das taxas médias de desconto aplicadas no cenário de financiamento

Figura 2.56



Fonte: Euro AA a 15 anos – Bloomberg

Nota: A distribuição apresentada no gráfico à direita foi calculada sobre as taxas de desconto reportadas, considerando a desagregação ao nível de cada plano/ associado.

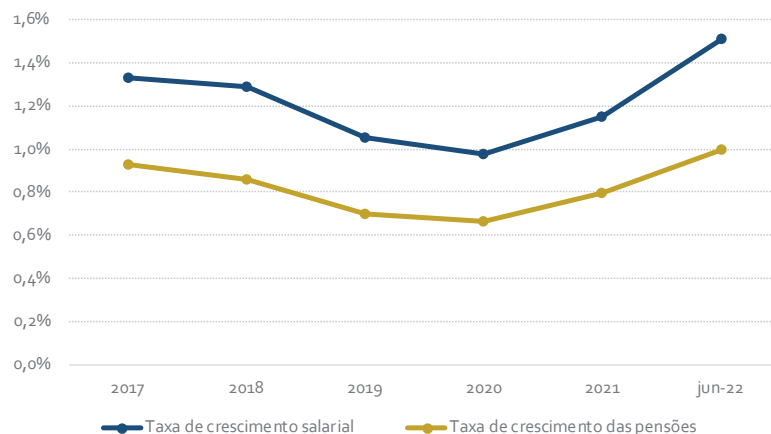
Apesar de a alteração da conjuntura de taxas de juro de mercado ter um efeito de alívio nas necessidades de financiamento dos planos BD, por via da redução do valor das responsabilidades, permitindo inclusivamente compensar parcial ou totalmente as quebras registadas no valor dos investimentos, importa ter em atenção a evolução de outras variáveis financeiras, nomeadamente da inflação, que se encontra em níveis historicamente elevados.

O impacto do aumento da inflação nas responsabilidades BD dependerá das condições estabelecidas nos respetivos planos de pensões, designadamente se existem benefícios diretamente indexados a esse indicador. Mesmo quando não seja esse o caso, é exetável que a escalada da inflação se traduza numa pressão crescente para a atualização salarial e das pensões em valores mais significativos, podendo levar à necessidade de rever em alta os respetivos pressupostos utilizados nas avaliações atuariais.

Em comparação com o final do ano de 2021, a informação reportada com referência a junho de 2022 evidencia que, para alguns fundos / adesões, foram adotados pressupostos de crescimento salarial e das pensões mais elevados, conduzindo, em termos de média ponderada, a um incremento da taxa de crescimento salarial para 1,5% (mais 0,4 pontos percentuais) e da taxa de crescimento das pensões para 1% (mais 0,2 pontos percentuais).

Figura 2.57

### Evolução das taxas médias de crescimento salarial e de pensões aplicadas no cenário de financiamento



Nota: Para o cálculo da média, foram apenas considerados os casos em que foi assumido um pressuposto fixo e diferente de zero. Em junho de 2022, tal conjunto representava cerca de 80% do valor das responsabilidades.

Não obstante a análise apresentada se centrar nos planos BD, importa salientar que o risco de inflação é igualmente relevante no âmbito dos planos CD, pois um cenário de níveis elevados de inflação pode ter implicações bastante adversas em termos de perda de poder de compra dos participantes e beneficiários, se não existirem mecanismos de mitigação adequados, como o aumento do valor das contribuições ou a prossecução de uma estratégia de investimento que ofereça proteção contra a inflação.





**Questionário**  
***RiskOutlook2.0* -**  
**Avaliação dos riscos**  
**do setor Segurador**  
**e do setor**  
**dos Fundos de Pensões**





**E**ste capítulo apresenta uma versão sumária da análise dos resultados do questionário semestral – o *RiskOutlook 2.0* –, com data de referência de 30 de junho de 2022, cuja análise integral é apresentada, de forma autónoma, na publicação [\*RiskOutlook 2.0\*](#).

### 3.1 Avaliação dos riscos do setor Segurador e do setor dos Fundos de Pensões

A análise efetuada no presente capítulo resulta do exercício de autoavaliação, pelas empresas de seguros (ES) e entidades gestoras de fundos de pensões<sup>50</sup> (EGFP) nacionais, relativamente aos riscos a que se encontram expostas, através do questionário semestral – o *RiskOutlook 2.0* –, nesta edição, com data de referência de 30 de junho de 2022. Adicionalmente, é apresentada a avaliação dos mesmos riscos pela Autoridade de Supervisão de Seguros e Fundos de Pensões (ASF), na perspetiva global e por entidade, com base na metodologia de *scoring* constante do Painel de Riscos do Setor Segurador, à mesma data de referência.

Importa, no entanto, salientar que as respostas ao questionário foram recebidas até ao início de outubro de 2022, pelo que é possível que acontecimentos relevantes do terceiro trimestre de 2022 tenham sido incorporados nas respostas de vários dos participantes.

#### 3.1.1 Avaliação global dos riscos do setor segurador

A avaliação global dos riscos, no que concerne às empresas de seguros, não apresenta evoluções relevantes, face ao cenário verificado com referência a 31 de dezembro de 2021, indiciando que as entidades já haviam incorporado os acontecimentos relacionados com o conflito geopolítico, nas respostas ao inquérito com referência àquela data. Assim, no reporte mais recente, subsistem algumas diferenças na avaliação dos principais riscos entre as empresas de seguros e a Autoridade de Supervisão de Seguros e Fundos de Pensões (ASF), tal como observado no reporte anterior.

---

<sup>50</sup> A designação “entidades gestoras de fundos de pensões” (EGFP) integra as sociedades gestoras de fundos de pensões (SGFP) e as empresas de seguros que gerem fundos de pensões.

### Avaliação global dos riscos do setor segurador em 30 de junho de 2022, e respetiva evolução no semestre



Num cenário a 12 meses, as ES perspetivam o aumento generalizado do nível de risco das principais categorias, com destaque para os riscos macroeconómicos e de mercado, para os quais são projetados os maiores níveis de deterioração futura. Em termos mais granulares, o ambiente macroeconómico nacional e internacional e o risco geopolítico são as categorias de risco com maior potencial de deterioração. Importa ainda salientar o agravamento perspetivado para os riscos cibernéticos, que poderá ser justificado pelo receio do incremento de crimes cibernéticos, em consequência das sanções impostas à Rússia.

### 3.1.2 Avaliação global dos riscos do setor dos fundos de pensões

Quanto ao setor dos fundos de pensões, a avaliação global do risco manteve-se semelhante à do semestre anterior, com os riscos macroeconómicos – quer na vertente nacional, quer internacional e com destaque para os riscos geopolíticos –, os riscos de rendibilidade dos fundos de pensões e os riscos cibernéticos a ocuparem o topo das preocupações das EGFP. Para os próximos 12 meses, antevê-se um agudizar generalizado dos desafios para o setor, sem prejuízo do potencial alívio do risco de reinvestimento, fruto do atual cenário de subida das taxas de juro.

#### Avaliação global dos riscos do setor dos fundos de pensões em 30 de junho de 2022, e respetiva evolução no semestre



Nota: O heatmap apresenta quatro colunas com informação adicional no extremo direito do gráfico. As três primeiras sinalizam, respetivamente, o número de entidades que apresentam um acréscimo, uma diminuição, ou uma manutenção do respetivo nível de risco individual em relação ao semestre passado. Por fim, a última coluna regista a variação semestral do nível de risco para o total de mercado.

### 3.2 Avaliação Global dos riscos associados às alterações climáticas e finanças sustentáveis nos setores Segurador e dos Fundos de Pensões

Na presente secção, é realizado um exercício de análise da perceção de cada uma das empresas de seguros (ES) e das sociedades gestoras de fundos de pensões (SGFP) em relação às finanças sustentáveis e às alterações climáticas, com o objetivo de aferir a autoavaliação das entidades da sua posição atual nesta matéria, e dos fatores relevantes que a sustentam. Esta análise tem por base um questionário realizado, pelo segundo ano consecutivo, às ES e SGFP, o último dos quais, com data de referência a 30 de junho de 2022. A avaliação efetuada contempla várias dimensões específicas: (i) práticas e carteiras de investimento; (ii) aceitação e transferência de riscos, e comercialização de novos produtos; e (iii) sistema de governação e transparência.

