



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

# REFE

**Relatório de Estabilidade  
Financeira**

**2021**

## **FICHA TÉCNICA**

### **Título**

Relatório de Estabilidade Financeira

### **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: 2022

# Relatório de Estabilidade Financeira

---

2021



# ÍNDICE

5	Siglas e acrónimos
7	Sumário executivo
13	<i>Executive Summary</i>
19	<b>1 Desenvolvimentos macroeconómicos e dos mercados financeiros</b>
21	1.1 Evolução da pandemia do Covid-19
28	1.2 Evolução das variáveis macroeconómicas
37	1.3 Evolução de indicadores relativos aos mercados financeiros
47	<b>2 Caracterização e evolução do setor segurador e do setor dos fundos de pensões</b>
49	2.1 Carteiras de investimentos
59	2.2 Evolução do setor segurador
59	2.2.1 Solvabilidade
62	2.2.2 Rendibilidade
67	2.2.3 Atividade do Ramo Vida
72	2.2.4 Atividade dos ramos Não Vida
82	2.3 Evolução do setor dos fundos de pensões

91	<b>3 Questionário RiskOutlook2.0 - Avaliação dos riscos do setor segurador e do setor dos fundos de pensões</b>
95	3.1 Avaliação global dos riscos do setor segurador
102	3.2 Avaliação global dos riscos do setor dos fundos de pensões
109	<b>4 Análise temática – Alterações climáticas e finanças sustentáveis no contexto do setor segurador nacional: perspetiva macroprudencial e de estabilidade financeira</b>
111	4.1 Introdução
111	4.1.1 Motivação do estudo
112	4.1.2 Apresentação sumária de conteúdos
113	4.2 Diagnóstico preliminar da <i>dimensão ambiental</i> das carteiras de investimento do setor segurador nacional
114	4.2.1 Diagnóstico do panorama de exposições de <i>dimensão climática</i> nas carteiras de dívida privada e acionista das empresas de seguros sob supervisão prudencial da ASF
119	4.2.2 Perspetivas de risco
123	4.3 Análise preliminar de <i>ratings</i> e classificações ESG no contexto do setor segurador, com particularização para o caso nacional, para efeitos de análise macroprudencial de riscos
123	4.3.1 Motivação e pressupostos
123	4.3.2 Exploração de <i>ratings</i> ESG – plataforma <i>Sustainalytics</i>
132	4.4 Resultados do questionário relativo a alterações <i>climáticas</i> e finanças sustentáveis dirigido ao setor segurador e ao setor dos fundos de pensões
137	4.5 Conclusões e Considerações Finais

# 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>CD</b>	Contribuição Definida
<b>CDS</b>	<i>Credit Default Swap</i>
<b>CQS</b>	<i>Credit Quality Step</i>
<b>DTPT</b>	Dedução Transitória às Provisões Técnicas
<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>	Instituições de Realização de Planos de Pensões Profissionais
<b>MCR</b>	Requisito de Capital Mínimo
<b>PEPP</b>	<i>Pandemic Emergency Purchase Programme</i>
<b>PIB</b>	Produto Interno Bruto
<b>PPR</b>	Planos 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

O cenário macroeconómico mundial prossegue significativamente influenciado pela pandemia de Covid-19 e os seus impactos. Apesar do avanço dos programas de vacinação, persistem acentuadas assimetrias entre regiões. Em particular, na Europa, assiste-se ao desenrolar da quinta vaga pandémica e à disseminação de uma nova variante do vírus da SARS-CoV-2, a Ómicron, colocando novos desafios no processo de combate à pandemia e levando vários Estados europeus a decretarem a vacinação como obrigatória e/ou a introduzirem novas medidas de confinamento.

O efeito positivo da vacinação é particularmente notório na magnitude das medidas restritivas (de circulação e confinamento) recentemente impostas, com as jurisdições que apresentam maiores taxas de vacinação a evidenciarem menores impactos e a implementarem medidas menos severas, em relação a outros territórios, que exibem taxas de imunização mais reduzidas.

Neste cenário, Portugal destaca-se como um dos países com maior percentagem de população com vacinação completa. Esta situação vem sustentando a reintrodução de medidas de restrição menos severas, com efeitos visíveis no processo de retoma económica, em plena quinta vaga pandémica. De facto, a análise de *performance* do Índice de Confiança dos Consumidores e do Indicador de Clima Económico a par dos números da pandemia indicia uma forte correlação do primeiro com o avanço do programa de vacinação, bem do segundo com o processo (e ritmo) de reabertura económica pós-confinamento, sendo estas correlações positivas em ambos os casos.

Assim, numa Europa que persiste em diferentes estádios de evolução pandémica, as restrições impostas continuam a prejudicar o processo de retoma económica, num contexto pautado por pressões inflacionistas crescentes, fortemente influenciadas pela crise energética e pelas perturbações sobre as cadeias de produção e distribuição (também estas, associadas aos efeitos da pandemia).

Por outro lado, a aceleração dos esforços de digitalização e de adaptação de modelos de trabalho e de negócio por parte das empresas de seguros e entidades gestoras de fundos de pensões, acarreta níveis de exposição mais elevados a riscos de natureza operacional, onde se incluem os incidentes de cibersegurança.

No que se refere às alterações *climáticas* e ao esforço de transição para uma economia sustentável, estas constituem matérias de preponderância cada vez maior na agenda política de instituições e governos. O setor financeiro assume um papel de destaque nesta matéria, sendo de assinalar os desafios específicos do setor segurador, fruto de poder afetar, simultaneamente, os dois lados do balanço. O lado do ativo é afetado através da alocação de capital a investimentos cada vez mais expostos a fenómenos de perturbação temporária (os riscos de transição), e o lado do passivo através da aceitação de riscos (riscos físicos) num contexto agravado pelos efeitos das alterações *climáticas*, o qual desafia a adequação dos atuais modelos de risco e de tarifação. Em paralelo, estes desafios decorrem num contexto em que a economia, a sociedade e os governos denotam expectativas quanto à ação do setor segurador na resposta a diversos *protection gaps*<sup>1</sup>.

O presente Relatório de Estabilidade Financeira do Setor Segurador e dos Fundos de Pensões, da ASF, aborda o desenvolvimento da atividade do setor segurador e dos fundos de pensões, procurando identificar o conjunto de influências diversas a que estes se encontram expostos, com impactos de natureza conjuntural e estrutural para o seu desempenho.

No primeiro capítulo, é efetuada a análise dos principais indicadores macroeconómicos e dos mercados financeiros, salientando os elementos suscetíveis de impactar a atividade dos setores segurador e dos fundos de pensões e de influenciar os riscos a que estes se encontram expostos, numa perspetiva de estabilidade financeira.

No que se refere à economia portuguesa, após a quebra de atividade económica registada em 2020 (cerca de 8%, face a 6,5% da área do euro), assiste-se a um processo de retoma em 2021, ainda muito afetado pela extensão da pandemia. Assim, para 2021, antevê-se um crescimento da economia portuguesa um pouco inferior ao da área do euro<sup>2</sup> (AE), devendo a sua recuperação em termos relativos, ter lugar a partir de 2022.

A ação de política monetária de índole acomodaticia praticada pelos bancos centrais tem sido crucial na resposta aos efeitos da pandemia, fomentando o financiamento da recuperação económica em condições favoráveis, bem como a liquidez dos agentes económicos, e promovendo a estabilidade nos mercados financeiros. Não obstante, apesar da sua eficácia, estas ações têm também revelado os seus efeitos colaterais adversos em várias vertentes, designadamente ao nível do prolongamento do ambiente de taxas de juro muito baixas e na trajetória de crescimento (tendencial) e de valorização nos mercados financeiros. Neste

---

1 O *protection gap* corresponde ao desvio entre as perdas económicas concebíveis em caso de ocorrência de um evento decorrente de determinado risco, e aquelas que se encontram protegidas por cobertura seguradora.

2 Em 2021, de acordo com as projeções do Banco de Portugal e do Banco Central Europeu (a outubro e dezembro de 2021, respetivamente), o crescimento das economias portuguesa e da área do euro deverão atingir 4,8% e 5%, respetivamente.

último caso, apesar do impacto positivo nas carteiras da generalidade dos investidores, adensaram-se vulnerabilidades decorrentes do risco de *decoupling* (ou dissociação) entre as valorizações dos títulos financeiros e o comportamento dos indicadores macroeconómicos subjacentes. A magnitude deste *decoupling* expandiu-se ao longo do ano de 2021, amplificando assim a dimensão das potenciais correções que se podem vir a registar no caso de o *recoupling* (ou reajuste), ter lugar por via de uma correção abrupta dos preços dos ativos.

Por outro lado, as medidas de resposta à pandemia de Covid-19, resultaram numa pressão adicional sobre os níveis de endividamento dos soberanos, deteriorando também a execução orçamental, e agudizando as preocupações sobre a sustentabilidade do endividamento, passíveis de materialização através da subida das *yields*. No período recente, o panorama de crise energética, aliado às pressões sobre as cadeias de produção e distribuição, e, por conseguinte, sobre a inflação, contribuem também para pressionar os níveis atuais das valorizações dos títulos financeiros, particularmente no contexto de redução gradual das medidas monetárias não convencionais recentemente anunciado pelo BCE.

Registe-se, que o ambiente de taxas de juro muito baixas tem sido particularmente desafiador para os setores segurador e dos fundos de pensões, quer ao nível da sustentabilidade das rendibilidades auferidas nos títulos de dívida (com destaque para as exposições soberanas a Portugal, Espanha e Itália), quer no impacto da evolução da estrutura temporal de taxas de juro publicada pela EIOPA, que constitui a referência para o desconto dos passivos das empresas de seguro, na valorização das responsabilidades, pressionando assim as métricas de solvência dos operadores. Assim, as pressões inflacionistas recentemente verificadas (de carácter eminentemente temporário, na perspetiva do BCE), têm-se refletido em períodos de subida da taxa *swap* em euros para os prazos até dois e a dez anos.

No capítulo segundo do presente relatório, são analisados os desenvolvimentos no que toca às carteiras de investimentos e aos níveis de desempenho – solvabilidade, rendibilidade e *performance* dos principais ramos e linhas de negócio –, no universo das entidades supervisionadas pela ASF.

Ao nível das políticas de investimentos, mantém-se o predomínio dos instrumentos de dívida, com particular destaque para os títulos soberanos, exceto no que se refere às carteiras das empresas de seguros afetas a produtos ligados, onde os fundos de investimento mobiliário, passaram a assumir maior preponderância em 2021. Na qualidade creditícia das carteiras, predominam os títulos em território conotado como de *investment grade* e, em termos de duração, situados próximo dos cinco anos, em termos médios, para as empresas de seguros, e dos seis anos no caso dos fundos de pensões. Finalmente, a análise da concentração das carteiras das empresas de seguros revela a persistência de uma proporção elevada de

emitentes soberanos, bem como de ativos emitidos por grupos financeiros a operar em Portugal, enquanto que as carteiras dos fundos de pensões revelam níveis de concentração bem mais moderados.

Em setembro de 2021, os níveis de solvência do total do mercado para o setor segurador, apresentaram um reforço da sua posição, face a dezembro de 2020, de 35 e 64 pontos percentuais, respetivamente, alcançando um rácio de cobertura de 215% para o SCR (requisito de capital de solvência) e de 598% para o MCR (requisito de capital mínimo).

Ao nível da rentabilidade, após a ligeira quebra registada no primeiro semestre de 2020, o mercado segurador sob supervisão prudencial da ASF recuperou em termos de *performance*, apresentando um resultado líquido global de 315 milhões de euros, no primeiro semestre de 2021.

A produção do conjunto dos ramos não vida registou um crescimento de 5,2% a setembro de 2021, contrastando com o crescimento de 82,9% da produção do ramo vida para o mesmo período. Este último foi particularmente impulsionado pela evolução no segmento dos produtos ligados, resultante da aposta de várias empresas de seguros, incluindo algumas de maior dimensão, no reforço da oferta de seguros *unit-linked*, como forma de aliviar a pressão colocada pela conjuntura de baixas taxas de juro sobre a gestão de riscos e a solvência. Esta evolução indicia uma alteração na estrutura da produção do ramo Vida e no modelo de negócio de alguns operadores, num mercado tradicionalmente caracterizado por um perfil mais conservador e pela preferência dos tomadores de seguros por produtos com garantias de capital ou de rentabilidade mínima.

As restrições de circulação e os sucessivos confinamentos, bem como o recurso mais generalizado ao teletrabalho em algumas atividades de serviços, conduziram à melhoria conjuntural da *performance* de alguns ramos Não Vida, designadamente nos segmentos de automóvel e acidentes de trabalho, cuja sustentabilidade carece de verificação, em cenário de plena normalização da atividade económica. Registe-se que, no que se refere ao ramo doença, no decurso de 2021 assiste-se a um retorno da *performance* do ramo aos níveis de 2019 (pré pandemia), após a melhoria evidenciada em dezembro de 2020, apesar do crescimento assinalável de produção (7,9%, a setembro de 2021).

No capítulo terceiro deste relatório é analisado o sentimento global e individual das empresas de seguros e das entidades gestoras de fundos de pensões em relação aos riscos a que se encontram expostas. Os riscos macroeconómicos são assumidos pelas entidades de ambos os setores, como aqueles que são suscetíveis de assumir maior materialidade para o desempenho da sua atividade, em alinhamento com a avaliação da ASF, apesar da magnitude inferior.

A avaliação pelas empresas de seguros da materialidade para as categorias de risco de crédito, de liquidez, de rendibilidade e solvabilidade e de riscos específicos Não Vida, tende a acompanhar a avaliação da ASF, sendo que nas restantes quatro categorias (mercado, interligações, riscos específicos de vida e riscos macroeconómicos), o setor revela uma classificação de materialidade inferior à da ASF. Registe-se, ainda, que, na ótica do setor segurador, os três riscos com maior perspectiva de evolução nos próximos doze meses são, respetivamente, o ambiente macroeconómico, os riscos associados às responsabilidades de seguros decorrentes das alterações *climáticas*, bem como os riscos associados à digitalização da cadeia de valor. Para o setor dos fundos de pensões, os riscos macroeconómicos, de crédito e de mercado mereceram, em termos agregados, uma avaliação mais elevada, enquanto os três riscos com maior perspectiva de evolução da materialidade num período doze meses são o risco acionista, o risco de taxa de juro e os riscos geopolíticos.

Finalmente, no capítulo quarto do presente relatório apresenta-se um estudo sobre as alterações *climáticas* e finanças sustentáveis no contexto do setor segurador nacional.

Não obstante a maturação gradual das metodologias de avaliação poder vir a proporcionar níveis acrescidos de refinamento e de diferenciação num futuro próximo, o exercício de mapeamento das carteiras de investimento do mercado segurador nacional<sup>3</sup> para a informação de *ratings* ESG disponível na plataforma *Sustainalytics* revela que cerca de 88% da carteira está alocada a ativos financeiros de risco ESG intermédio, resultando na atribuição de um *rating* ESG de nível médio à carteira de investimentos global das empresas de seguros consideradas. No entanto, a prevalência de níveis apreciáveis de carteira de dívida correspondente a uma qualidade creditícia no limiar de *investment grade* (CQS3), conjugado com *ratings* ESG de nível intermédio, poderá criar vulnerabilidades adicionais frente a cenários de *downgrades* destes títulos em matéria creditícia, penalizando assim a onerosidade dos respetivos requisitos de capital, em matéria de solvência.

Por fim, refere-se que a análise das respostas às questões colocadas no questionário dedicado ao tema das alterações *climáticas* e finanças sustentáveis permite concluir que os setores segurador e dos fundos de pensões nacionais se encontram num estágio ainda incipiente nesta matéria, revelando necessidade de preparação e de alinhamento com o ritmo dos desenvolvimentos registados, que impactarão necessariamente as suas cadeias de valor e as suas operações.