A presente edição permite uma análise evolutiva, numa base comparável, face ao ano transato, da perceção das entidades supervisionadas pela ASF em relação aos riscos associados às alterações climáticas e finanças sustentáveis, verificando-se que as ES e SGFP permanecem ainda numa fase inicial na abordagem a esta temática, e identificando-se alguma ausência de perceção da extensão e implicações potenciais que dela poderão advir para o seu negócio.

Em detalhe, respetivamente 53,2% e 59,5% das entidades respondentes consideram que a sensibilidade da sua carteira de investimentos e da sua carteira de responsabilidades às finanças sustentáveis e alterações climáticas é baixa ou inexistente. Em particular, reduzindo a análise ao universo de empresas Não Vida e Mistas – que constituem o conjunto de entidades em que o impacto potencial ao nível das responsabilidades tende a assumir maior relevância –, não se regista qualquer alteração na importância atribuída a esta matéria ao nível das responsabilidades assumidas.

No contexto da necessidade de ajuste do sistema de governação e das práticas de transparência das ES e SGFP, aumentou o número de entidades que manifestaram necessidades de ajuste baixas.

Em adição, importa salientar que aproximadamente 30% das entidades consideram “não aplicável” ou ainda não efetuaram uma avaliação da sensibilidade das suas carteiras de investimentos, ou de responsabilidades, ou do seu modelo de governação, face às finanças sustentáveis e alterações climáticas, sendo que parte das respostas indicadas como “não aplicável” abrangem situações de manifesta aplicabilidade potencial, para as entidades em causa, no âmbito dos segmentos de negócio em que se inserem (Vida e Não Vida).

### Figura 3.3



### Figura 3.3

### Figura 3.3

### Figura 3.3





Análise temática -  
Resultados  
do exercício europeu  
de *Stress Test*  
das IORPs





## 4.1 Enquadramento

A Autoridade Europeia dos Seguros e Pensões Complementares de Reforma (EIOPA) lançou, em abril de 2022, o quarto exercício europeu de *Stress Test* (ST) das instituições de realização de planos de pensões profissionais (IORPs), com data de referência a 31 de dezembro de 2021, aplicável tanto aos fundos de pensões que financiam planos de benefício definido (BD), como aos que financiam planos de contribuição definida (CD).

Este exercício teve como principal objetivo avaliar a resiliência do setor das IORPs aos riscos climáticos, através da aplicação de um cenário adverso, denominado "*climate change scenario*", composto por um conjunto de choques que visam representar um cenário de transição abrupta para uma economia de baixo carbono.

Em complemento à análise quantitativa, o pacote do ST incluiu um questionário qualitativo com vista a compreender melhor as práticas implementadas pelas IORPs em matéria de sustentabilidade e fatores ambientais, sociais e de governação (ESG), constituindo um *follow-up* a um questionário semelhante que foi realizado no ST de 2019.

Por outro lado, procurou-se ainda aferir, de forma qualitativa, os efeitos de um cenário de aumento das taxas de inflação, mediante a análise das interligações entre esta variável, o risco de perda do poder de compra dos participantes e beneficiários e as medidas de mitigação existentes.

Nesta análise temática, são apresentados os principais resultados para o conjunto de fundos de pensões portugueses que foram abrangidos por este exercício, incluindo, sempre que relevante, a comparação com os correspondentes resultados a nível europeu<sup>53</sup>.

---

<sup>53</sup> O relatório da EIOPA foi publicado a 13 de dezembro de 2022 e pode ser consultado em: [https://www.eiopa.europa.eu/climate-stress-test-occupational-pensions-sector-2022\\_en](https://www.eiopa.europa.eu/climate-stress-test-occupational-pensions-sector-2022_en)

## 4.2 Âmbito de participação

OST foi conduzido em 18 países do Espaço Económico Europeu<sup>54</sup>, incluindo Portugal, abrangendo uma amostra total de 187 IORPs. Em relação à taxa de participação, a EIOPA estabeleceu, para as IORPs que financiam planos BD, uma cobertura mínima de 60% do total de ativos desse subsetor e, para as IORPs que financiam planos CD, de 50% do total de ativos desse subsetor, a determinar ao nível de cada país participante no ST.

Em relação a Portugal, o exercício abrangeu sete fundos, ou respetiva quota-parte, que financiam planos BD e nove fundos, ou respetiva quota-parte, que financiam planos CD de natureza profissional, num total de 15 fundos de pensões<sup>55</sup>, geridos por sete entidades gestoras. Em termos do valor de ativos sob gestão, a taxa de participação nacional foi igual a 78,7%, no subsetor BD, e a 51,5%, no subsetor CD.

No Anexo 1 à presente análise são identificados os fundos de pensões que foram abrangidos pelo ST.

## 4.3 Caraterização do *climate change scenario*

O *climate change scenario* foi preparado pela EIOPA em conjunto com o Comité Europeu do Risco Sistémico (ESRB) e com o Banco Central Europeu (BCE)<sup>56</sup>, tendo por base o cenário desenvolvido pelo *Network for Greening the Financial System* (NGFS). Os choques (instantâneos) testados visaram representar um cenário de transição abrupta para uma economia de baixo carbono, incidindo sobre as seguintes variáveis:

- taxas de juro;
- *yields* das obrigações soberanas (desagregados por país);
- *spreads* das obrigações *corporate* e ações (em ambos os casos desagregados por setor emitente, com base nos códigos NACE);
- imobiliário (desagregado por tipo - comercial ou residencial - e por país);
- preço do carbono e *commodities* (petróleo, gás e carvão).

A título de referência são apresentados, no Anexo 2 a este capítulo, os principais choques testados.

---

<sup>54</sup> AT, BE, CY, DE, DK, ES, FI, FR, IE, IT, LI, LU, NL, NO, PT, SE, SI e SK.

<sup>55</sup> Um fundo de pensões realizou os cálculos tanto para a quota-parte que financia planos BD como para a quota parte que financia um plano CD.

<sup>56</sup> [https://www.eiopa.europa.eu/sites/default/files/financial\\_stability/occupational\\_pensions\\_stress\\_test/2022/eiopa-22-314\\_2022\\_iorp\\_st\\_esrb\\_climate\\_scenario\\_for\\_the\\_eiopa\\_2022\\_iorp\\_stress\\_test.pdf](https://www.eiopa.europa.eu/sites/default/files/financial_stability/occupational_pensions_stress_test/2022/eiopa-22-314_2022_iorp_st_esrb_climate_scenario_for_the_eiopa_2022_iorp_stress_test.pdf)

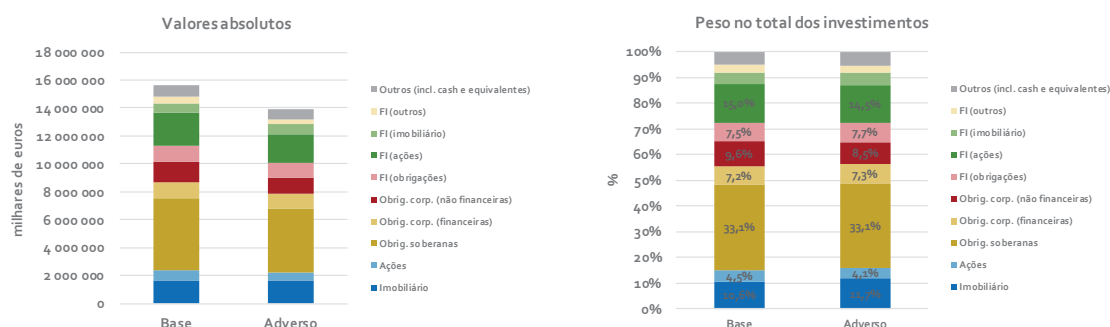
## 4.4 Impacto do *climate change* scenario

### 4.4.1 Carteira de investimentos

Em relação aos fundos de pensões nacionais, ou respetiva quota-parte, incluídos na amostra BD, a aplicação do cenário adverso conduziu, em termos agregados, a uma diminuição de 10,7% do valor dos investimentos, que compara com um impacto médio de 13,2% a nível europeu.