---

<sup>3</sup> O exercício efetuado, reporta-se à carteira de investimentos das empresas de seguros nacionais à data de 31 de dezembro de 2019, para efeitos de comparabilidade com o exercício da EIOPA, também referido no âmbito capítulo 4 do presente relatório.

Assim, a ASF salienta a importância da adoção de uma atitude de maior envolvimento dos operadores com a temática das alterações *climáticas* e finanças sustentáveis, designadamente no âmbito da avaliação dos seus impactos no modelo de negócio, nas práticas de governação, nas políticas de investimentos e de subscrição, e finalmente, na preparação e interpretação de informação relevante para aferição da *dimensão climática* da empresa, no seu relacionamento com *stakeholders*, investidores, clientes, tomadores de seguros e beneficiários.

## Executive summary

The global macroeconomic scenario remains significantly influenced by the Covid-19 pandemic and its impacts. Despite the progress of vaccination programs, marked asymmetries persist between regions. In Europe, in particular, the fifth pandemic wave is progressing and the new variant of the SARS-CoV-2 virus, Ómicron, poses new challenges for the pandemic control, leading several European States to enact vaccination as mandatory and/or to introduce new restrictive measures.

The positive effect of vaccination is particularly evidenced in the magnitude of the recently imposed restrictive measures (of circulation and confinement), with those jurisdictions with higher vaccination rates showing lower impacts and implementing less severe measures in relation to other territories, which exhibit lower immunization rates.

In this scenario, Portugal stands out as one of the countries with the highest share of population fully vaccinated. This situation has supported the reintroduction of less severe restriction measures, with visible effects on the economic recovery, in midst of the fifth pandemic wave. In fact, the analysis of the performance of the Consumer Confidence Index and the Economic Climate Indicator alongside the pandemic figures, indicates a strong correlation between the former and the advancement of the vaccination program, and of the latter with the process (and pace) of post-confinement economic activity reopening, these correlations being positive in both cases.

Thus, in an European area with different stages of pandemic evolution, the restrictions imposed continue to hinder the economic recovery process, in a context of growing inflationary pressures, strongly influenced by the energy crisis and the disturbances in the production and distribution chains (also associated with the effects of the pandemic).

On the other hand, the acceleration of digitalization efforts and the adaptation of the work and business models by insurance companies and pension funds management entities, entails higher levels of exposure to operational risks, including to cybersecurity incidents.

Climate change and the transition effort to a sustainable economy are increasingly prominent on the political agenda of institutions and governments. The financial sector plays a central role in this matter, and the specific challenges of the insurance sector should be highlighted,

as they can simultaneously affect both sides of the balance sheet. The asset side, through the allocation of capital to investments increasingly exposed to temporary disruption phenomena (the transition risks), and the liability side through the acceptance of risks (physical risks), in a context aggravated by the effects of climate change, which challenges the adequacy of the current risk and pricing models. In parallel, these challenges arise in a context where the economy, society and governments show expectations regarding the action of the insurance sector in responding to various *protection gaps*.<sup>4</sup>

This ASF's Financial Stability Report of the Insurance and Pension Funds Sector, addresses the activity of the Portuguese insurance and pension funds, pointing out the various influences to which they are exposed, with impacts of a cyclical and structural nature on their performance.

The first chapter analyses the main macroeconomic and financial market indicators, highlighting those elements that may impact on the activity of the insurance and pension fund sectors and influence the risks to which they are exposed, from a financial stability perspective.

Regarding the Portuguese economy, after the decline in economic activity in 2020 (about 8%, compared to 6.5% in the euro area), 2021 shows a recovery process still very affected by the extent of the pandemic. Thus, for 2021, the growth of the Portuguese economy is expected to be slightly below that of the euro area<sup>5</sup> (EA). Its recovery, in relative terms, should take place from 2022 onwards.

The accommodative monetary policy of central banks has been crucial in responding to the effects of the pandemic, fostering the financing of economic recovery on favorable terms, as well as the liquidity of economic agents, and promoting stability in financial markets. However, despite their effectiveness, these actions have also revealed adverse side effects, notably prolonging the very low interest rate environment, and supporting the growth (trend) and valuation trajectory in the financial markets. In the latter case, despite the general positive impact on the portfolios of investors, vulnerabilities arising from the decoupling between the valuations of financial securities and the performance of the underlying macroeconomic indicators, have increased. In fact, the magnitude of this decoupling expanded over the course of 2021, thus amplifying the size of potential corrections which may occur in the event of a recoupling, taking place through an abrupt correction of asset prices.

---

4 The *protection gap* corresponds to the deviation between the conceivable economic losses in case of an event arising from a given risk, and those protected by insurance coverage for that same risk.

5 In 2021, according to the projections of the Bank of Portugal and the European Central Bank (in October and December 2021, respectively), the growth of the Portuguese and Euro area economies will reach 4.8% and 5%, respectively.

On the other hand, the Covid-19 response measures resulted in additional pressure on sovereign debt levels, also deteriorating budget implementation, and sharpening concerns about the sustainability of the levels of debt, which could materialize through rising yields. In the recent period, the energy crisis outlook, coupled with pressures on the production and distribution chains, and therefore on inflation, also contribute to putting pressure on current levels of securities valuations, particularly in the context of a gradual reduction in non-conventional monetary measures recently announced by the ECB.

It should be noted that the very low interest rate environment has been particularly challenging for the insurance and pension fund sectors, both in terms of the sustainability of the returns earned on debt securities (particularly sovereign exposures to Portugal, Spain and Italy), or in the context of the evolution of the interest rate term structure published by EIOPA, which is the reference for the discounting of the liabilities of insurance companies, and which exerts pressure on the solvency and liability valuation metrics of the operators. Thus, recent inflationary pressures (of an eminently temporary nature, in the ECB's perspective) have been reflected in upturn periods in the euro swap rates for maturities of up to two years and ten years.

The second chapter of this report analyses the development of the investments and performance levels - solvency, profitability and performance of the main segments and lines of business -, in the universe of the entities under ASF's supervision.

In terms of investment policies, debt instruments continue to prevail, with particular emphasis on sovereign bonds, except for the ones allocated to unit-linked insurance products, where securities investment funds became more predominant in 2021. In terms of the credit quality, securities in investment grade territory prevail. In terms of duration, they are situated close to five years, on average, for insurance companies, and six years in the case of pension funds. Finally, in terms of concentration, insurance companies' portfolios reveal the persistence of a high proportion of sovereign issuers, as well as of several financial groups operating in Portugal, while pension funds' portfolios reveal more moderate concentration levels.

In September 2021, the insurance sector solvency levels showed a strengthened position, compared to December 2020. The SCR (Solvency Capital Requirement) and the MCR (Minimum Capital Requirement) showed an increase of 35 and 64 percentage points, respectively, reaching coverage ratios of 215% and 598%.

In terms of profitability, after the decline registered in the first half of 2020, the insurance market under ASF's prudential supervision recovered in terms of performance, showing an overall net profit of EUR 315 million in the first half of 2021.

Non-life insurance production grew by 5.2% up to the end of September 2021, contrasting with the growth of 82.9% of life business, for the same period. The latter was particularly driven by developments in the unit-linked segment, resulting from the commitment of several insurance companies, including some larger ones, to strengthening the supply of unit-linked insurance, as a way of relieving the pressure placed by the low interest rate scenario on risk management and solvency metrics. This development indicates a change in the structure (product split) of the Life segment, as well as in the business model of some operators, in a market traditionally characterized by a more conservative risk profile and by the preference of policyholders for products with capital or minimum return guarantees.

The restrictions on circulation and the successive lockdowns, as well as more widespread use of remote working in some activities, led to a temporary improvement of the performance of some Non-Life branches, particularly in motor and worker's compensation, whose sustainability remains to be verified, in a scenario of full normalization of the economic activity. It is worth keeping in mind that, as far as the health business is concerned, during 2021 the segment's performance is returning to 2019 levels (pre-pandemic), following the improvement seen in December 2020, despite the remarkable premium growth registered in this segment (7.9%, by the end of September 2021).

The third chapter of this report analyses the overall and individual perception of insurance companies and pension funds management entities, concerning the risks to which they are exposed. Macroeconomic risks are perceived by entities in both sectors as the more relevant to the performance of their activity, in line with the ASF's assessment, despite the lower magnitude of their valuation.

For the risk categories of credit, liquidity, profitability and solvency, and non-life insurance specific risks, the materiality assessment by the insurance companies tends to follow the ASF's assessment, while for the remaining four categories (market, interconnections, life insurance specific risks and macroeconomic risks), the sector shows lower levels of classification than ASF. From the insurers' perspective, the three risks with the highest potential development over the next twelve months are, respectively, the macroeconomic environment, the risks associated with insurance liabilities arising from climate change, and the risks associated with the digitalization of the value chain. For the pension funds sector, macroeconomic, credit and market risks merited, in aggregate terms, the higher evaluation, while the three risks with a greater potential increase over the next twelve-month period are equity risk, interest rate risk and geopolitical risks.

Finally, chapter four of this report presents a study on climate change and sustainable finance, in the context of the insurance sector in Portugal.

Although the gradual maturation of valuation methodologies may provide increased levels of refinement and differentiation in the near future, the mapping exercise of the investments of the insurers in Portugal<sup>6</sup> for the ESG ratings available on the *Sustainalytics platform*, reveals that about 88% of the is assigned to financial assets of intermediate ESG risk, resulting in the attribution of an ESG rating of medium level to the global investment of the insurance companies considered. However, the prevalence of considerable levels of debt securities in the limit of investment grade threshold (CQS3), combined with mid-level ESG ratings, may create additional vulnerabilities in the face of *downgrade* scenarios of these securities, thus penalizing the burden of capital requirements in terms of solvency.

Finally, the analysis of the responses to the questionnaire dedicated to the subject of climate change and sustainable finance allows to conclude that both the insurance and pension funds sectors are still at a very early stage in these matters, revealing significant need of preparation and alignment with the pace of developments, which will necessarily impact their value chains and operations.

Thus, ASF underlines the importance of the adoption of an attitude of higher involvement of the supervised entities with the subject of climate change and sustainable finance, namely in the scope of the evaluation of its impacts on their business model, governance practices, investment and underwriting policies, and finally, in the preparation and interpretation of relevant information to assess the *climate dimension* of the company, in its relationship with stakeholders, investors, customers, policyholders and beneficiaries.

---

<sup>6</sup> The study considers as the reference financial year for the investment of national insurance undertakings the 31st December 2019, for the purposes of comparability with EIOPA's exercise, also referred to in Chapter four of this report.



# Desenvolvimentos macroeconómicos e dos mercados financeiros





**N**o presente capítulo serão analisadas as evoluções de variáveis relevantes para a caracterização da envolvente macroeconómica e dos mercados financeiros, e salientadas perspetivas - observadas e prospetivas - relativamente aos principais elos de ligação com os setores segurador e dos fundos de pensões, bem como com os principais riscos a que estes se encontram expostos, numa vertente de estabilidade financeira.

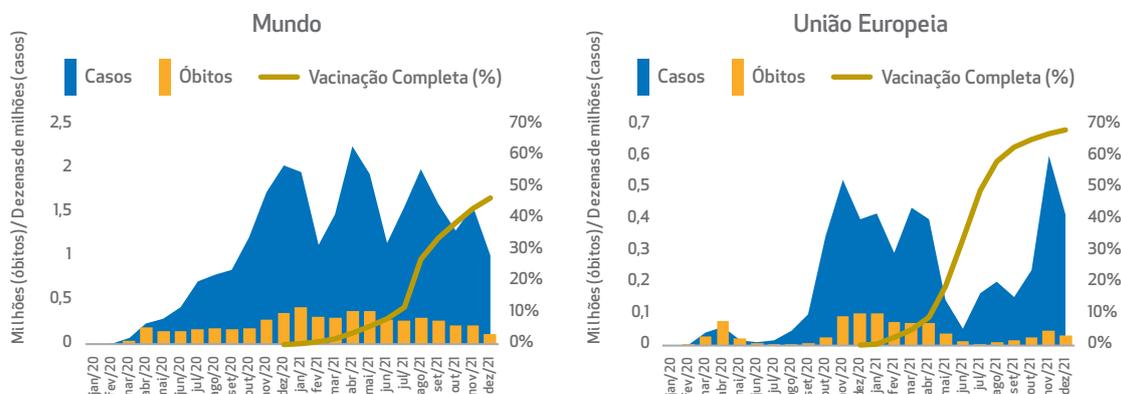
## 1.1 Evolução da pandemia do Covid-19

O cenário macroeconómico mundial prossegue significativamente influenciado pelos efeitos da pandemia de COVID-19. No mês de dezembro, a população mundial com vacinação completa atingiu 46,5%, ainda distante dos 85% necessários para o alcance da imunidade de grupo, e revelando acentuadas assimetrias entre regiões. O número de casos confirmados, em termos globais, ultrapassou os 272 milhões, com o número de falecimentos a exceder os cinco milhões.

A União Europeia (UE) apresenta um nível mais elevado de imunização, com cerca de 68,3% da população vacinada. Ainda na UE, o número acumulado de casos confirmados de COVID-19 atingiu os 50 milhões, com os óbitos a cifrarem-se em 878 mil.

## Covid-19: Evolução do número de casos<sup>7</sup>, de óbitos e da percentagem de vacinação, na UE e no mundo

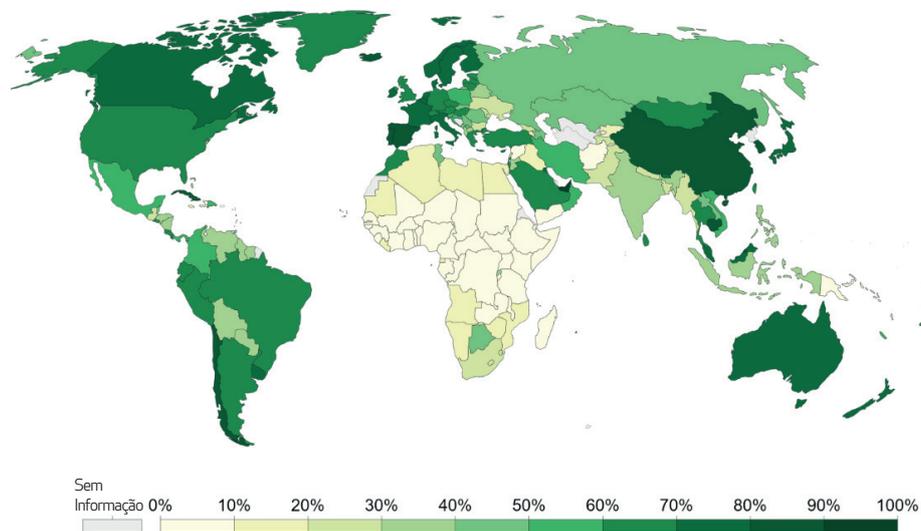
Figura 1.1



Fonte: "Coronavirus Pandemic (Covid-19)", publicado em [OurWorldInData.org](https://ourworldindata.org), editado pela ASF (consulta a 17 de dezembro de 2021).

## Estado da vacinação de Covid-19 no Mundo – percentagem da população com vacinação completa

Figura 1.2



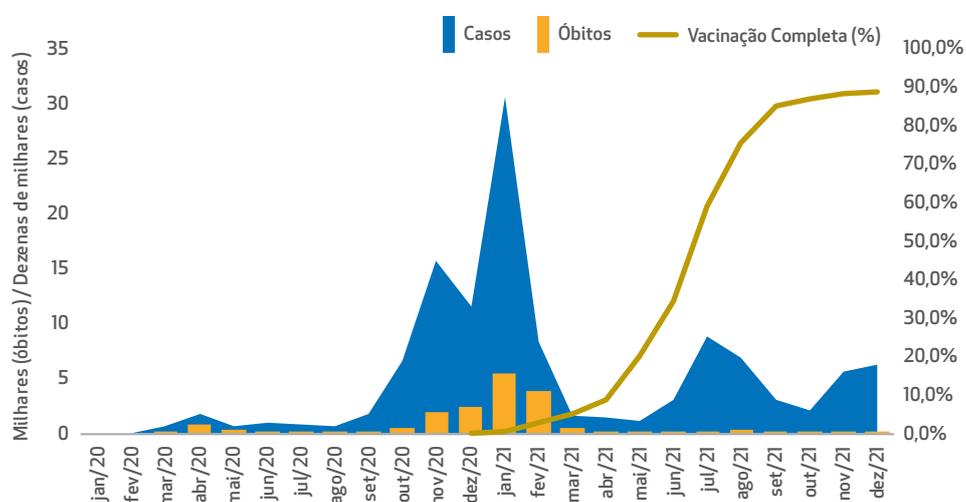
Fonte: "Coronavirus Pandemic (Covid-19)", publicado em [OurWorldInData.org](https://ourworldindata.org), editado pela ASF (consulta a 17 de dezembro de 2021).

<sup>7</sup> Para efeitos de legibilidade do gráfico, o número de casos confirmados foi dividido por dez, estando assim, apresentado em dezenas de milhões.

No que respeita a Portugal, o país atingiu cerca de 1,2 milhões de casos confirmados de COVID-19, dos quais resultaram, aproximadamente, 18,7 mil vítimas mortais. Contudo, Portugal apresenta resultados mais satisfatórios ao nível do processo de vacinação, destacando-se como um dos países com maior percentagem de população com vacinação completa, cerca de 88,9%. Esta elevada percentagem de vacinação permitiu o desagravamento da incidência pandémica, e conseqüentemente, o levantamento gradual das medidas restritivas de confinamento.

### Covid-19: número de casos<sup>8</sup>, de óbitos e percentagem de vacinação em Portugal

Figura 1.3



Fonte: "Coronavirus Pandemic (Covid-19)", publicado em *OurWorldInData.org*, editado pela ASF (consulta a 17 de dezembro de 2021).

Nos gráficos anteriores, é possível observar o efeito da vacinação na redução da taxa de mortalidade relacionada com a Covid-19, efeito ainda mais notório no caso português, devido à elevada percentagem de população com vacinação completa.

Sem prejuízo, destaca-se o período mais recente exibido nos gráficos, relativo à quinta vaga pandémica que se desenrola na Europa. O efeito positivo da vacinação é particularmente notório ao nível das medidas restritivas (de circulação e confinamento) recentemente impostas nos diferentes países, com as jurisdições que apresentam maiores taxas de vacinação a evidenciarem menores impactos e a implementarem medidas restritivas menos severas, em relação a outros territórios, que exibem taxas de imunização mais reduzidas.

<sup>8</sup> Para efeitos de legibilidade do gráfico, o número de casos confirmados foi dividido por dez, estando assim, apresentado em dezenas de milhares.

Neste cenário, a descoberta, no final de novembro, de uma nova variante do vírus da SARS-CoV-2, a Ómicron, vem suscitar novos desafios no processo de combate à pandemia, designadamente, face ao elevado número de mutações apresentado por esta nova estirpe, e da consequente incerteza no que se refere à eficácia dos fármacos e vacinas presentemente em utilização.

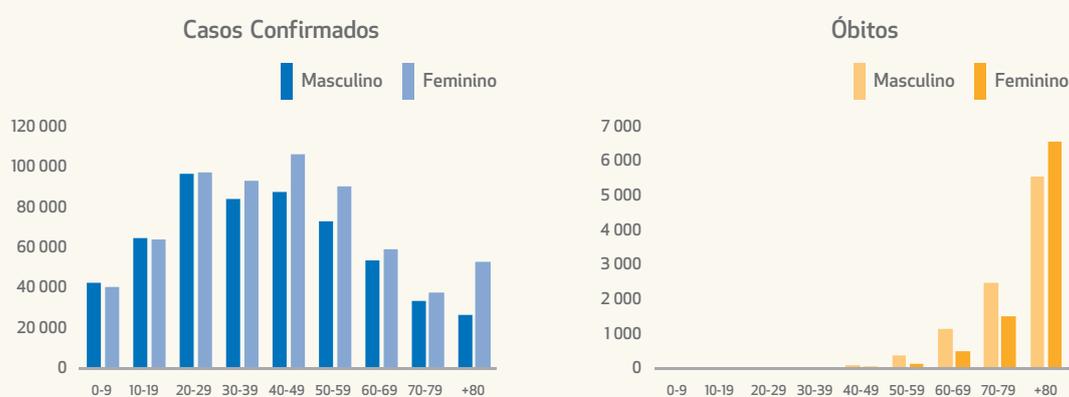
## Caixa 1 - Covid-19: Breve detalhe dos números da pandemia e respetivo impacto nos índices de confiança económica

### Breve detalhe sobre os números da pandemia de Covid-19 em Portugal

Numa análise mais detalhada dos casos de Covid-19 em Portugal, por género e grupo etário, verifica-se que o sexo feminino registou uma maior incidência de casos confirmados na maioria dos grupos etários, com particular destaque na classe etária compreendida entre os 40 e 49 anos. Nos homens, a faixa etária entre os 20 e 29 anos foi a que apresentou o maior número de casos confirmados.

No que se refere a vítimas mortais, o sexo masculino foi o que registou um maior número de óbitos em todos os grupos etários, com exceção da classe que integra a população com idade superior a 80 anos (provavelmente devido à maior prevalência de mulheres neste segmento), sendo também esta a classe que apresenta o maior número de óbitos em ambos os géneros, feminino e masculino.

### Número de casos e de óbitos provocados pela pandemia do Covid-19, por grupo etário e género, em Portugal



Fonte: Direção Geral de Saúde, editado pela ASF (consulta a 17 de dezembro de 2021).

Figura 1.4

## Evolução dos Índices de Confiança face à evolução da pandemia de Covid-19

Na análise que se segue, foi efetuado um exercício de comparação entre o índice de confiança dos consumidores (ICC) e o Indicador de Clima Económico (ICE) ao longo do tempo, com os valores relacionados com a pandemia de Covid-19, designadamente no que se refere ao número de casos confirmados, óbitos e percentagem de vacinação.

Os indicadores económicos utilizados para efeitos desta análise – ICC e ICE – refletem, respetivamente, uma perspetiva sobre a evolução futura do consumo e da poupança das famílias, com base na sua situação financeira esperada, no seu sentimento sobre a situação económica geral, no desemprego e na capacidade de poupança (ICC), e um sentimento de conjuntura por parte da indústria, comércio, serviços, construção e obras públicas (ICE).

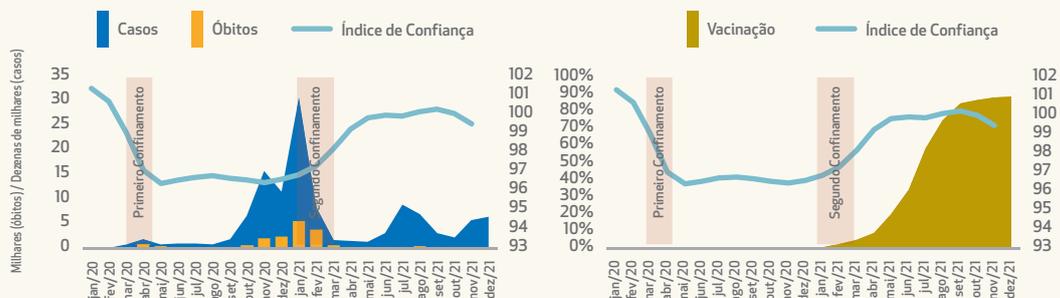
Assim, no que se refere ao Índice de Confiança dos Consumidores, este já apresentava uma tendência decrescente desde o início de 2020, atingindo o seu mínimo em maio, após o pico no número de casos e de óbitos apresentado em março desse ano, e após o início do primeiro período de desconfinamento. A tendência contida neste índice, manteve-se até dezembro de 2020, momento em que teve início o processo de vacinação. A partir desta data, o índice de confiança dos consumidores principia uma trajetória ascendente, alcançando o valor de 100<sup>9</sup> em agosto de 2021, quando foi atingido o nível de cerca de 75% da população com a vacinação completa.

---

9 Um indicador acima de 100 indica um aumento da confiança dos consumidores em relação à situação económica futura, em função da qual estes são menos propensos a poupar, e mais inclinados em consumir nos próximos 12 meses. Valores inferiores a 100 indicam uma atitude pessimista em relação à evolução futura da economia, resultando possivelmente numa tendência de maior poupança e menor consumo. Fonte: OCDE.

Figura 1.5

### Evolução do índice de confiança dos consumidores, face aos números da pandemia Covid-19 (número de casos<sup>10</sup>, óbitos e percentagem de vacinação) em Portugal<sup>11</sup>



Fonte: OCDE e “Coronavirus Pandemic (Covid-19)”, publicado em *OurWorldInData.org*, editado pela ASF (consulta a 17 de dezembro de 2021).

No que se refere ao Indicador de Clima Económico<sup>12</sup>, este iniciou uma tendência decrescente em março de 2020, no início do primeiro período de confinamento, alcançando o seu ponto mínimo em junho do mesmo ano (já numa fase mais avançada de desconfinamento). No período subsequente, o indicador iniciou uma trajetória ascendente, interrompida pelo aumento do número de casos confirmados, em outubro de 2020. Após esta data, o ICE volta a apresentar uma ligeira tendência de descida, que se tornou mais pronunciada quando a ação governativa decretou o início do segundo processo de confinamento, em janeiro de 2021. Em março do mesmo ano, com a percentagem de vacinação da população portuguesa nos 5% e o número de casos e óbitos mais contido, teve início, de forma gradual o segundo desconfinamento, a par da aceleração do processo de vacinação, estratégia que possibilitou o retomar da atividade económica e a reposição dos índices de confiança conforme demonstrado pelo ICE. Este indicador, retomou assim uma trajetória ascendente com o arranque do segundo processo de desconfinamento, tendo atingido em outubro de 2021, um nível semelhante ao valor pré-pandemia.

<sup>10</sup> Para efeitos de legibilidade do gráfico, o número de casos confirmados foi dividido por dez, estando assim, apresentado em dezenas de milhares.

<sup>11</sup> Os períodos de confinamento considerados compreendem os dias a partir do momento em que é 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.

<sup>12</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 1.6

### Evolução do Indicador de Clima Económico, face aos números da pandemia Covid-19 (número de casos<sup>13</sup>, óbitos e percentagem de vacinação) em Portugal<sup>14</sup>



Fonte: INE e “Coronavirus Pandemic (Covid-19)”, publicado em *OurWorldInData.org*, editado pela ASF (consulta a 17 de dezembro de 2021).

Apesar do recente aumento no número de casos em Portugal, presume-se que o ICC e o ICE se mostrem pouco relacionados com este aumento, apresentando, eventualmente, alterações de trajetória contidas. Recordando os gráficos anteriores, verifica-se que, nos momentos de maior incidência pandémica (maior número de casos confirmados), quando o país já se encontrava no processo de vacinação, ambos os índices denotaram uma fraca correlação com o acontecimento, mesmo no momento em que o país atravessou o segundo período de confinamento geral.

Assim, perspetiva-se, a continuação da tendência de recuperação económica, ainda que, rodeada de um clima de incerteza face ao aparecimento de novas variantes – como é o caso da variante ómicron –, e/ou ocorrência de novas vagas pandémicas que poderão exigir a aplicação de medidas mais restritivas com vista à contenção da doença, e colocar dificuldades acrescidas em torno do ritmo de normalização da economia.

13 Para efeitos de legibilidade do gráfico, o número de casos confirmados foi dividido por dez, estando assim, apresentado em dezenas de milhares.

14 Os períodos de confinamento considerados compreendem os dias a partir do momento em que é 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.

## 1.2 Evolução das variáveis macroeconómicas

Nesta secção são focadas as evoluções de variáveis de relevo para a envolvente macroeconómica, com destaque para o contexto nacional, e com o devido enquadramento na conjuntura internacional

### (i) Crescimento económico – Economia mundial

De acordo com as mais recentes estimativas do Fundo Monetário Internacional (FMI), de outubro de 2021, a economia global deverá crescer próximo de 6% em 2021. Este tipo de trajetória é transversal à generalidade dos conjuntos de países, sendo, não obstante, mais pronunciada no caso das economias emergentes. A atualização de outubro de 2021 exhibe ajustes moderados face às previsões de julho, sendo o território europeu, e também a área do euro (AE), a receber a maioria das principais revisões favoráveis, o que não obsta a que a última se mantenha com uma das retomas económicas menos robustas em 2021. Adicionalmente, as semanas mais recentes têm sido pautadas pela reintrodução de medidas de confinamento em diversos países europeus, condicionalismo que pode não estar, pelo menos totalmente, contemplado nestas projeções.

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

Taxa de variação anual (%)	Projeções outubro 2021			Diferença face às projeções julho 2021	
	2020	2021	2022	2021	2022
<b>PIB real</b>					
<b>Economia mundial</b>	-3,1	5,9	4,9	-0,1	0,0
<b>Economias avançadas</b>	-4,5	5,2	4,5	-0,4	0,1
EUA	-3,4	6,0	5,2	-1,0	0,3
Japão	-4,6	2,4	3,2	-0,4	0,2
Área do Euro	-6,3	5,0	4,3	0,4	0,0
Reino Unido	-9,8	6,8	5,0	-0,2	0,2
Outras economias avançadas	-1,9	4,6	3,7	-0,3	0,1

(continua)

<b>Economias de mercados emergentes e em desenvolvimento</b>	<b>-1,9</b>	<b>4,6</b>	<b>3,7</b>	<b>-0,3</b>	<b>0,1</b>
Países Europeus em desenvolvimento	-2,0	6,0	3,6	1,1	0,0
Países Asiáticos em desenvolvimento	-0,8	7,2	6,3	-0,3	-0,1
China	2,3	8,0	5,6	-0,1	-0,1
Médio Oriente e Ásia Central	-2,8	4,1	4,1	0,1	0,4
América Latina e Caraíbas	-7,0	6,3	3,0	0,5	-0,2
Brasil	-4,1	5,2	1,5	-0,1	-0,4
África Subsariana	-1,7	3,7	3,8	0,3	-0,3

Fonte: FMI (*World Economic Outlook – update* a outubro 2021).

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

As medidas de contenção da disseminação da pandemia de Covid-19, e de salvaguarda da capacidade de resposta dos serviços de saúde face ao volume de solicitações, resultaram, naturalmente, numa forte penalização da atividade económica a nível mundial. No ano de 2020, consumou-se uma recessão económica em torno dos 8% no caso nacional<sup>15</sup>, e dos 6,5% para a área do euro.

As projeções económicas apontam para uma recuperação gradual nos dois anos seguintes, com a retoma em 2021 ainda muito afetada pela extensão da pandemia, e respetivos constrangimentos para esse ano, o que pode vir a repetir-se mesmo para o caso de 2022, com diversos países europeus a regressarem à introdução de restrições à circulação no outono de 2021, pressionados por menores taxas de cobertura do processo de vacinação, face ao caso português.

Em termos comparativos, no primeiro ano de pandemia a economia nacional viria a sofrer uma quebra mais acentuada em relação à registada pelo agregado da área do euro, antevendo-se também uma recuperação económica nacional um pouco inferior à da AE em 2021, situação que se projeta que se inverta em 2022.