#### Composição da carteira de investimentos – agregado, planos BD

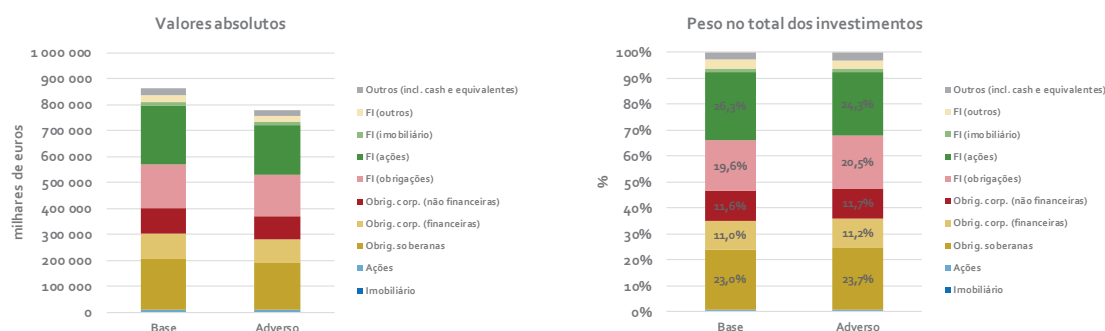
Figura 4.1



Em relação à amostra nacional CD, a aplicação do cenário adverso conduziu a uma redução de 9,6% do valor da carteira de investimentos, variação semelhante à apurada a nível europeu.

#### Composição da carteira de investimentos – agregado, planos CD

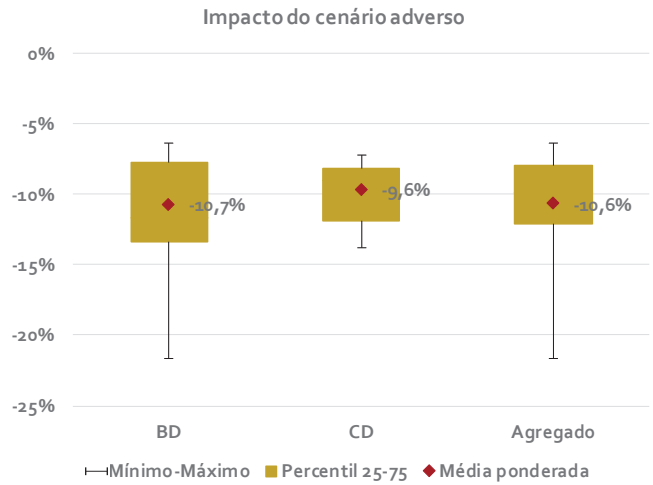
Figura 4.2



Numa ótica individual, a distribuição das variações apuradas evidencia uma maior dispersão dos resultados em relação à amostra BD, apesar de, em termos médios, o impacto ser bastante próximo para ambos os conjuntos, BD e CD.

### Distribuição do impacto do cenário adverso na carteira de investimentos

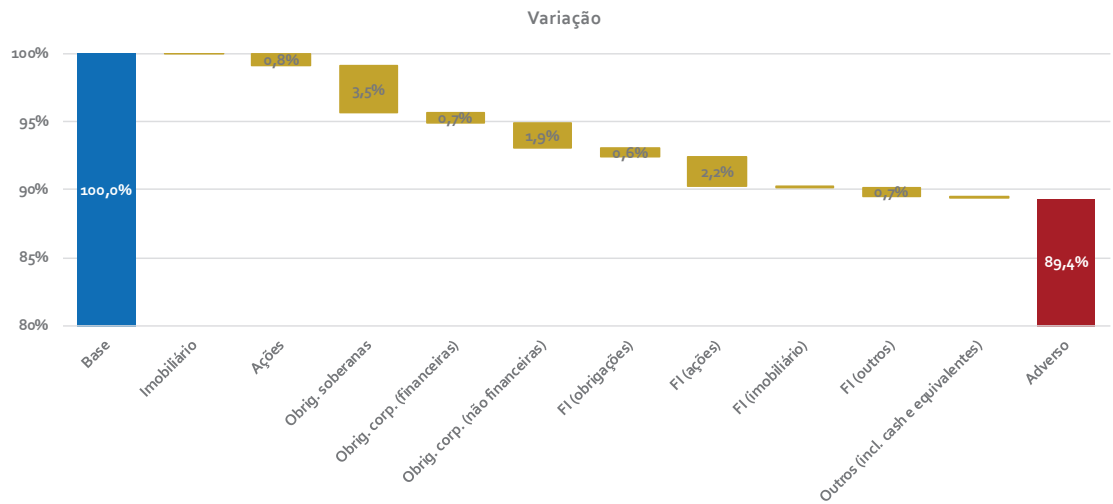
Figura 4.3



Na figura seguinte são identificadas as classes de ativos que mais contribuíram para a redução do valor da carteira de investimentos, considerando a amostra total nacional.

### Decomposição da variação do valor da carteira de investimentos

Figura 4.4



Atendendo ao objetivo principal deste ST, de avaliação do impacto de um *climate change scenario*, nas figuras seguintes procura-se detalhar o impacto na carteira de investimentos em função do desenho e severidade dos choques aplicados.

Ao contrário da informação apresentada nos gráficos anteriores, em que os fundos de investimento são apresentados como uma categoria autónoma, nesta análise é efetuado o *look-through* das exposições indiretas.

A categoria das obrigações soberanas, após aplicação do *look-through*, representava, no cenário base e em relação ao total da amostra nacional, cerca de 35% do valor da carteira de investimentos (a exposição direta correspondia a 32,6%).

### Detalhe do peso / impacto sobre as obrigações soberanas (alocação geográfica)

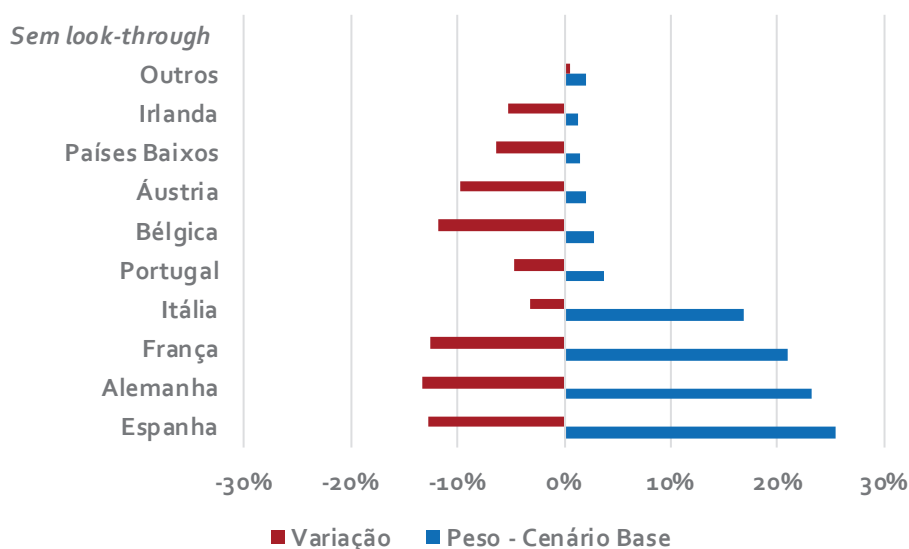


Figura 4.5

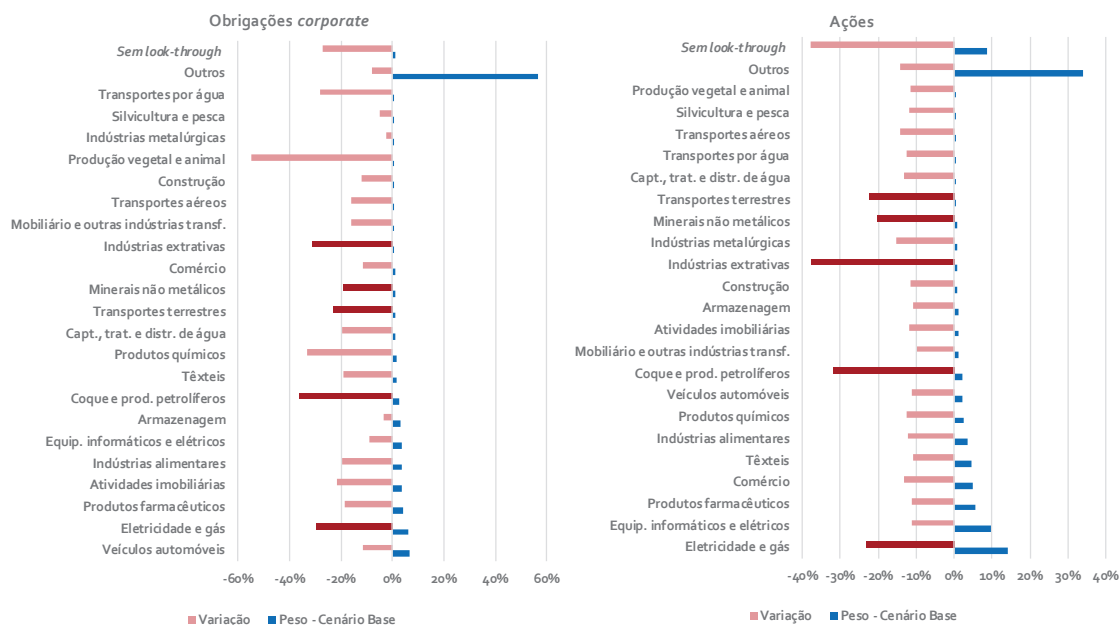
A exposição direta e indireta ao imobiliário representava, no cenário base, quase 14% do valor da carteira de investimentos (a exposição direta correspondia a 10%), com a quase totalidade a ser classificada como de natureza comercial e com localização em Portugal, sendo, para este caso, o choque definido no cenário adverso de apenas -0,8%.