<sup>15</sup> De 8,4%, de acordo com as projeções económicas do Banco de Portugal, de outubro de 2021.

## Projeções económicas revistas pelos efeitos da pandemia de Covid-19, para Portugal e para a área do euro, para o biénio 2021-22

Evolução das projeções económicas para 2021/22, para a economia Portuguesa (ao longo da pandemia por Covid-19)

Evolução das projeções económicas para 2021/22, para a área do euro (ao longo da pandemia por Covid-19)

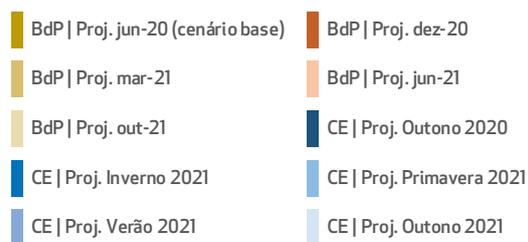
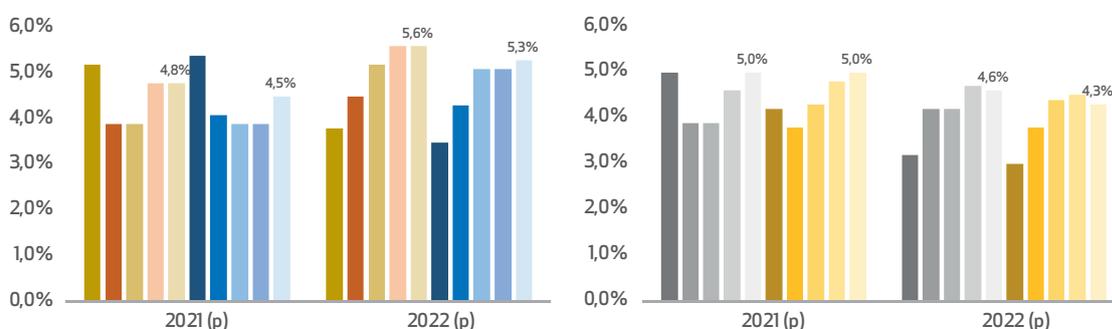


Figura 1.8



Fontes: (i) Banco de Portugal (Boletins Económicos), (ii) BCE (*Eurosystem staff macroeconomic projections*) e (iii) Comissão Europeia (CE) (*Economic Forecasts*)

No caso da economia portuguesa, a quebra do Produto Interno Bruto (PIB) em 2020 esteve associada à degradação da generalidade das suas componentes (com exceção do consumo público, que procurou mitigar os danos globais), destacando-se, em particular, as quebras patenteadas pelas exportações e importações. No exercício de outubro, face ao de junho, é de salientar algum refrear nas expetativas de retoma da atividade comercial, pressionada pela crise energética e por potenciais constrangimentos nas cadeias de produção e distribuição.

## Estimativas do Banco de Portugal para a economia nacional

	BE outubro 2021				BE junho 2021		
	2019	2020	2021 (p)	2022 (p)	2020 (p)	2021 (p)	2022 (p)
<b>PIB</b>	<b>2,2</b>	<b>-8,4</b>	<b>4,8</b>	<b>5,6</b>	<b>-7,6</b>	<b>4,8</b>	<b>5,6</b>
Consumo privado	2,4	-7,1	4,3	4,9	-5,9	3,3	4,9
Consumo público	0,7	0,4	5,2	0,4	0,4	4,9	0,4
Formação Bruta de Capital Fixo	5,4	-2,7	5,6	8,2	-1,9	7,6	8,2
Procura interna	2,8	-4,6	-	-	-4,6	4,5	4,7
Exportações	3,5	-18,6	9,6	13,1	-18,6	14,5	13,1
Importações	4,7	-12,1	9,7	10,6	-12,0	13,2	10,6
<b>Índice Harmonizado de preços no consumidor (IHPC)</b>	<b>0,3</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,9</b>	<b>0,9</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,7</b>	<b>0,9</b>

Figura 1.9

Fontes: Banco de Portugal (Boletins Económicos de outubro e junho de 2021) e INE. Legenda: (p) – projetado.

### (iii) Rendimentos e emprego

A pandemia ameaçou também fortemente o emprego, que viria, contudo, a revelar uma importante resiliência a nível nacional, mantendo-se a taxa de desemprego claramente abaixo dos dois dígitos para a totalidade do horizonte de projeção apresentado, e também abaixo dos valores análogos para a área do euro.

Quanto à inflação, o valor nacional é materialmente inferior ao projetado para a área do euro. Importa referir que os valores estimados para a área do euro estão bastante abaixo dos registados nos meses recentes, persistindo assim incertezas quanto à temporalidade, ou maior persistência, das pressões inflacionistas verificadas nos últimos meses.

## Efeitos da pandemia por Covid-19 na inflação e no emprego no biénio 2021/22: Portugal e área do euro (AE)

Figura 1.10

	Portugal			Área do euro		
	2020	2021 (p)	2022 (p)	2020	2021 (p)	2022 (p)
Inflação	-0,1	0,9	0,9	0,3	2,2	1,7
Desemprego	7,0	6,8	7,1	7,9	7,9	7,7

Fontes: Banco de Portugal (atualização de outubro 2021) e BCE (atualização de setembro 2021).

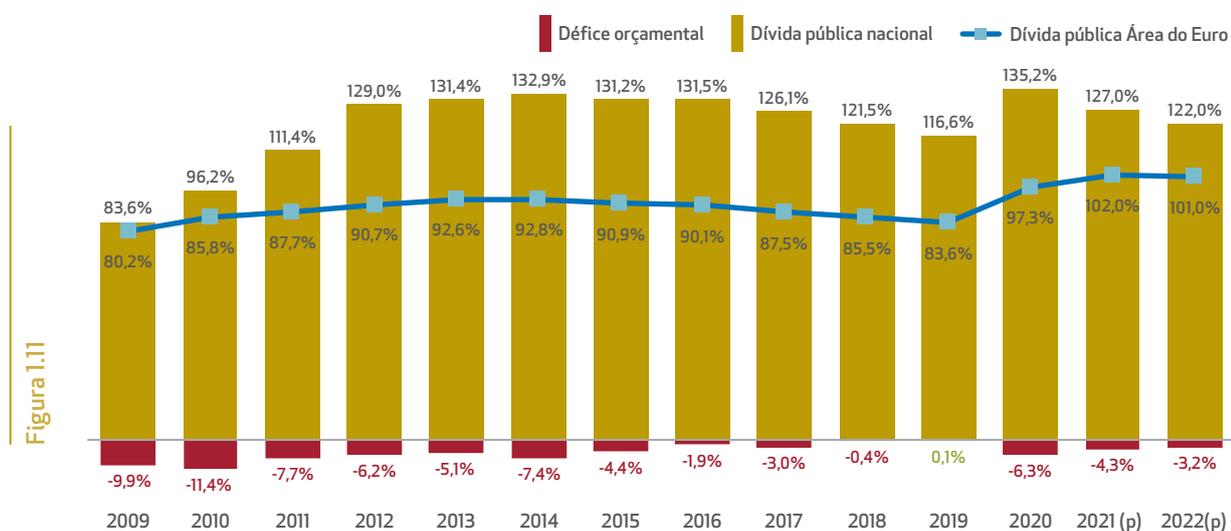
### (iv) Défice orçamental e dívida pública

A pandemia de infeções por Covid-19 redundou numa pressão adicional sobre os níveis de endividamento dos soberanos, deteriorando também a execução orçamental, fruto das medidas aplicadas pelos governos, no sentido de limitar a extensão dos efeitos da pandemia na saúde pública, na atividade económica e no emprego.

No caso nacional, o défice para o primeiro ano de pandemia fixou-se em cerca de 6,3% do PIB, configurando o valor mais elevado desde 2014. Para os anos seguintes, são projetadas reduções, de acordo com as estimativas do governo, que, mesmo assim, conservam esta variável em níveis materialmente acima dos valores pré-pandemia.

Os níveis de endividamento público descrevem também uma trajetória ascendente, agravando as vulnerabilidades associadas, nomeadamente as preocupações eventuais dos investidores sobre a sua sustentabilidade, num cenário de subida das *yields* e de fragmentação dos mercados financeiros. Não obstante, estes aspetos mantêm-se contrabalançados, quer pelas soluções comuns de financiamento da União Europeia (que contemplam a atribuição de subvenções), quer pela ação de política monetária em curso, ainda de cariz marcadamente acomodatório.

## Dívida pública e execução orçamental em percentagem do PIB – Portugal e área do euro



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

### (v) Política monetária

A ação monetária de índole acomodatória praticada pelos bancos centrais tem sido crucial na resposta aos efeitos da pandemia, fomentando o financiamento da recuperação económica em condições favoráveis, bem como a liquidez dos agentes económicos, e promovendo a estabilidade nos mercados financeiros.

A trajetória futura da intervenção monetária destas instituições é influenciada pela sua avaliação da recuperação económica face à pandemia, bem como pelas pressões inflacionistas registadas, incluindo a interpretação quanto à sua transitoriedade. Nos meses recentes, observaram-se evidências de redução, e mesmo *phasing-out*, de parte da vertente não convencional.

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

O BCE, na sua comunicação de política monetária de 16 de dezembro de 2021, referiu as seguintes medidas:

- Confirmação da manutenção das taxas de juro diretas nos níveis atuais, ou em níveis inferiores, até que a inflação convirja de forma robusta para o referencial de 2% no horizonte de projeção, considerando ainda que os avanços registados

nesta matéria são compatíveis com a estabilização naquele patamar, no médio-prazo. O BCE antevê ainda a possibilidade de um período transitório, no qual este limiar possa ser excedido.

- Quanto à dimensão não convencional da ação de política monetária do BCE, registam-se ajustes importantes, no sentido da respetiva redução gradual. O programa de compra de ativos para a emergência pandémica (PEPP)<sup>16</sup>, irá decorrer, no primeiro trimestre de 2022, a um ritmo de compras ligeiramente inferior ao que se verificou nos trimestres anteriores, e sendo as compras líquidas descontinuadas a partir dessa data. É também previsto que o reinvestimento dos montantes associados aos títulos vincendos adquiridos ao abrigo do PEPP, seja extendido do final de 2023 para o termo do ano seguinte, e com a respetiva descontinuação dependente dos objetivos de política monetária<sup>17</sup>. O BCE refere ainda que, sob condições de perturbação, é fundamental reter a flexibilidade na intervenção de compra de ativos, prevendo fazer uso dessa prerrogativa, e identificando concretamente, desde já, os títulos obrigacionistas emitidos pela república grega.
- Por seu turno, de modo a promover a gradualidade, em termos globais, das compras de ativos, o programa regular de compra de ativos<sup>18</sup>, de criação bastante anterior à pandemia, decorrerá a um ritmo mensal de 40 mil milhões de euros no segundo trimestre de 2022, e de 30 mil milhões no terceiro trimestre, em compras líquidas, regressando, a partir de outubro desse ano, ao ritmo de 20 mil milhões de euros, que se prevê ser mantido pelo período necessário para reforçar os impactos da política monetária. Os montantes dos títulos vincendos adquiridos ao abrigo do programa APP continuarão a ser integralmente reinvestidos durante um largo período após o início da subida das taxas de juro diretas.
- Quanto às operações de refinanciamento para o setor bancário, o BCE irá monitorizar o panorama, que tem, até ao momento, consistido em promover condições favoráveis para estas operações, prevendo também avaliar em que medidas as mesmas têm contribuído para a sua perspetiva monetária.

---

16 Com uma dotação total de 1 850 mil milhões de euros, e com o horizonte temporal das aquisições líquidas até ao final do primeiro trimestre de 2022, prorrogáveis até que o BCE entenda que a crise do coronavírus terminou.

17 O envelope pode ainda ser reajustado, caso seja necessário manter as condições de financiamento favoráveis para contrabalançar o choque negativo provocado pela pandemia sobre a trajetória da inflação.

18 *Asset Purchase Programme (APP)*.

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

Quanto à ação da FED<sup>19</sup>, nos Estados Unidos de América (EUA), conserva-se, para já, o referencial de taxas de juro próximo de zero – o que, no caso norte-americano, diverge mais materialmente do *benchmark* pré-pandemia –, a par do recurso também a medidas não convencionais no domínio de títulos de tesouro e de *Mortgage-Backed Securities* (MBS). Não obstante, a FED anunciou, primeiro, e já no decurso do último trimestre de 2021, que estas compras - que vinham decorrendo a ritmos mensais de, respetivamente, \$80 *bi* e \$40 *bi* - seriam, a partir de novembro, reduzidas mensalmente em \$10 *bi* e \$5 *bi*, pela mesma ordem. No entanto, a 15 de dezembro, fruto da escalada da inflação (para 6,8% em novembro, configurando um máximo em quase quatro décadas) e das melhorias no mercado laboral, viria a anunciar que estes ritmos de redução foram duplicados para \$20 *bi* e \$10 *bi*, determinando que, a partir de janeiro de 2022, os ritmos de compras líquidas sejam de \$40 *bi* e \$20 *bi*, mensais, novamente pela mesma ordem. Estes sinais são vistos ainda como um pré-anúncio de subida das taxas diretoras no ano de 2022.

### (vi) Taxas de juro e de inflação

A análise das séries relativas aos referenciais de taxa de juro revela que a pandemia, por via indireta, nomeadamente pelos ajustes de política monetária, teve um efeito global de afundamento adicional das taxas de juro.

Não obstante, os meses mais recentes vêm revelando movimentações nesta matéria, com períodos de subida da taxa *swap* em euros para o prazo mais curto (no contexto desta análise, dois anos). Esta tendência é, em termos globais, acompanhada pela taxa equivalente para 10 anos, embora nesse caso com mais volatilidade de trajetória.

A inflação tem registado uma forte tendência de subida, passando a posicionar-se, nos meses recentes, materialmente acima do referencial de 2% visado pelo BCE há vários semestres. Esta trajetória é influenciada pela crise energética e respetivas repercussões nas cadeias de produção e distribuição, a qual, na perspetiva do BCE<sup>20</sup>, assume um carácter eminentemente temporário.

A interação entre a inflação, a política monetária e os custos de financiamento (de soberanos, privados e famílias), apresentam-se como um fator chave na prossecução da recuperação económica face à pandemia, podendo resultar num pico de riscos de crédito.

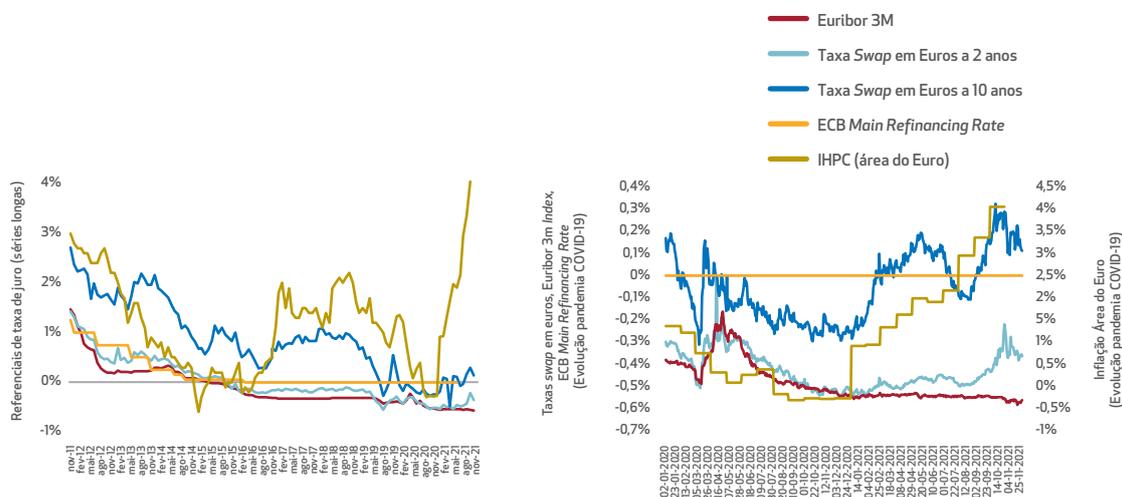
---

19 Sistema de Reserva Federal dos EUA, de acordo com os anúncios efetuados na sequência das sessões periódicas da *Federal Open Markets Committee* (FOMC).