Conforme referido anteriormente, os choques aos *spreads* das obrigações *corporate* e às ações encontravam-se desagregados por setor emissor, com base nos códigos NACE. O cenário adverso previa choques específicos para 22 setores, estando as exposições a outras atividades, agregadas na categoria 'Outros' da figura seguinte, sujeitas a um choque comum.

No cenário base, as obrigações *corporate* e as ações tinham, respetivamente, um peso de 23,2% e 21,2% no total da carteira de investimentos (a exposição direta correspondia a 17,1% e 4,4%, pela mesma ordem).

## Detalhe do peso / impacto sobre as obrigações *corporate* e ações (alocação por código NACE)

Figura 4.6



Por sua vez, a exposição aos cinco setores com choques de maior magnitude, sinalizados a vermelho na figura anterior, representava, em relação às obrigações *corporate*, 11,6% do valor total dessa categoria e, em relação às ações, 18,6%. Em relação às ações, Portugal foi um dos países a apresentar uma das percentagens mais elevada, acima da média europeia de 6%, especialmente devido à proporção correspondente ao setor da eletricidade e do gás, de sensivelmente 14%.

É também de destacar a percentagem, de quase 9%, de investimentos em ações relativamente ao quais não foi possível efetuar o *look-through* pela identificação do código NACE correspondente, tendo nesses casos sido aplicado o choque mais severo, de -37,8%.

De notar que quando questionadas sobre a existência de dificuldades na desagregação dos investimentos por códigos NACE, todas as entidades gestoras responderam positivamente, tendo a maioria experienciado dificuldades em relação ao *look-through* de fundos de investimento.



#### 4.4.2 *National Balance Sheet*

No contexto do regime prudencial em vigor a nível nacional, o impacto do cenário adverso no valor das responsabilidades e no nível de financiamento dessas responsabilidades pode ser analisado sob duas perspetivas distintas:

- provisões técnicas (cenário de financiamento): valor das responsabilidades com pensões em pagamento e por serviços passados, calculado de acordo com os métodos e pressupostos do cenário de financiamento;
- provisões técnicas (valor mínimo a financiar): valor mínimo das responsabilidades com pensões em pagamento e por serviços passados, determinado de acordo com as regras estabelecidas na Norma Regulamentar n.º 8/2021, de 16 de novembro, relativa ao cálculo do valor mínimo das responsabilidades decorrentes dos planos de pensões de benefício definido e dos planos de benefícios de saúde financiados por fundos de pensões ou, quando aplicável, com as exigências mínimas previstas em regulamentação específica<sup>57</sup>.

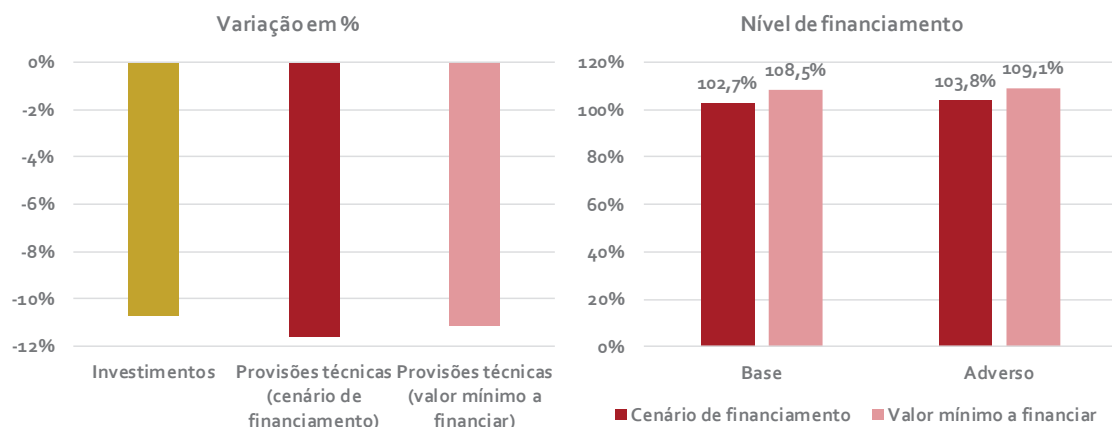
No cenário adverso, foi testada uma subida da estrutura temporal das taxas de juro sem risco. Considerando a simplificação que as entidades gestoras podiam usar na determinação da taxa de desconto a aplicar no cenário adverso, assumindo uma variação equivalente à da estrutura temporal para a maturidade correspondente à duração média das responsabilidades, em termos aproximados, para durações médias entre 10 e 20 anos, o choque previsto traduzir-se-ia num aumento da taxa de desconto em torno dos 80 pontos base. Para o cenário de financiamento, a reavaliação das responsabilidades a taxas de desconto mais elevadas levaria a uma diminuição de 11,6% do valor das mesmas, o que, em termos de cálculo do nível de financiamento, permite compensar o impacto de queda de 10,7% do valor dos investimentos, conduzindo a uma melhoria do nível de financiamento.

---

<sup>57</sup> Para os fundos do setor bancário, foram usados os mesmos pressupostos de avaliação das responsabilidades no cálculo das provisões técnicas (cenário de financiamento) e das provisões técnicas (valor mínimo a financiar). A diferença resulta do facto de ter sido considerada a regra de financiamento de 100% das responsabilidades com pensões em pagamento e de 95% das responsabilidades por serviços passados no preenchimento do valor das responsabilidades na linha 'valor mínimo a financiar'.

## Variação do valor da carteira de investimentos, do valor das responsabilidades e do nível de financiamento

Figura 4.7



A nível europeu, foram apurados rácios de financiamento de 122,7% no cenário base, e de 120,2% no cenário adverso, que correspondem com os valores de 102,7% e de 103,8% para a amostra nacional. No entanto, importa frisar que esses valores não são diretamente comparáveis com os resultados nacionais, uma vez que para o setor das IORPs não existe um regime prudencial harmonizado à escala europeia<sup>58</sup>.

### 4.4.3 Common Balance Sheet

Para além do *National Balance Sheet*, as entidades gestoras tiveram de avaliar o impacto do cenário adverso considerando a metodologia comum de avaliação dos ativos e dos passivos desenvolvida pela EIOPA<sup>59</sup>, assente em princípios económicos, designadamente o desconto dos *cash flows* das responsabilidades à estrutura temporal das taxas de juro sem risco, e incluindo o reconhecimento dos mecanismos de segurança e de ajustamento dos benefícios eventualmente existentes. Essa metodologia visa, no contexto europeu, a formação de uma base comparável entre as IORPs dos vários países, tendo em conta a diversidade de regimes nacionais.

Dado que, no regime prudencial em vigor, a avaliação dos ativos que compõem o património dos fundos de pensões já assenta, salvo algumas exceções, na avaliação a justo valor, a aplicação da metodologia comum não teve impacto no valor da carteira de investimentos da amostra nacional.

<sup>58</sup> A Diretiva (UE) 2016/2341 (Diretiva IORP II) visa uma harmonização mínima, pelo que as regras de avaliação dos ativos e passivos e os requisitos de financiamento são essencialmente determinados a nível nacional.

<sup>59</sup> <https://www.eiopa.europa.eu/content/eu-institutions-common-framework-risk-assessment-and-transparency-iorps>

Por outro lado, na perspetiva das responsabilidades, a avaliação à taxa de juro sem risco conduziu a um aumento de 10,1% do valor reportado na rubrica provisões técnicas (melhor estimativa) do *Common Balance Sheet*, quando comparado com o valor das responsabilidades no cenário de financiamento.

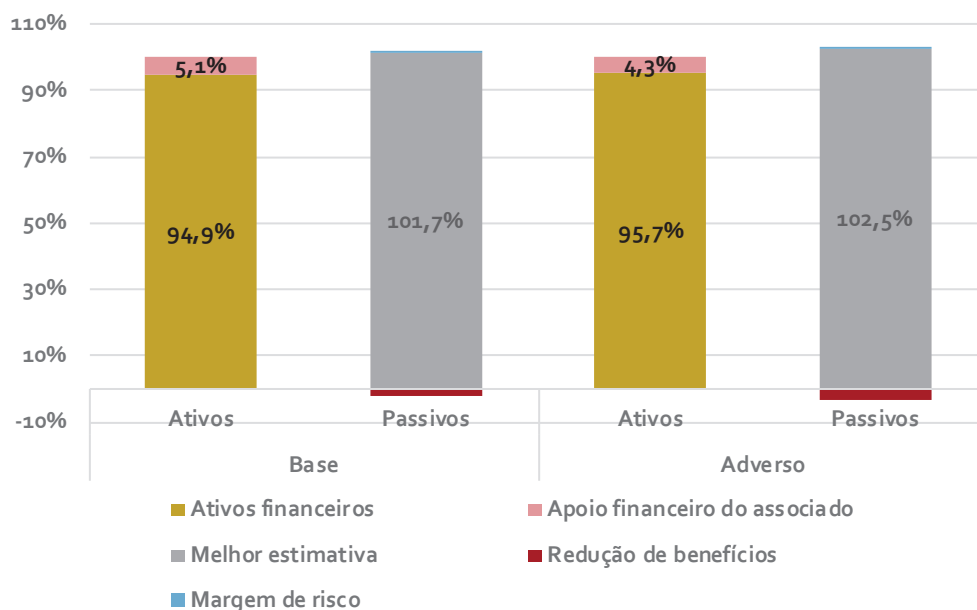
O aumento resultante da reavaliação à taxa de juro sem risco, e ainda sem considerar o efeito de quaisquer mecanismos de segurança e de redução dos benefícios, levou a que, no cenário base, apenas um fundo apresentasse ativos financeiros suficientes para cobrir o valor das responsabilidades.

Com efeito, em média, foram apurados rácios de cobertura de 93% no cenário base e de 92,8% no cenário adverso ou, por outras palavras, um défice de 7% e 7,2% do valor das responsabilidades, respetivamente. Estas percentagens comparam com excedentes de, respetivamente, 9,4% e 5,3% para o agregado europeu, apesar de os resultados a esse nível apresentarem alguma dispersão, com quatro países a exibir défices superiores aos apurados para a amostra nacional.

A figura seguinte mostra a percentagem relativa das componentes do *Common Balance Sheet* em função do total do balanço.

#### Representação do *Common Balance Sheet* nos cenários base e adverso

Figura 4.8



No contexto nacional, o principal mecanismo de segurança e de ajustamento dos benefícios existente, para a maioria dos fundos da amostra, é a realização de contribuições adicionais pelos associados. Nos casos em que o valor atribuído à componente do valor do apoio financeiro do associado não foi suficiente para colmatar a diferença entre o valor dos ativos e das responsabilidades, foi considerada a redução de benefícios.

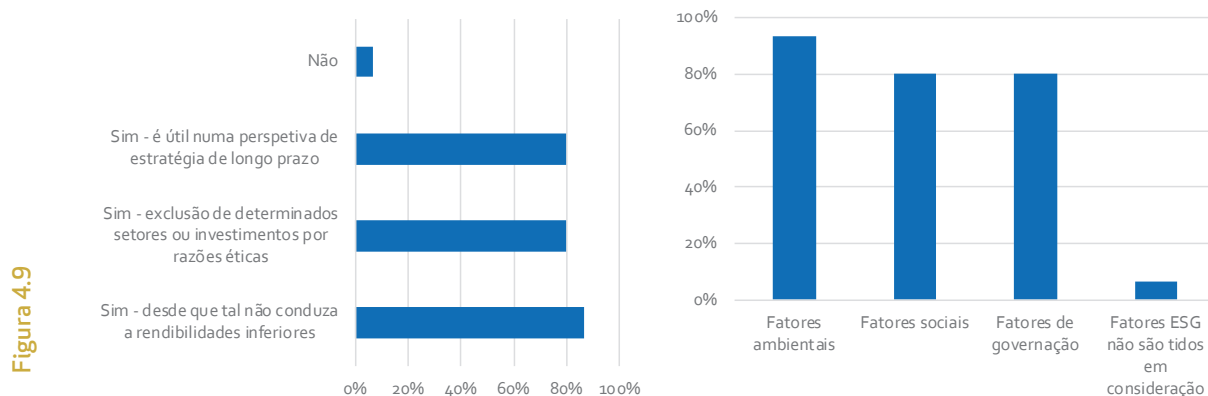
Relembra-se que o *Common Balance Sheet* tem, por princípio, de estar sempre equilibrado, pelo que, como medida de último recurso, qualquer défice tem de ser resolvido através da redução de benefícios.

## 4.5 Questionário qualitativo sobre sustentabilidade e fatores ESG

Em complemento à análise quantitativa, foi realizado um questionário qualitativo com vista a compreender melhor as práticas implementadas pelas IORPs em matéria de sustentabilidade e fatores ESG.

Na perspetiva da definição da política de investimentos, apenas em relação a um fundo da amostra (6,7%) foi assinalado que os fatores ESG não são tidos em consideração. Esta percentagem está em linha com a média europeia, de cerca de 5%, evidenciando também uma evolução significativa desde o ST de 2019, altura em que para 79% da amostra nacional foi assinalada a não integração de fatores ESG<sup>60</sup> (45% a nível europeu).

### Consideração de fatores ESG na definição da política de investimentos



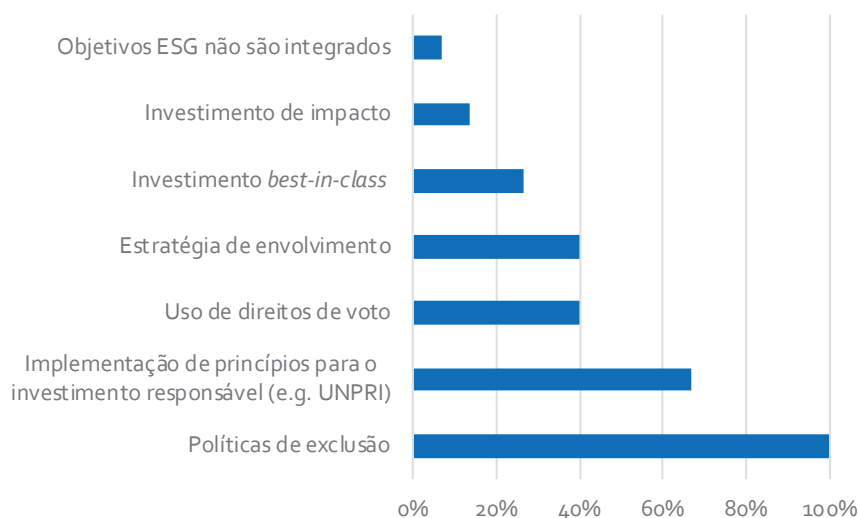
Nota: as percentagens foram calculadas considerando o conjunto dos 15 fundos, ou respetiva quota-parte, abrangidos pelo exercício, sendo admitida a escolha de mais do que uma opção por fundo.

<sup>60</sup> Não obstante a conclusão apresentada, salienta-se que a amostra nacional abrangida pelo ST de 2019, composta por 24 fundos de pensões, não é a mesma do exercício em análise.

A implementação de políticas de exclusão e de princípios para o investimento responsável constituem as formas mais comuns de integração dos objetivos ESG. Note-se que uma entidade gestora, apesar de considerar que os objetivos ESG não são explicitamente integrados, sinalizou também a adoção de políticas de exclusão, concluindo-se que esta é uma prática implementada pela globalidade da amostra nacional.

### Integração de objetivos ESG<sup>61</sup>

Figura 4.10



Nota: as percentagens foram calculadas considerando o conjunto dos 15 fundos, ou respetiva quota-parte, abrangidos pelo exercício, sendo admitida a escolha de mais do que uma opção por fundo.