20 De acordo com o *press release* de política monetária do Banco Central Europeu, de outubro de 2021.

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

Figura 1.12

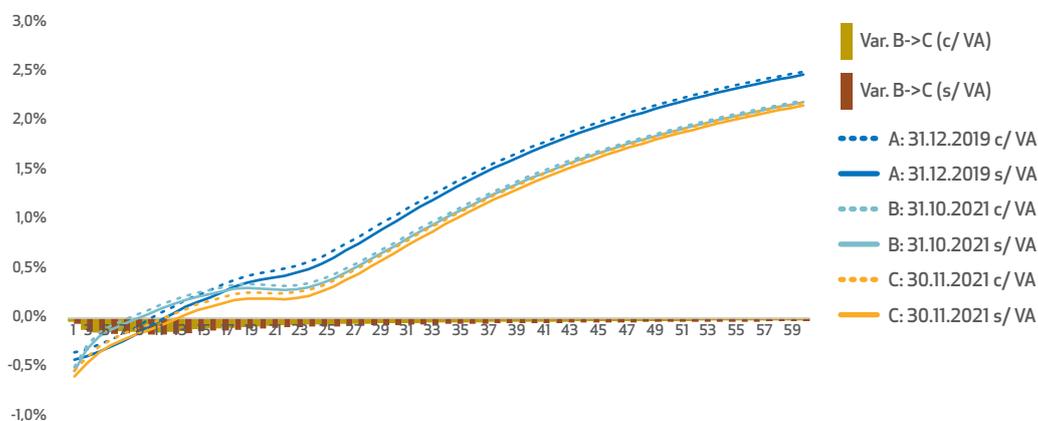


Fontes: BCE, Bloomberg.

Fruto da dinâmica combinada dos referenciais de taxa de juro com a trajetória das *yields*, a estrutura temporal de taxas de juro publicada mensalmente pela EIOPA<sup>21</sup>, que constitui a referência para o desconto dos passivos das empresas de seguros, registou uma notória subida na gama de maturidades mais curtas em meses recentes, nas quais chegou mesmo a suplantar – no caso das curvas de outubro – o *benchmark* pré-pandemia<sup>22</sup>. Essa tendência foi notoriamente esbatida nos meses seguintes, sendo que, em qualquer caso, para as restantes maturidades continua ainda a denotar-se o afundamento adicional das taxas de juro.

## Evolução das estruturas temporais de taxa de juro sem risco da EIOPA, no contexto da pandemia por Covid-19, incluindo as curvas com ajustamento de volatilidade (VA), e comparação com os níveis pré-pandemia

Figura 1.13



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

<sup>22</sup> Leia-se, curvas relativas a 31.12.2019.

### 1.3 Evolução de indicadores relativos aos mercados financeiros

O pronto reforço da intervenção monetária acomodatória dos bancos centrais aquando da eclosão da pandemia, e o anúncio do acordo relativo ao envelope europeu<sup>23</sup> em julho de 2020, geraram trajetórias de crescimento tendencial e de valorização nos mercados financeiros.

Estes desenvolvimentos impactaram positivamente as carteiras da generalidade dos investidores, densificando, contudo, vulnerabilidades adicionais e suscetíveis de materialização, em particular, conexas com o risco de *decoupling* (ou dissociação), entre as valorizações dos títulos financeiros e o comportamento dos indicadores macroeconómicos subjacentes. A magnitude deste *decoupling* expandiu-se ao longo do ano de 2021, amplificando assim a dimensão das potenciais correções que se podem vir a registar no caso de o *recoupling* (ou reajuste), ter lugar por via de uma correção abrupta dos preços dos ativos.

No período recente, o panorama de crise energética, aliado às pressões sobre as cadeias de produção e distribuição, e por conseguinte, sobre a inflação, contribuem também para pressionar os níveis atuais das valorizações dos títulos financeiros, particularmente em contexto de aligeiramento – ainda que prudente e passível de reajuste –, das medidas monetárias não convencionais.

#### (i) Mercados obrigacionistas

Nos meses recentes tem-se, globalmente, observado uma trajetória de algum aumento das *yields* (YTM10y) soberanas, que, não obstante, permanecem em níveis reduzidos, se analisados numa perspetiva de série longa, ou mesmo em comparação com os níveis registados no final do primeiro trimestre de 2020, em resultado dos impactos mais imediatos da declaração da pandemia por Covid-19. Para estes níveis contidos têm sido fundamentais as políticas monetárias acomodatórias em curso, bem como a resposta unificada acordada a nível europeu contemplando inclusivamente a atribuição de subvenções.

No caso dos *credit default swaps* (CDS 5y) monitorizados de forma mais próxima, vêm-se registando diversas alterações de tendência, mas de magnitude muito comprimida, resultando assim em níveis relativamente estabilizados. Num contexto de recuperação económica incompleta face aos efeitos da pandemia, pautado por agudização dos níveis de endividamento soberanos, por pressões inflacionistas crescentes (fortemente influenciadas

---

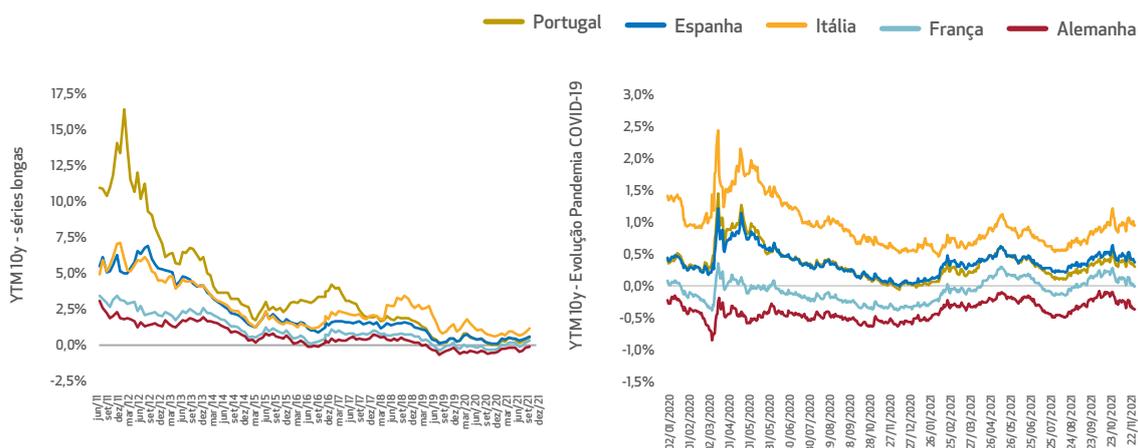
23 Acordo atingido a 21 de julho de 2020 no Conselho Europeu para uma resposta europeia comum aos efeitos da pandemia. Fonte: <https://www.consilium.europa.eu/media/45109/210720-euco-final-conclusions-en.pdf>. Pacote total de 1824,3 mil milhões de euros, combinando uma moldura plurianual (*Multiannual Financial Framework* (MFF) de 1074,3 mil milhões de euros e um Fundo de Recuperação [Next Generation EU (NGEU)] de 750 mil milhões de euros, dos quais 390 mil milhões em subvenções

pela esfera energética e pelas perturbações sobre as cadeias de produção e distribuição), não deve ser descartada a possibilidade de alargamento das *yields*, ou de alargamento do *gap* entre as principais economias e as mais periféricas, e / ou as mais endividadas e as menos endividadas.

As carteiras de investimentos dos setores segurador e de fundos de pensões nacionais encontram-se materialmente expostas a variações dos prémios de risco dos títulos de rendimento fixo, em particular de um número restrito de emittentes, com destaque para o soberano doméstico, bem como para os de Espanha e Itália, para além de alguns emittentes oriundos do setor financeiro.

### Evolução das YTM a 10 anos dos principais emittentes soberanos. Série longa e evolução diária no período de pandemia

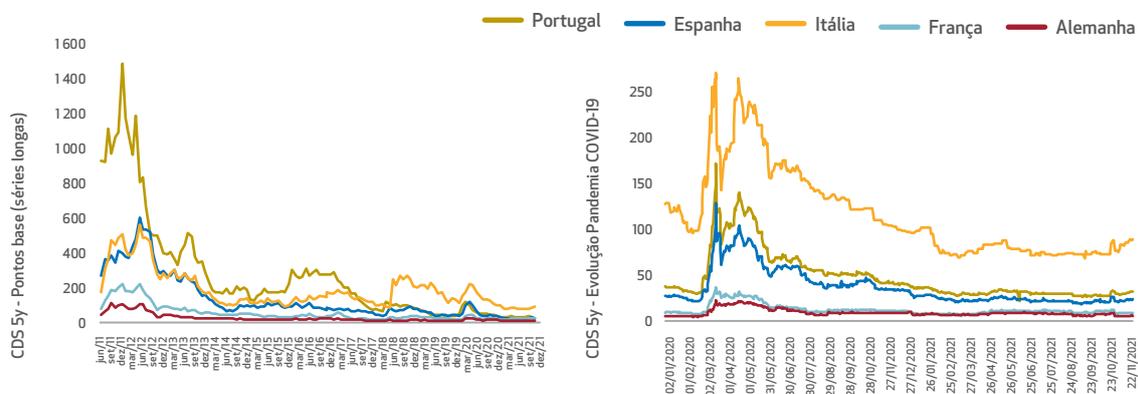
Figura 1.14



Fonte: Bloomberg.

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

Figura 1.15



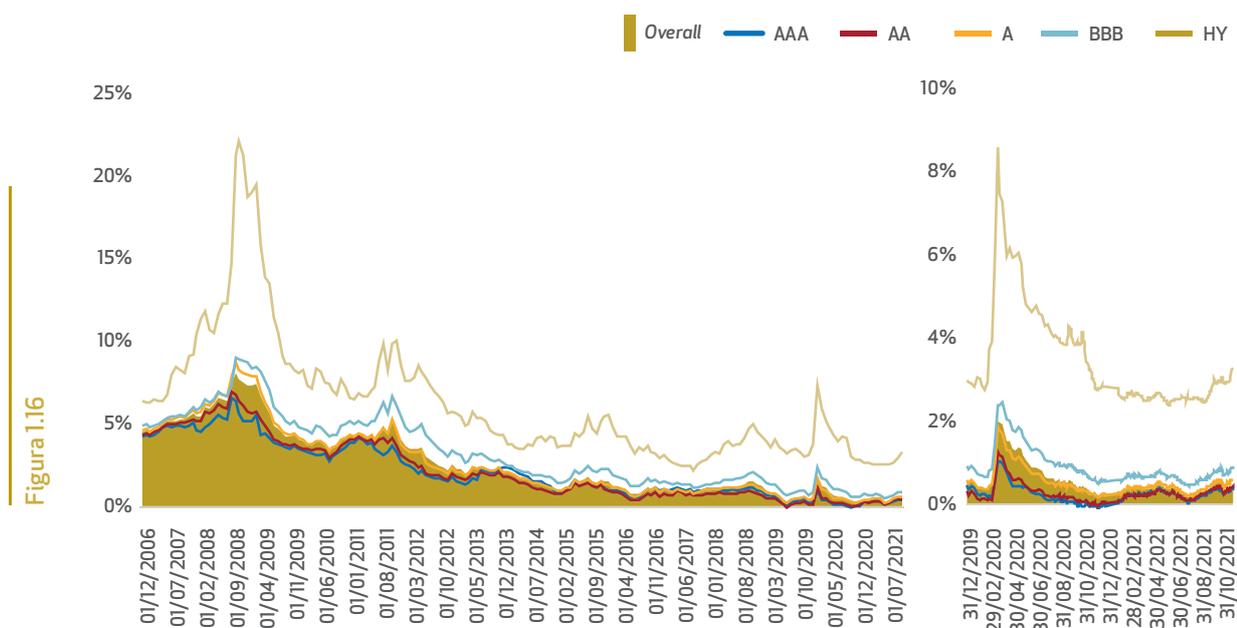
Fonte: Bloomberg<sup>24</sup>.

Os índices *iBoxx* relativos à dívida privada denotam também uma tendência geral de subida nos meses recentes, mantendo-se, não obstante, igualmente em níveis relativamente reduzidos, tanto à escala da série longa, como face ao pico registado no início da pandemia.

24 Complementada com fontes adicionais para o caso de Itália, devido a disrupções na série *Italy CDS USD SR 5Y D14*.

## Evolução do iBoxx euro corporate, por classe de rating. Série longa e evolução no período de pandemia

iBoxx euro corporate - Yield (anual, em %), por classe de rating  
Série longa e série detalhada (Covid-19)



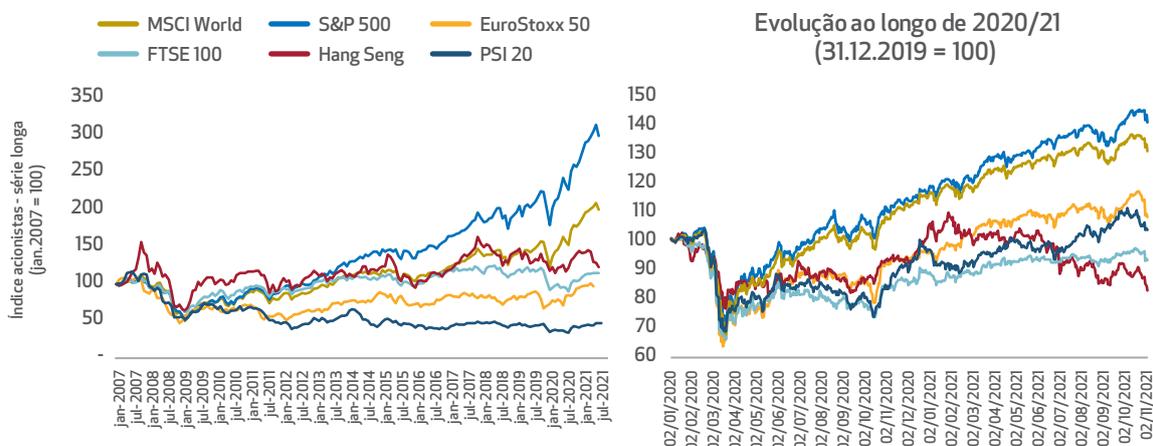
Fonte: iBoxx, IHS Markit.

### (ii) Mercados acionistas

Os mercados acionistas constituem um dos principais âmbitos de associação ao risco de *decoupling*. Não obstante, existem consideráveis assimetrias geográficas, que sinalizam *pockets* de exuberância de valorizações, em particular no contexto norte-americano.

## Evolução dos índices acionistas. Série longa e evolução diária no período de pandemia

Figura 1.17



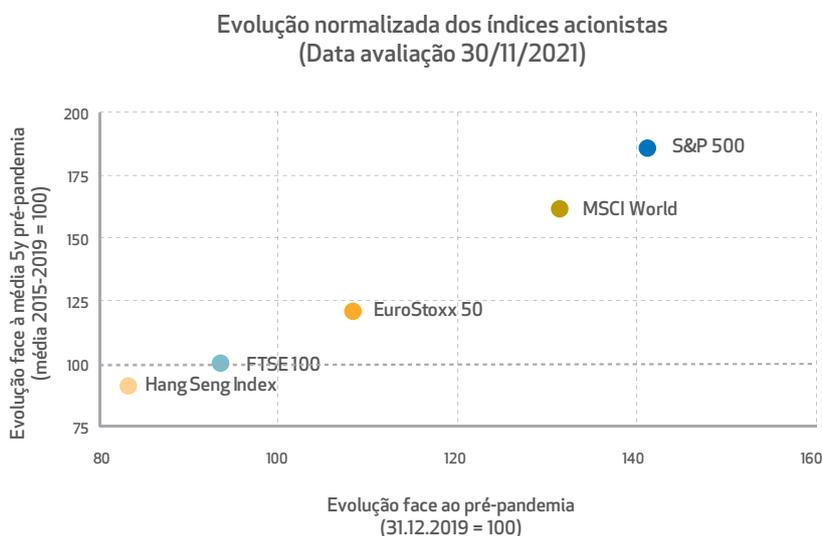
Fonte: Bloomberg e cálculos da ASF.

Apesar dos profundos efeitos da pandemia sobre a atividade económica, bem como da ocorrência de alguns episódios de *sell-off* e de volatilidade localizados, os índices denotam valorizações materialmente acima das suas médias a 5 anos pré-pandemia.

De entre os índices monitorizados de forma mais próxima, o asiático Hang Seng e o britânico FTSE revelam níveis de valorização mais moderados. No primeiro caso, fruto de episódios e tensões geopolíticas, bem como da turbulência em torno de grandes intervenientes da esfera imobiliária – incluindo a incursão em *default* –, enquanto, no segundo caso, fruto dos efeitos cumulativos do *Brexit*.

## Evolução normalizada dos índices acionistas. Efeitos da pandemia de Covid-19 face ao termo de 2019 e aos níveis médios dos últimos 5 anos pré-pandemia

Figura 1.i8



Fonte: Bloomberg e cálculos da ASF.

### (iii) *Commodities*

No que se refere à evolução dos preços das *commodities*, para o petróleo<sup>25</sup> e o ouro<sup>26</sup>, destaca-se em particular o papel do primeiro no contexto energético, contribuindo para as pressões inflacionistas, também por via dos efeitos sobre as cadeias de produção e de distribuição.

Este fenómeno ilustra a relevância e influência que o petróleo – aliado também a outros combustíveis fósseis como o gás natural –, continua a deter, com forte influência sobre a conjuntura macroeconómica, apesar da transição energética que urge cumprir. O petróleo viria a registar uma quebra de valor da ordem de grandeza dos 20% durante o mês de novembro, afigurando-se como uma *commodity* projetável como de evolução volátil e tensa em torno dos principais produtores.

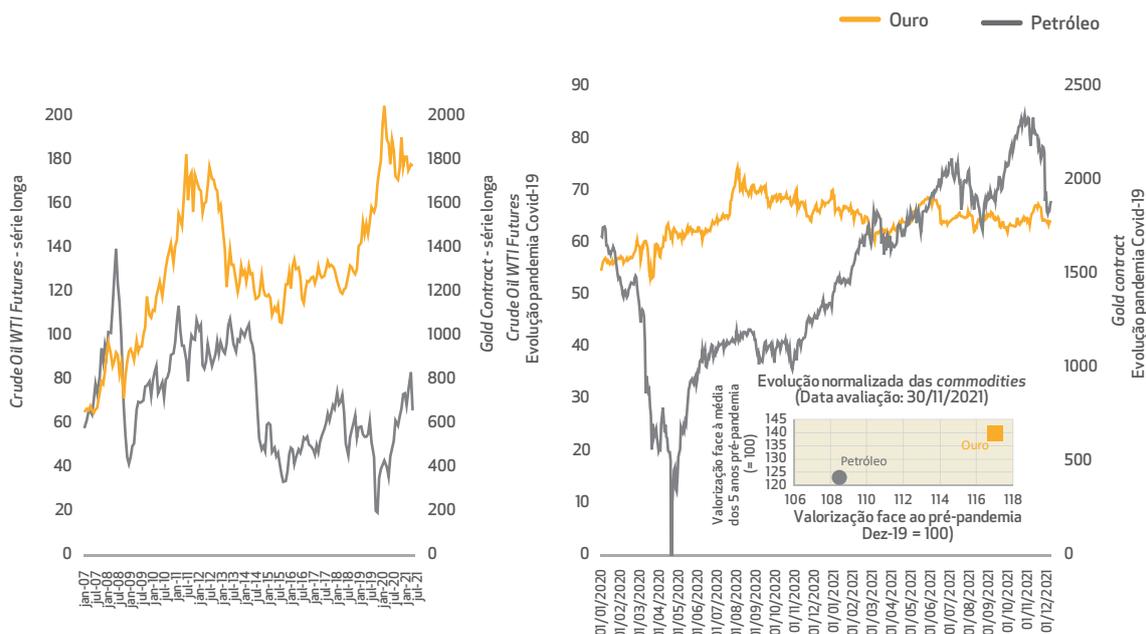
25 Crude Oil WTI Futures.

26 Gold Contract.

O ouro tem registado relativa estabilidade, em níveis inferiores aqueles a que ascendeu na fase inicial da pandemia, fruto do seu papel como ativo de refúgio<sup>27</sup>.

### Evolução das cotações das principais commodities

Figura 1.19



Fonte: Bloomberg e cálculos da ASF.

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

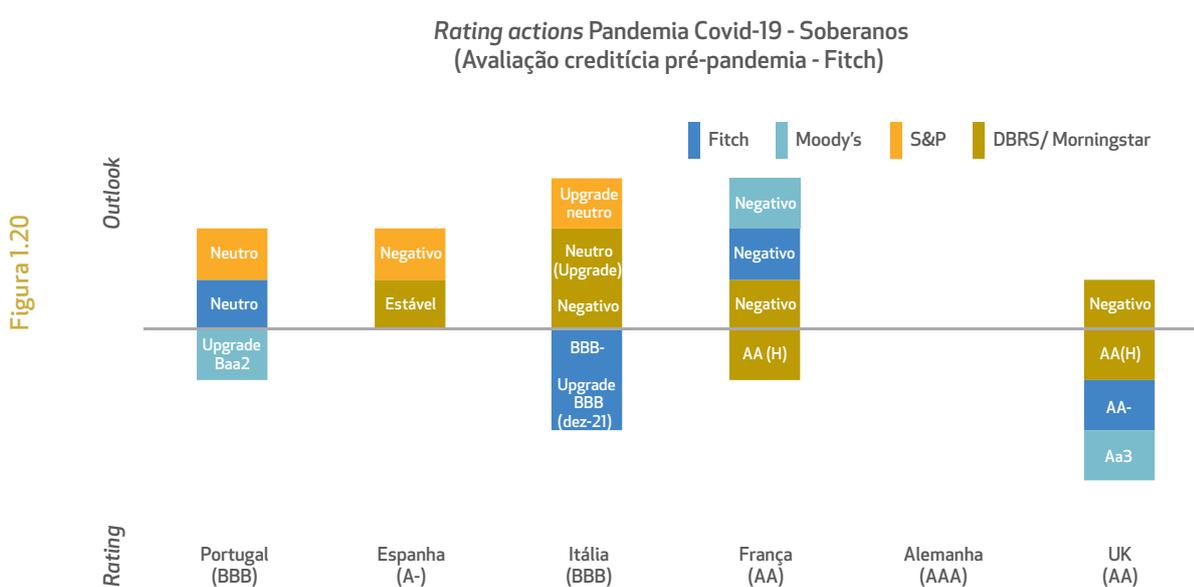
Com a eclosão da pandemia, começaram a verificar-se correções em baixa por parte das agências de notação de risco de crédito, incidindo principalmente sobre os *outlooks* de revisão<sup>28</sup>. Estes sinais, associados aos receios e incertezas quanto aos impactos da pandemia de Covid-19, motivaram preocupações quanto à emergência de uma onda generalizada de *downgrades* creditícios, que não se veio a materializar em escala, até ao momento. Inclusivamente, podem ser constatadas algumas reversões das correções descendentes operadas.

27 Face aos riscos inerentes a outras classes de ativos, numa primeira fase, e depois face aos efeitos das políticas monetárias sobre a valorização da moeda.

28 Refira-se também que, para os casos onde se confirmaram correções descendentes de *rating*, tipicamente estas estiveram também relacionadas com vulnerabilidades que já antecediam a pandemia.

Para além dos efeitos transversais das políticas monetárias, no caso dos soberanos, o envelope europeu, já referido anteriormente, para a resposta concertada aos efeitos da pandemia, vem desempenhando um importante papel também a este nível. O adensamento do nível de endividamento dos soberanos, bem como as incertezas quanto à inflação, à pandemia e à recuperação económica, são suscetíveis de interferir com o paradigma descrito.

### Evolução da avaliação creditícia dos soberanos



Fonte: Bloomberg.

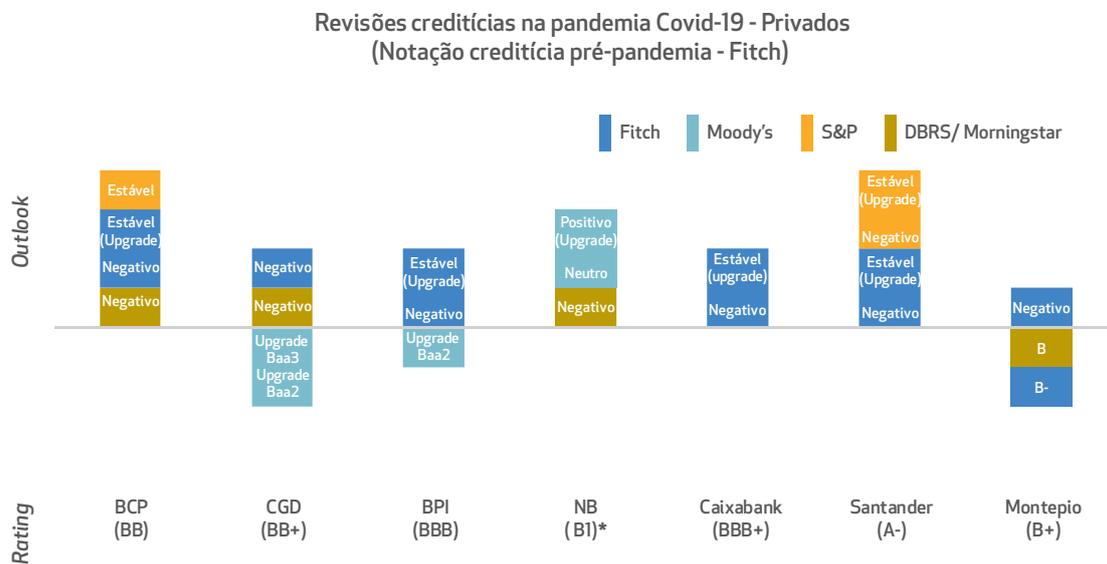
Nota: as revisões de notação ou de outlook, quando não associadas a indicação explícita de upgrade, correspondem a uma revisão em baixa da variável em causa.

No âmbito dos emitentes do setor financeiro, em particular da esfera bancária, as medidas monetárias de índole acomodatória, bem como as medidas temporárias dirigidas ao setor bancário, contribuíram para a amenização de possíveis correções descendentes adicionais a partir do final do primeiro semestre de 2020.

Não obstante, o fim do período temporário de medidas de suporte e de flexibilização, a trajetória da inflação, bem como as suas repercussões nas políticas monetárias, tendem a contribuir para colocar pressão adicional sobre o quadro descrito.

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

Figura 1.21



Fonte: Bloomberg.

Nota: as revisões de notação ou de outlook, quando não associadas a indicação explícita de upgrade, correspondem a uma revisão em baixa da variável em causa.

### 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 os setores segurador e setor dos fundos de pensões, enfrentam presentemente, são de destacar:

- **potenciais correções descendentes dos preços dos ativos** decorrentes da perceção de desalinhamento entre a valorização dos ativos e os seus fundamentais económico-financeiros. A nível nacional este risco torna-se particularmente relevante dada a **elevada concentração das carteiras de investimento em grupos económicos e setores financeiros restritos**;
- o **aumento recente da inflação**, que, se persistente, poderá conduzir a uma deterioração da capacidade de geração de novo negócio em determinados segmentos por intermédio da menor capacidade de poupança e poder de compra dos agentes económicos, para além de potenciais perdas do lado dos ativos no seguimento do aumento das *yields* dos títulos (ainda que acompanhado por uma redução do valor das responsabilidades). Não obstante, as mensagens das

autoridades monetárias sinalizam que a evolução em alta da inflação deverá esbater-se no curto prazo, estimando-se uma reversão do aumento desta variável para o ano de 2022;

- o recente aumento de casos de infeção por COVID-19, a nível internacional e doméstico, bem como o surgimento da nova variante Ómicron, motivou a reintrodução de medidas restritivas, agravando as **incertezas sobre a evolução da pandemia e consequente impacto na atividade económica**;
- a **manutenção do ambiente de baixas taxas de juros**, que condiciona significativamente a atratividade das garantias mínimas oferecidas nos seguros financeiros não ligados ;
- as **alterações climáticas e a transição para uma economia sustentável e de baixo carbono**, na perspetiva do setor segurador e dos fundos de pensões, encerra riscos de governação, reputacionais, legais e tecnológicos, com importantes desafios ao nível da alocação de capital e gestão de riscos conexos com o clima.
- os **riscos cibernéticos** constituem uma das principais fontes de **riscos operacionais** a que as entidades estão expostas, com potenciais impactos a nível financeiro e reputacional, e que se têm vindo a adensar com a aceleração do processo de digitalização e maior dependência em soluções remotas e digitais nas operações diárias e na relação entre as empresas e os consumidores.

### Principais riscos a afetar o setor segurador e setor dos fundos de pensões



Nota: O mapeamento dos riscos reflete uma síntese esquemática dos principais riscos para a estabilidade financeira, na perspetiva do setor segurador e do setor dos fundos de pensões. O tamanho dos círculos representa a materialidade do risco identificado, enquanto a cor dos círculos identifica a evolução esperada durante os próximos 12 meses, i.e., aumento (vermelho), manutenção (amarelo) ou diminuição (verde).

Figura 1.22

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





## 2.1 Carteiras de investimentos

No final do primeiro semestre de 2021, o conjunto de empresas de seguros sob supervisão prudencial da ASF detinha um total de ativos de cerca de 51 mil milhões de euros, mantendo-se, globalmente, na mesma ordem de grandeza do final de 2020. Deste conjunto, 27,7% correspondem a ativos afetos a seguros ligados, o que traduz um aumento de 2,1 pontos percentuais face ao término do ano transato. O aumento da representatividade dos ativos afetos a seguros *unit-linked* é uma tendência que se vem a observar desde o final de 2019, refletindo a aposta de um conjunto de operadores na comercialização destes produtos, a que não são alheios os desafios decorrentes do ambiente de taxas de juro muito baixas. Esta tendência, num mercado tradicionalmente conservador em termos de perfil de risco, exige um novo enfoque em matérias de gestão de riscos, de forma a alinhar as expectativas dos consumidores com os riscos por si percebidos e assumidos.