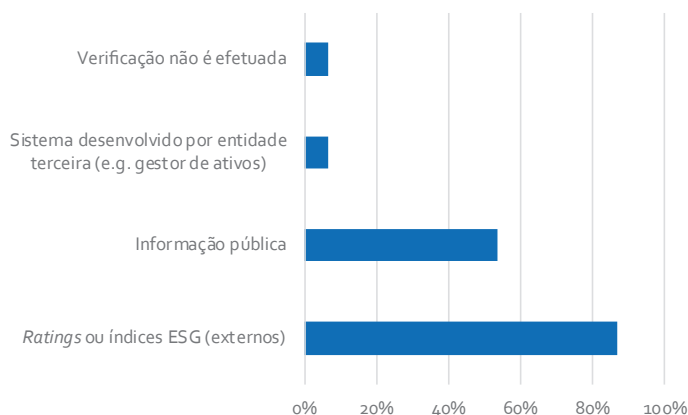
As entidades gestoras recorrem a diferentes sistemas de classificação (taxonomia), *standards* e outras orientações para considerar fatores ESG nas políticas de investimento dos fundos de pensões e determinar se um dado investimento pode ser classificado como “sustentável”.

A utilização de *ratings* e índices ESG é a forma predominante para a amostra nacional, tendo as respetivas entidades gestoras identificado as seguintes fontes de informação: *Morningstar Sustainalytics*, *MSCI ESG*, *Reuters* e *EIKON*.

<sup>61</sup> Investimento de impacto refere-se a investimentos feitos com a intenção de gerar impacto social e/ou ambiental mensurável, além do retorno financeiro.

## Taxonomia aplicada na verificação da sustentabilidade dos investimentos

Figura 4.11



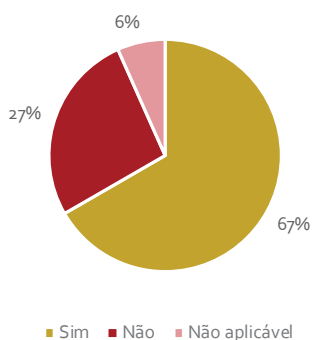
Nota: as percentagens foram calculadas considerando o conjunto dos 15 fundos, ou respetiva quota-parte, abrangidos pelo exercício, sendo admitida a escolha de mais do que uma opção por fundo.

Apesar de, para a maioria dos fundos de pensões da amostra nacional, estar a ser realizado algum tipo de avaliação da sustentabilidade dos investimentos, em dois terços dos casos foram assinaladas dificuldades na definição e identificação de investimentos sustentáveis. As razões apontadas prendem-se, entre outras, com a falta de informação e / ou de transparência da informação e a falta de harmonização das metodologias aplicadas pelos diferentes *providers*, o que dificulta a comparabilidade das métricas de sustentabilidade.

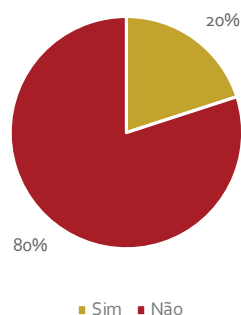
## Dificuldades na definição, identificação e investimento em investimentos sustentáveis

Figura 4.12

Dificuldades na definição e identificação de investimentos sustentáveis



Dificuldades em investir, na prática, em investimentos sustentáveis

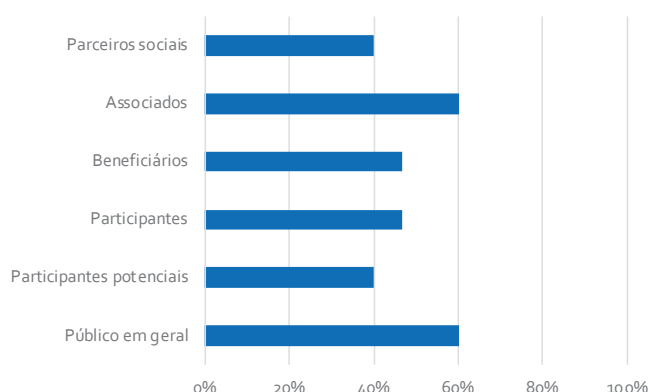


Na perspetiva de divulgação de informação pelas entidades gestoras, para cerca de 73% dos casos foi indicado que a implementação do Regulamento de Divulgação de Finanças Sustentáveis (SFDR)<sup>62</sup> afetou as políticas ESG, designadamente através da formalização dos procedimentos já implementados, da definição ou adaptação das políticas adotadas e do aumento do volume de informação ESG que é tida em consideração nos processos de tomada de decisão.

Relativamente à comunicação com as partes interessadas, para além da divulgação de informação que é caracterizada na figura seguinte, para 40% dos casos foi indicado que os *stakeholders* são consultados sobre a forma como gostariam de ver os fatores ESG integrados na política de investimentos, com destaque para o envolvimento dos associados na definição e/ou revisão da política de investimentos. Apenas uma entidade gestora referiu que são realizados questionários para identificar as preferências ESG dos participantes dos fundos de pensões.

#### Proporção de *stakeholders* que são informados sobre a forma como os fatores ESG são tidos em consideração na política de investimentos

Figura 4.13



Nota: as percentagens foram calculadas considerando o conjunto dos 15 fundos, ou respetiva quota-parte, abrangidos pelo exercício, sendo admitida a escolha de mais do que uma opção por fundo.

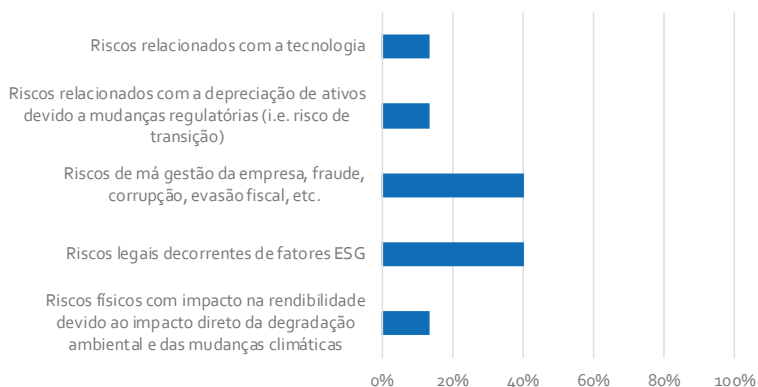
Para 80% da amostra, as entidades gestoras assinalaram que foi desenvolvido um processo documentado para identificar, avaliar, monitorar e / ou gerir os riscos ESG e de sustentabilidade (64% a nível europeu).

<sup>62</sup> Regulamento (UE) 2019/2088 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 27 de novembro de 2019, relativo à divulgação de informações relacionadas com a sustentabilidade no setor dos serviços financeiros. Este regulamento disponibiliza orientação sobre quando considerar os investimentos sustentáveis e introduz um conjunto de requisitos relativos à transparência e à divulgação de informação.

Na figura seguinte, procura-se aferir o peso, nas avaliações que são conduzidas pelas entidades gestoras no âmbito dos respetivos sistemas de gestão de riscos, de cada uma das seguintes categorias de riscos ambientais, sociais e de governação relacionados com a carteira de investimentos e com a sua gestão.

### Categorias de risco que são tidas em consideração na avaliação do risco

Figura 4.14



Nota: as percentagens foram calculadas considerando o conjunto dos 15 fundos, ou respetiva quota-parte, abrangidos pelo exercício, sendo admitida a escolha de mais do que uma opção por fundo.

No que se refere aos efeitos da integração de fatores ESG e da avaliação dos riscos de sustentabilidade nos investimentos, as entidades gestoras que responderam à questão indicaram que essa integração não afetou as características de retorno / risco das carteiras de investimento.

Por último, todas as entidades gestoras indicaram, que em relação aos fundos, ou respetiva quota-parte, abrangidos pelo exercício, não realizam *stress tests* aos riscos ambientais no âmbito da sua gestão de riscos.



## 4.6 Questionário qualitativo sobre a inflação

No pacote do ST foi também incluído um questionário qualitativo sobre a inflação com o objetivo de recolher informação que permita identificar a existência e caracterizar os mecanismos destinados à potencial mitigação da perda de poder de compra dos benefícios de reforma futuros, resultante de níveis mais elevados de inflação.