### Total de ativos das empresas de seguros e representatividade dos ativos afetos a seguros *unit-linked* no total de ativos das empresas de seguros entre 31 de Dezembro de 2014 e 30 de Junho de 2021

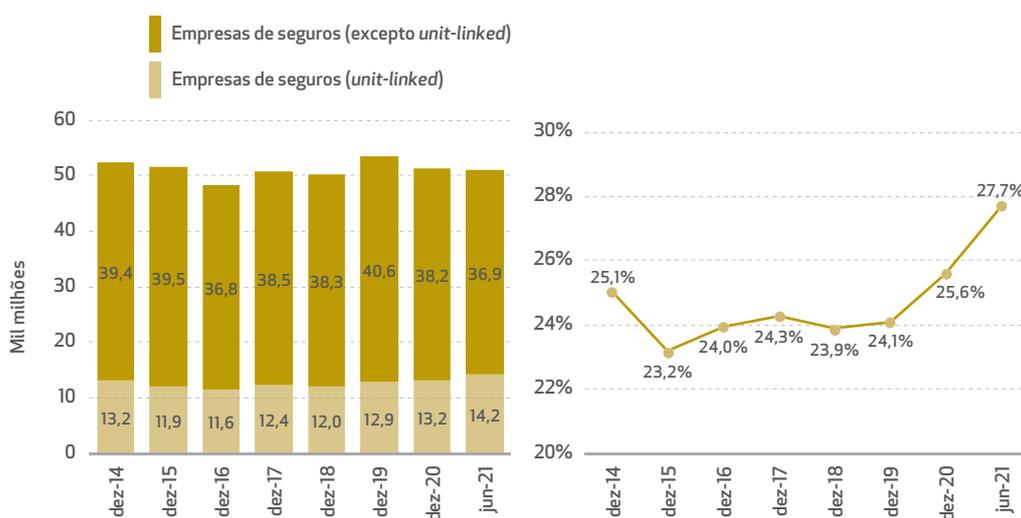
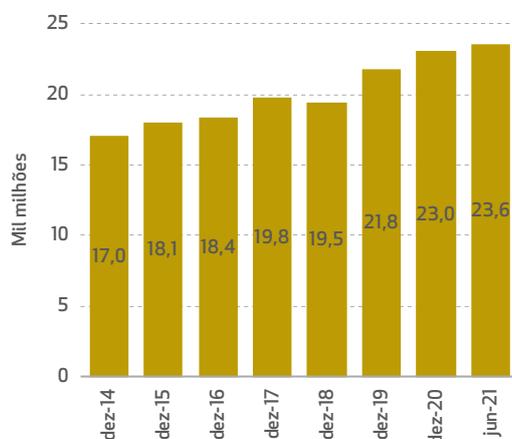


Figura 2.1

Por sua vez, o património dos fundos de pensões conheceu, em junho de 2021, um aumento de 8,6% face ao final de 2020, para 23,6 mil milhões, dando continuidade à tendência ascendente que se vem a observar nos últimos anos.

## Total do património dos fundos de pensões entre 31 de Dezembro de 2014 e 30 de Junho de 2021

Figura 2.2



Para o universo das empresas de seguros e dos fundos de pensões, procede-se de seguida à análise detalhada da política de investimentos, do perfil de durações e da qualidade creditícia das carteiras, e finalmente, dos principais emittentes/grupos económicos a que as carteiras se encontram expostas, e respetivos níveis de concentração.

### (i) Políticas de investimentos

Em termos da política de investimentos do mercado segurador (exceto *unit-linked*) a carteira obrigacionista permanece maioritária, com 75,5% do total, apesar do ligeiro decréscimo de representatividade em junho de 2021, face ao período homólogo anterior (-2,2 pontos percentuais). Destaca-se ainda o investimento em imobiliário (8,9% do total da carteira), correspondendo mais de metade deste valor a participações em empresas de investimento imobiliário, exposições que estão concentradas num conjunto restrito de operadores.

Quanto à carteira *unit-linked* das empresas de seguros, constata-se uma política de investimentos bastante diferenciada, com destaque para os fundos de investimento mobiliário que, no final do primeiro semestre de 2021, incrementaram 9,2 pontos percentuais face ao final de 2020, em detrimento dos títulos obrigacionistas, passando a representar metade do valor total de ativos em carteira. A alocação de ativos afetos a seguros *unit-linked* em categorias tendencialmente menos conservadoras, quando comparadas com a restante carteira da empresa de seguros, poderá ser reflexo do menor esforço em termos de requisitos de capital implícito nesta carteira de ativos.

No setor de fundos de pensões, destaca-se o peso representativo dos títulos de dívida, ainda que a sua expressão tenha vindo a diminuir no período mais recente, por via da redução do peso dos soberanos. Seguem-se, em termos de representatividade, os fundos de investimento mobiliário, que mantêm uma tendência crescente com um reforço de 3,2 pontos percentuais em junho de 2021, e os Imóveis e Fundos de Investimento Imobiliário.

### Evolução da política de investimentos<sup>29</sup> entre 31 de Dezembro de 2014 e 30 de Junho de 2021

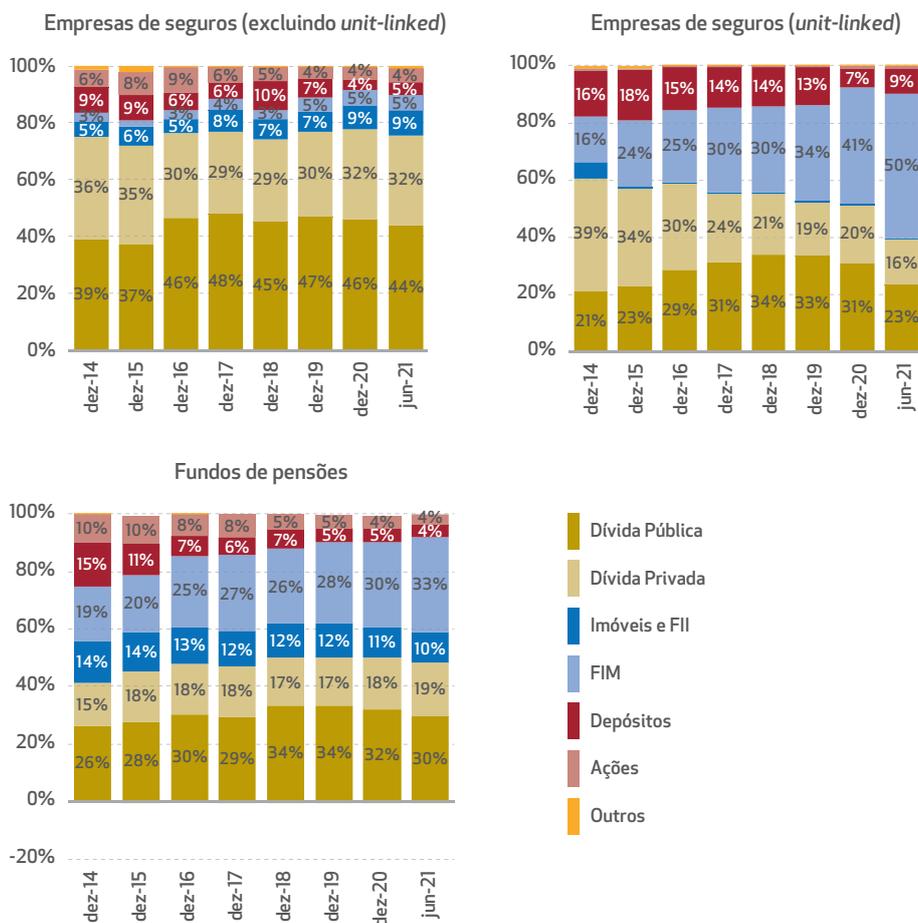


Figura 2.3

29 A categoria "Imóveis e FII" inclui participações em empresas de investimento imobiliário. A categoria "Outros" inclui derivados, hipotecas, empréstimos e outros ativos.

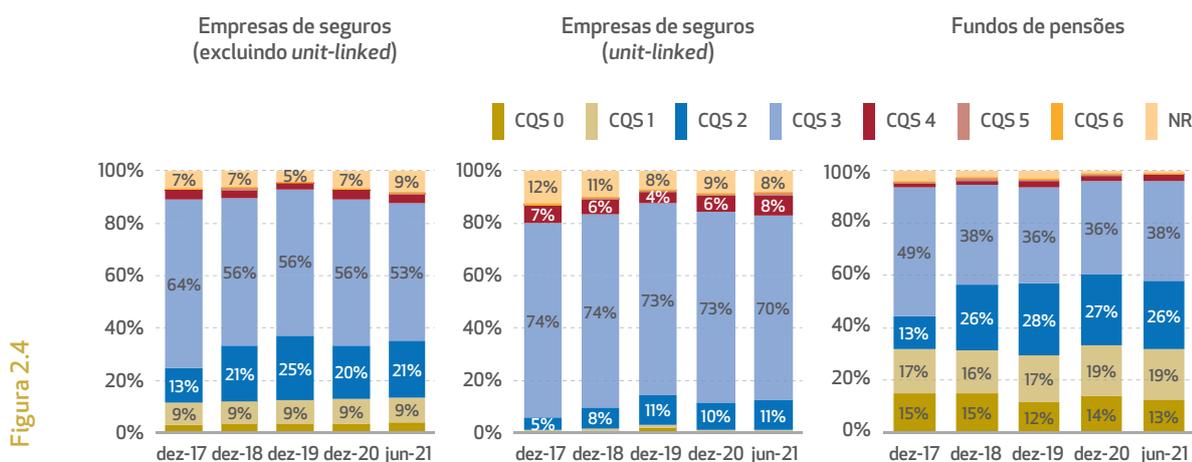
## (ii) Qualidade creditícia das carteiras

Em termos da qualidade creditícia da carteira obrigacionista, no conjunto das empresas de seguros (exceto *unit-linked*), salienta-se a ampla prevalência de títulos em território conotado como de investimento (87,7%), e, em particular, a predominância da categoria de *Credit Quality Step* (CQS) 3, portanto mais próxima da fronteira com o espaço considerado como especulativo / *high-yield*. Esta situação assume maior relevância na carteira de ativos afetos a produtos *unit-linked*, em que o total de ativos com CQS 3 totaliza 70% do seu valor. A carteira em causa revela ainda maior expressão de títulos em terreno especulativo, mais precisamente com classificação CQS 4.

Em termos médios, a qualidade creditícia das carteiras excluindo *unit-linked* manteve-se em BBB+, enquanto a carteira *unit-linked* permaneceu em BBB. A totalidade das empresas de seguros revelou uma qualidade creditícia média da sua carteira individual em nível conotado como de *investment grade*.

No caso dos fundos de pensões, a proporção total de títulos em território de investimento é mais elevada do que no setor segurador (96%, a junho de 2021), notando-se, neste caso, uma menor concentração na categoria mais próxima do limiar, isto é, CQS 3. O *rating* médio da carteira do setor é de A, significando uma folga superior face à fronteira entre os territórios *investment grade* e especulativo.

### Qualidade creditícia da carteira obrigacionista das empresas de seguros e fundos de pensões entre 31 de Dezembro de 2017 e 30 de Junho de 2021

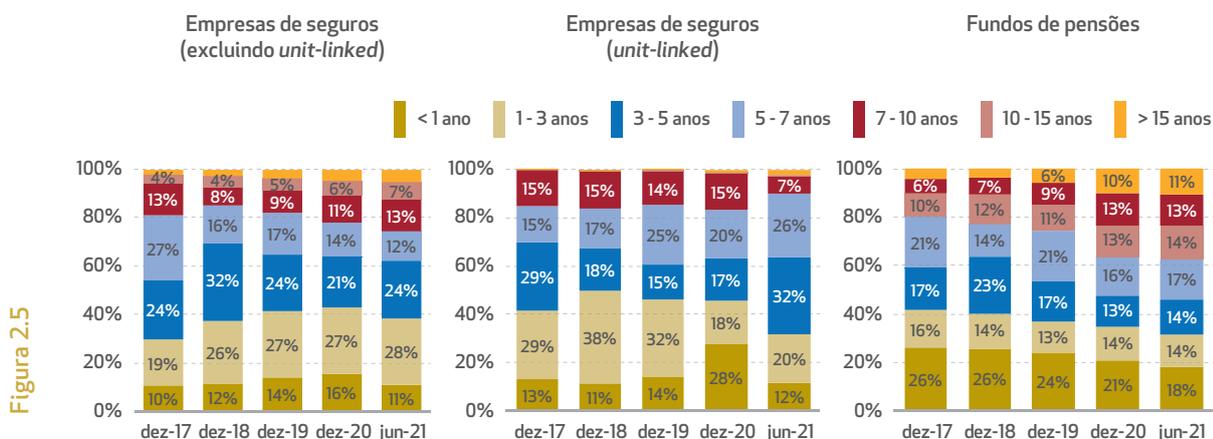


### (iii) Perfil de durações

A duração média da carteira obrigacionista do conjunto de empresas de seguros cifrou-se, em junho de 2021, em cerca de 5,3 anos para o negócio excluindo *unit-linked* e em 4,7 anos para o negócio *unit-linked*, mantendo assim um perfil de durações relativamente limitadas. Comparativamente ao final de 2020, ambas as carteiras registam um decréscimo da representatividade de títulos com duração inferior a um ano. No caso da carteira *unit-linked*, assiste-se ainda uma redução assinalável dos títulos com durações entre os sete e os 10 anos, a favor de durações mais intermédias.

No âmbito dos fundos de pensões, no final de junho de 2021, observa-se um perfil de durações semelhante ao término do ano transato, correspondendo a duração média da carteira obrigacionista a 6,3 anos, valor que supera o registado para as empresas de seguros.

### Duração da carteira obrigacionista das empresas de seguros e fundos de pensões entre 31 de Dezembro de 2017 e 30 de Junho de 2021



#### (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*) regista-se a prevalência de títulos classificados na categoria *investment grade* com durações até 10 anos (cerca de 75% do universo de títulos em análise). Na amostra remanescente predominam os títulos sem notação atribuída, com um peso de cerca de 8,4% do total, onde as durações são maioritariamente de um a 7 anos. Quanto à carteira *unit-linked*, mais de 80% dos títulos obrigacionistas são conotados com níveis entre os CQS 2 e 4, com durações também inferiores a 7 anos, sendo igualmente de destacar o peso de 8,5% dos títulos sem notação atribuída.

Face ao final de 2020, em ambos os negócios não *unit-linked* e *unit-linked*, o reforço mais notável ocorreu nos títulos com CQS 3 de duração entre os três e cinco anos, enquanto o maior decréscimo se situou nos títulos com a mesma qualidade creditícia, mas de duração inferior a um ano.

No que concerne aos fundos de pensões, os títulos classificados como de *investment grade* predominam, também maioritariamente com durações até 10 anos (cerca de 73% do universo total), sendo de ressaltar, comparativamente ao setor segurador, a menor concentração junto da fronteira do território de investimento.