Em concreto, foram colocadas questões para identificar a existência de mecanismos de indexação direta dos benefícios e / ou contribuições à inflação. No que diz respeito à amostra nacional, todas as entidades gestoras responderam, em relação aos planos de pensões financiados pelos fundos, ou respetiva quota-parte, abrangidos pelo exercício, que os benefícios futuros não estão diretamente ligados à inflação.

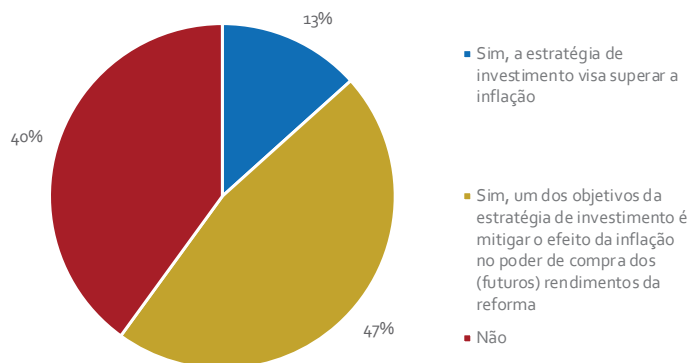
Quanto às contribuições, algumas entidades gestoras assinalaram, em relação aos planos CD, que embora não exista uma indexação direta dessa variável, as contribuições são determinadas em função dos salários cuja atualização pode, por sua vez, estar dependente da inflação.

Na interpretação das respostas a estas questões importa ter em atenção que os mecanismos de indexação existentes dependem das regras específicas aplicáveis a cada plano de pensões, que beneficiariam de uma análise mais detalhada, pois mesmo não existindo uma indexação automática e de magnitude igual à taxa de inflação, podem existir outras formas de atualização que concedam algum grau de proteção contra esse risco. Importa também não generalizar as conclusões apresentadas para o setor como um todo, sendo que a nível europeu, concluiu-se que os mecanismos de proteção contra a inflação variam significativamente entre IORPs e entre Estados-Membros.

No questionário, procurou-se também avaliar se as estratégias de investimento estão orientadas para a proteção da inflação, e a forma como um cenário de aumento da inflação pode afetar a alocação das carteiras de investimento.

## Objetivo das estratégias de investimento face à inflação

Figura 4.15



Nota: as percentagens foram calculadas considerando o conjunto dos 15 fundos, ou respetiva quota-parte, abrangidos pelo exercício.

Para os nove fundos, ou respetiva quota-parte, em relação aos quais foi assinalada uma resposta positiva na figura anterior, em sete casos a prossecução do objetivo estabelecido é conseguida através do investimento em obrigações indexadas à inflação e em imóveis. Nos restantes dois casos foi identificado o recurso a *private equity* e ao investimento em infraestruturas.

De referir ainda que para sete fundos, ou respetiva quota-parte, foi sinalizado que estão a ser consideradas alterações à respetiva estratégia de investimento, com vista à proteção contra a inflação, face ao recente aumento da taxa de inflação. Para parte dos restantes fundos, ou respetiva quota-parte, não estão previstas alterações pelo facto de a proteção contra a inflação já ser um elemento que está a ser tido em conta na estratégia de investimento aplicada à data de resposta do questionário.

## 4.7 Conclusões

Num contexto de crescente relevância do tema da sustentabilidade e da gestão dos riscos climáticos para o setor financeiro, o ST das IORPs de 2022 foi o primeiro exercício da EIOPA dedicado à avaliação do impacto de um *climate change scenario* sobre o setor das IORPs.

Apesar de o ST ter sido conduzido num período particularmente desafiante do ponto de vista macroeconómico, importa ter em atenção que o cenário tem subjacente uma perspetiva de longo prazo centrado nos riscos de alterações climáticas e, como tal, os resultados não permitem extrair conclusões sobre o impacto do atual contexto macroeconómico.

Com efeito, o exercício pretendia essencialmente identificar potenciais riscos e vulnerabilidades e compreender os seus efeitos, não sendo o principal objetivo avaliar a posição financeira das IORPs. À semelhança dos ST das IORPs realizados no passado, os resultados não devem, por isso, ser interpretados como um exercício do tipo “*pass or fail*”.

O cenário testado levaria a uma quebra de 10,7% do valor dos investimentos afetos ao financiamento dos planos BD e de 9,6%, em relação aos planos CD. Tal equivale, em termos absolutos, a uma perda de cerca de 1,8 mil milhões de euros, para uma amostra que, no final de 2021, acumulava quase 16,5 mil milhões de euros em montantes geridos.

Na perspetiva do nível de financiamento, no final de 2021, a amostra BD apresentava, em média, um rácio de cobertura das responsabilidades de 102,7% para o cenário de financiamento. A aplicação do cenário adverso levaria a um ligeiro aumento desse rácio, para os 103,8%, justificado pelo facto de ter sido testada uma subida da estrutura temporal das taxas de juro sem risco que, por sua vez, se traduziu num incremento da taxa de desconto aplicada na avaliação das responsabilidades, tendo o efeito de redução do valor das responsabilidades mais do que compensado o impacto negativo no valor dos investimentos.

Já no contexto da avaliação dos ativos e das responsabilidades segundo a metodologia comum da EIOPA, e ainda sem considerar o efeito de quaisquer mecanismos de segurança e de redução dos benefícios, foram apurados, em média, rácios de cobertura de 93% no cenário base e de 92,8% no cenário adverso.

Esta abordagem, apesar de não ser aplicável na prática, enfatiza a importância do recurso ao apoio financeiro do associado para a reposição do nível de financiamento, sem prejuízo da possibilidade de estabelecimento de planos de recuperação apropriados.

No caso dos planos CD puros, não havendo quaisquer tipos de garantias financeiras, os riscos de mercado são, na sua totalidade, suportados pelos participantes, pelo que o valor das contas individuais varia em linha com o valor da carteira de investimentos.

De um modo geral, conclui-se que, a nível nacional e europeu, o impacto do cenário adverso sobre o valor dos investimentos é considerável, indicando que as IORPs têm uma exposição não negligenciável aos riscos de transição, especialmente na forma de investimentos em setores relevantes para o clima. Tal demonstra a importância de avaliar o impacto de diferentes cenários de transição ou de cenários com outros movimentos de taxas de juro, bem como a necessidade de monitorização dos riscos de transição nas carteiras de investimento dos fundos de pensões.

Tratando-se do primeiro exercício deste género ao setor das IORPs, e apesar de representar um progresso significativo na quantificação de possíveis riscos de transição a nível europeu, a abordagem, metodologias e cenário aplicados neste ST devem ser vistos como parte de um processo de aprendizagem, tanto para os supervisores, como para as entidades participantes.

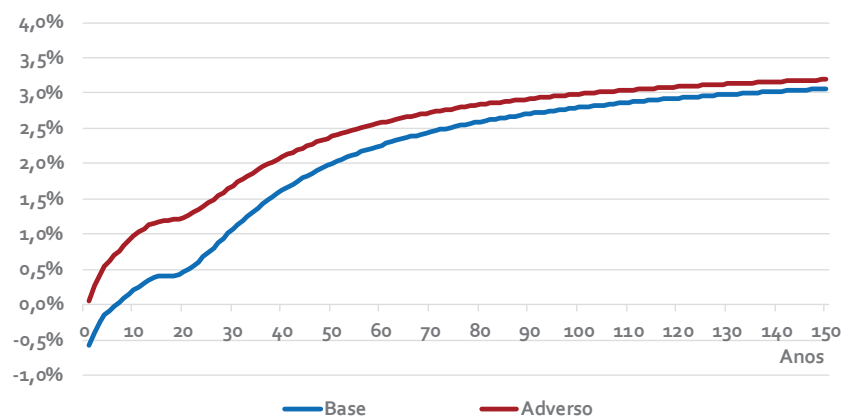
## ANEXOS - Resultados do exercício europeu de *Stress Test* das IORPs

### Anexo 1 - Denominação dos fundos de pensões participantes

- Fundo de Pensões Aberto BPI Acções
- Fundo de Pensões Aberto BPI Segurança
- Fundo de Pensões Aberto BPI Valorização
- Fundo de Pensões Aberto Horizonte Valorização
- Fundo de Pensões Banco BPI
- Fundo de Pensões Banco Santander Totta
- Fundo de Pensões do Banco de Portugal - Benefício Definido
- Fundo de Pensões do Banco de Portugal - Contribuição Definida
- Fundo de Pensões do Grupo Banco Comercial Português
- Fundo de Pensões do Grupo EDP
- Fundo de Pensões do Novo Banco
- Fundo de Pensões Galp Energia
- Fundo de Pensões NAV-EP Complementos
- Fundo de Pensões Pessoal da Caixa Geral de Depósitos
- Fundo de Pensões *The Navigator Company*

## Anexo 2 - Choques testados no ST

- Estrutura temporal das taxas de juro sem risco

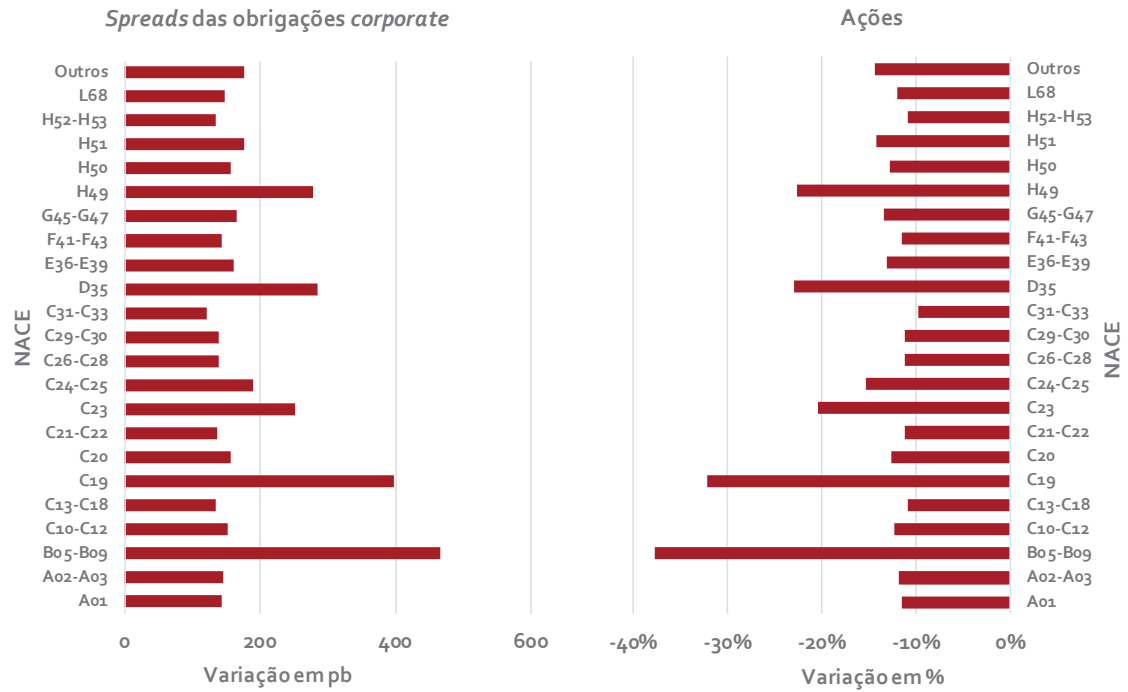


- Yields das obrigações soberanas



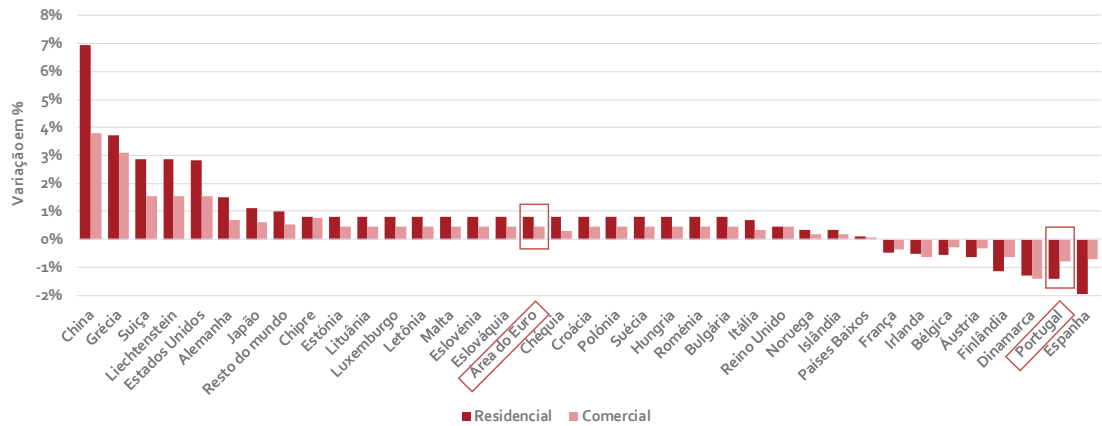
Nota: os valores relativos a Croácia e Roménia não são apresentados na totalidade no gráfico.

- Spreads das obrigações corporate e ações



Nota: A descrição detalhada dos códigos NACE é apresentada no Anexo 3.

- Imobiliário



## Anexo 3 – Descrição dos códigos NACE

| NACE    | Descrição das atividades económicas                                                                                                                                                                                                                                                                  |
|---------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| A01     | Produção vegetal e animal, caça e atividades dos serviços relacionados                                                                                                                                                                                                                               |
| A02-A03 | Silvicultura e exploração florestal; Pesca e aquacultura                                                                                                                                                                                                                                             |
| B       | Indústrias extrativas                                                                                                                                                                                                                                                                                |
| C10-C12 | Indústrias alimentares; Indústria das bebidas; Indústria do tabaco                                                                                                                                                                                                                                   |
| C13-C18 | Fabricação de têxteis; Indústria do vestuário; Indústria do couro e dos produtos do couro; Indústrias da madeira e da cortiça e suas obras, excepto mobiliário; Fabricação de artigos de espartaria e cestaria; Fabricação de papel e produtos de papel; Impressão e reprodução de suportes gravados |
| C19     | Fabricação de coque e de produtos petrolíferos refinados                                                                                                                                                                                                                                             |
| C20     | Fabricação de produtos químicos e de fibras sintéticas e artificiais                                                                                                                                                                                                                                 |
| C21-C22 | Fabricação de produtos farmacêuticos de base e de preparações farmacêuticas; Fabricação de artigos de borracha e de matérias plásticas                                                                                                                                                               |
| C23     | Fabricação de outros produtos minerais não metálicos                                                                                                                                                                                                                                                 |
| C24-C25 | Indústrias metalúrgicas de base; Fabricação de produtos metálicos, exceto máquinas e equipamentos                                                                                                                                                                                                    |
| C26-C28 | Fabricação de equipamentos informáticos, equipamentos para comunicação, produtos eletrónicos e óticos; Fabricação de equipamento elétrico; Fabricação de máquinas e equipamentos, n.e.                                                                                                               |
| C29-C30 | Fabricação de veículos automóveis, reboques e semi-reboques; Fabricação de outro equipamento de transporte                                                                                                                                                                                           |
| C31-C33 | Fabricação de mobiliário e de colchões; Outras indústrias transformadoras; Reparação, manutenção e instalação de máquinas e equipamentos                                                                                                                                                             |
| D       | Produção e distribuição de eletricidade, gás, vapor e ar frio                                                                                                                                                                                                                                        |
| E36-E39 | Captação, tratamento e distribuição de água; Recolha e tratamento de águas residuais; Recolha, tratamento e eliminação de resíduos; Recuperação de materiais; Atividades de despoluição e outros serviços de gestão de resíduos                                                                      |
| F       | Construção                                                                                                                                                                                                                                                                                           |
| G45-47  | Comércio por grosso e a retalho e reparação de veículos automóveis e motociclos; Comércio por grosso (exceto de veículos automóveis e motociclos); Comércio a retalho, exceto de veículos automóveis e motociclos                                                                                    |
| H49     | Transportes terrestres e transportes por oleodutos ou gasodutos                                                                                                                                                                                                                                      |
| H50     | Transportes por água                                                                                                                                                                                                                                                                                 |
| H51     | Transportes aéreos                                                                                                                                                                                                                                                                                   |
| H52-H53 | Armazenagem e atividades auxiliares dos transportes; Atividades postais e de correios                                                                                                                                                                                                                |
| L       | Atividades imobiliárias                                                                                                                                                                                                                                                                              |
| XXX     | Outras atividades                                                                                                                                                                                                                                                                                    |







AUTORIDADE DE SUPERVISÃO  
DE SEGUROS E FUNDOS DE PENSÕES