## Distribuição combinada da qualidade creditícia e da duração da carteira obrigacionista das empresas de seguros e dos fundos de pensões a 30 de junho de 2021 e variação face a 31 de dezembro de 2020

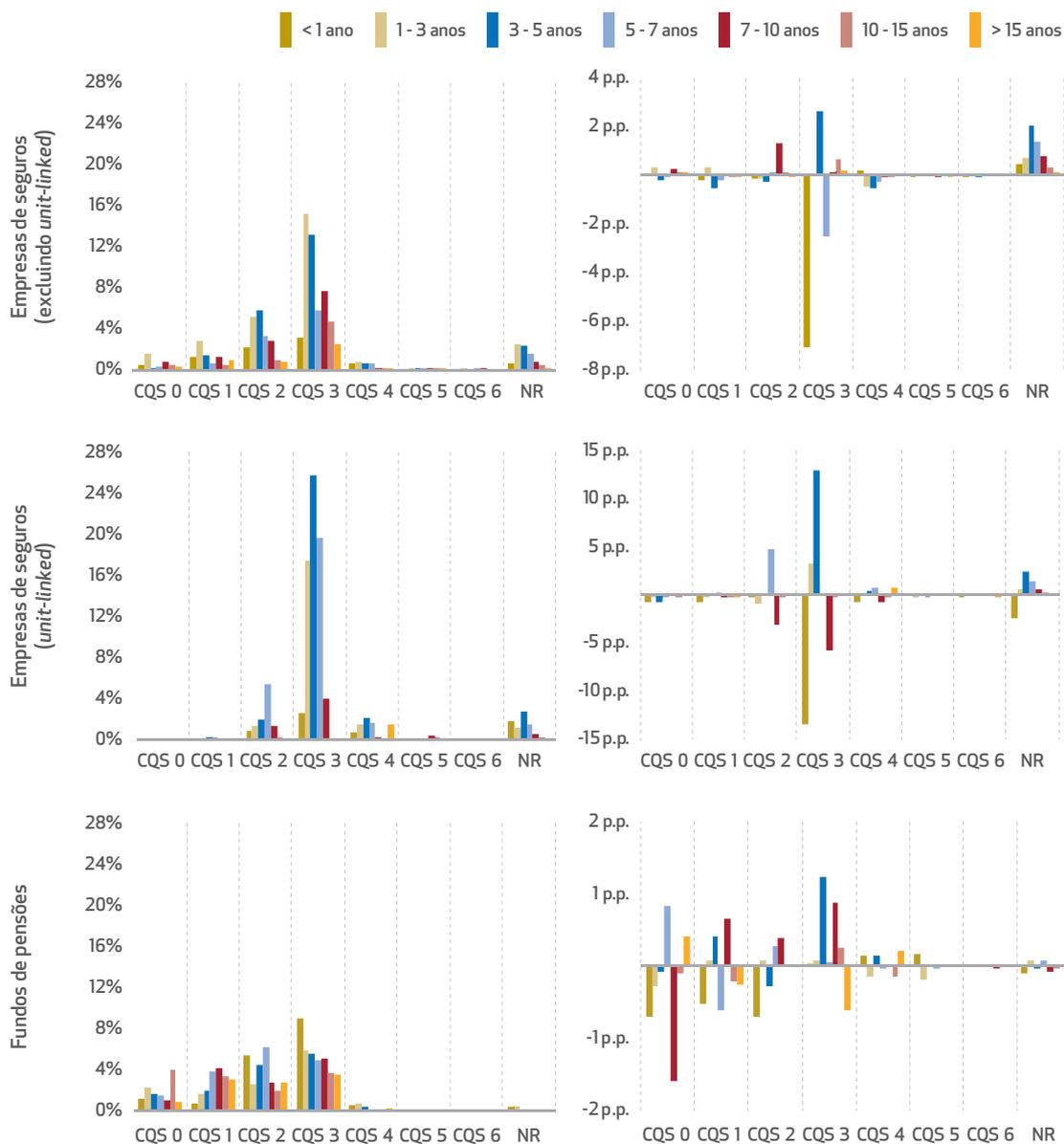


Figura 2.6

### (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, e que detêm participações no setor segurador e no setor de fundos de

pensões. As primeiras estão tendencialmente mais disseminadas pelos diversos operadores, ao passo que as segundas tendem a concentrar-se em subconjuntos mais restritos de entidades.

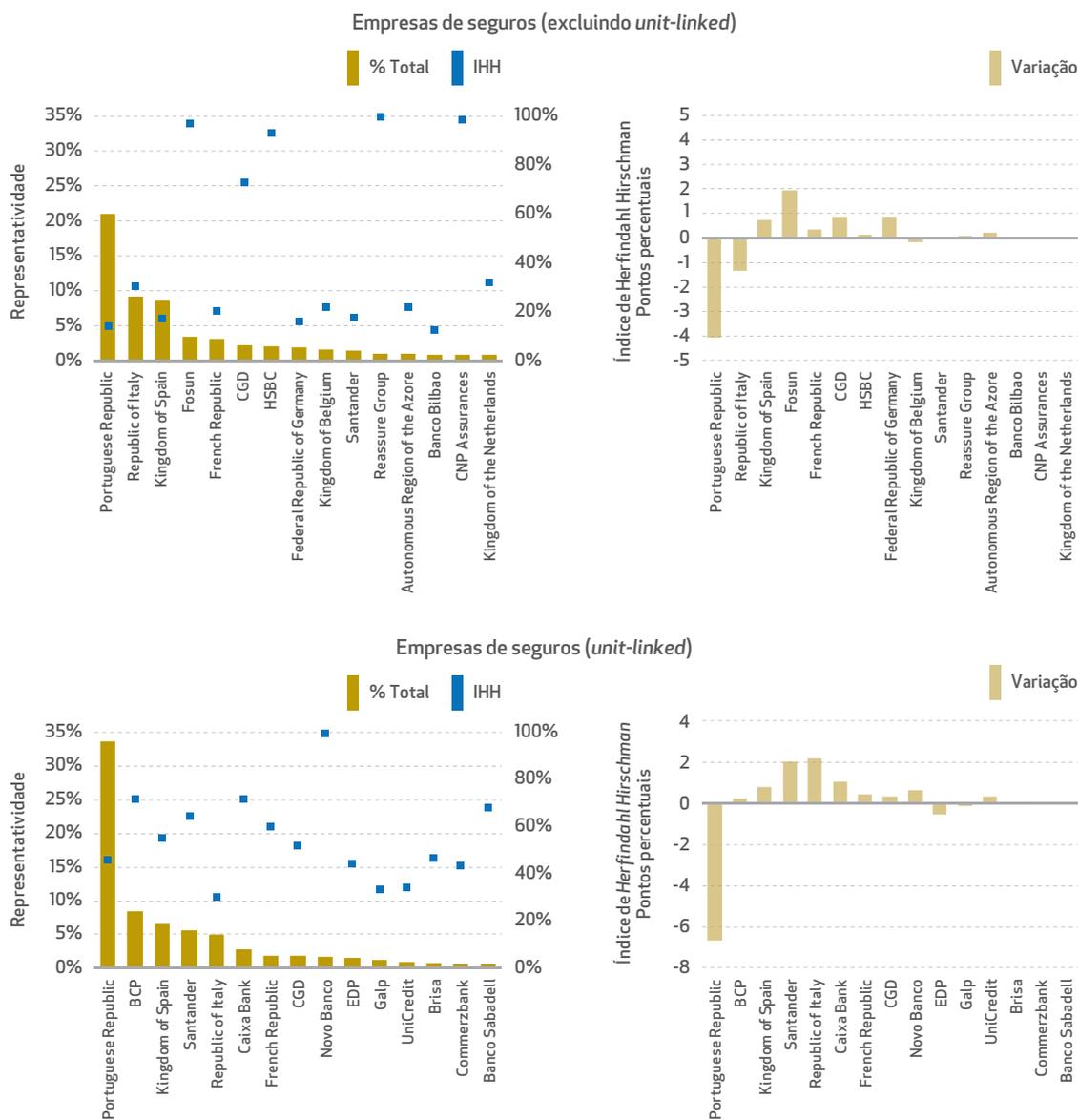
No contexto segurador (exceto *unit-linked*), o peso agregado das cinco principais exposições ascende a quase 50% do total de ativos, revelando que as principais contrapartes concorrem para uma proporção muito material dos portefólios. Deste subconjunto, quatro dos cinco principais emitentes correspondem 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 na generalidade do mercado, o que é patente no relativamente baixo nível de concentração da carteira de dívida pública, quando medido pelo 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 nesta carteira de quase 75%, concentrado apenas numa empresa.

No caso da carteira *unit-linked* das empresas de seguros, são patentes níveis de concentração ainda mais pronunciados, sendo a representatividade do principal emitente, o soberano nacional, de cerca de um terço do total de ativo. Note-se, contudo, que este nível de concentração deverá estar conexo com o menor número de empresas a operar no segmento. Dos restantes grupos económicos representados nas quinze maiores exposições, destaca-se a predominância de grupos bancários e de empresas do setor energético.

No caso dos fundos de pensões, os níveis de concentração são consideravelmente menos elevados, sendo a proporção combinada dos três principais emitentes de 33%. À semelhança do setor segurador, este subconjunto é constituído por soberanos europeus, notando-se, no entanto, uma maior preferência por economias menos vulneráveis a potenciais fenómenos de fragmentação.

Face ao final de 2020, quer no âmbito do negócio não *unit-linked* como do negócio *unit-linked* das empresas de seguros, destaca-se a redução mais expressiva do principal emitente em ambas as carteiras, *i.e.*, o soberano nacional. Já no contexto dos fundos de pensões, as variações no último semestre são mais comedidas. Não obstante, salienta-se o facto dos principais aumentos se concentrarem em exposições bancárias, enquanto os principais decréscimos, de uma forma geral, são soberanos europeus, com destaque para a Alemanha.

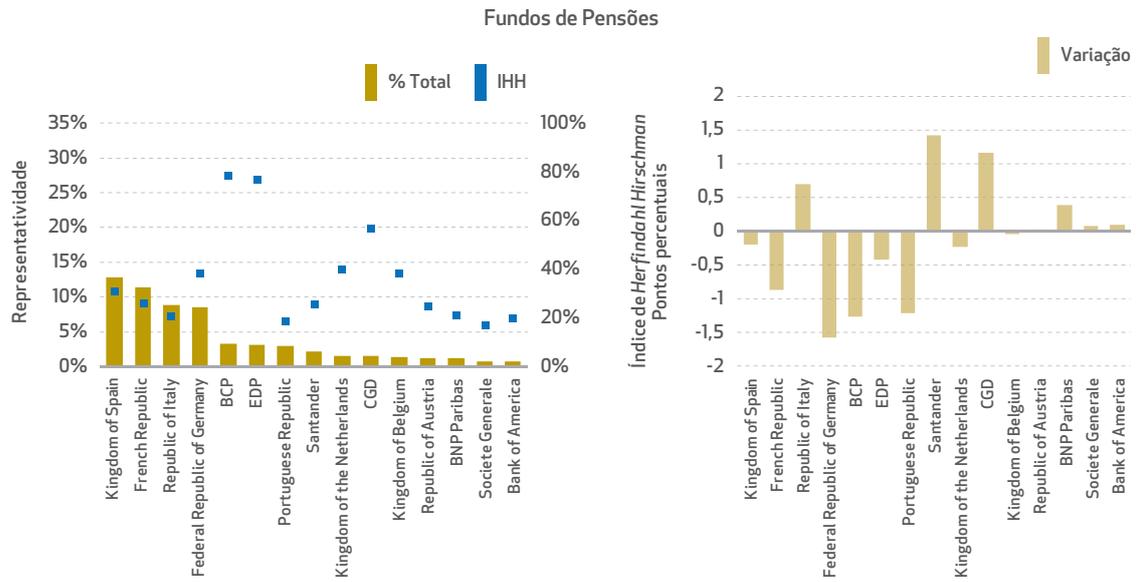
Exposição por principal emitente/ grupo económico nas carteiras de investimento das empresas de seguros e fundos de pensões a 30 de junho de 2021 e decorrente nível de concentração; e variação da exposição face a 31 de Dezembro de 2020<sup>30</sup>



(continua)

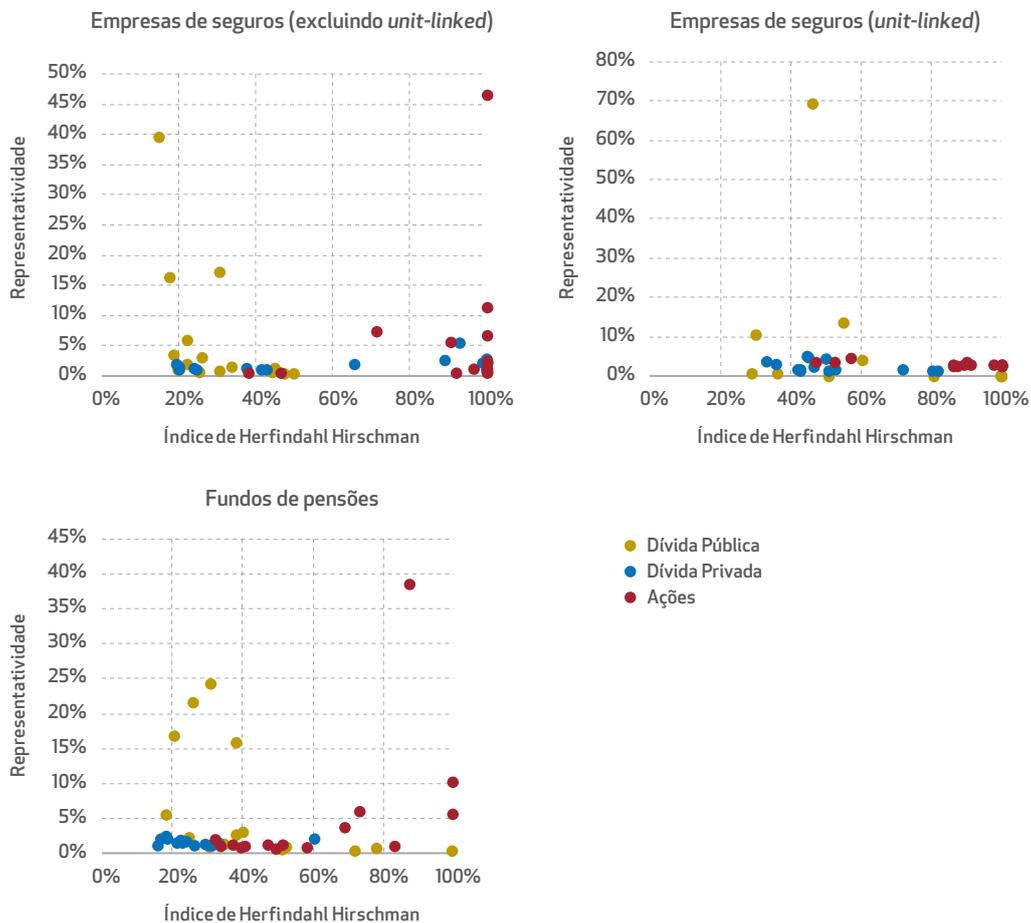
30 A análise inclui obrigações, ações, produtos estruturados, numerários e depósitos e hipotecas e empréstimos.

Figura 2.7



Exposição e nível de concentração dos principais emissores/grupos económicos nas carteiras de dívida pública, privada e acionista a 30 de junho de 2021

Figura 2.8



## 2.2 Evolução do setor segurador

### 2.2.1 Solvabilidade

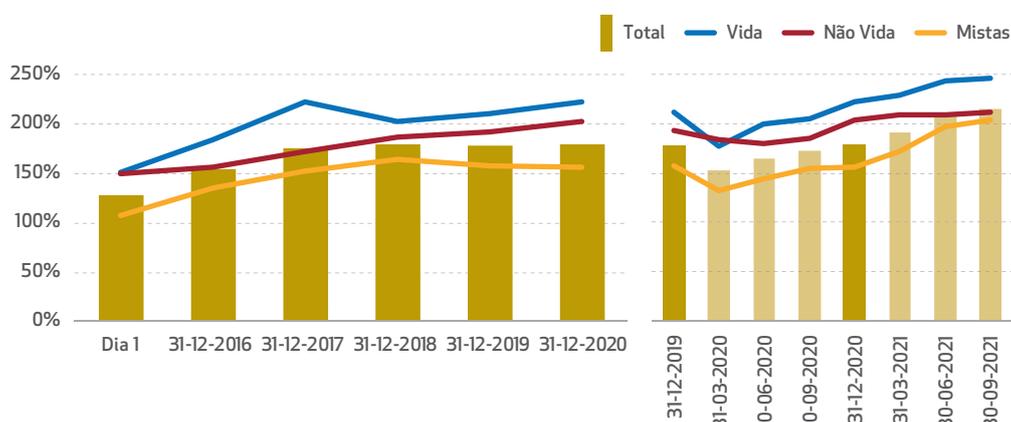
A 30 de junho de 2021, o rácio de cobertura do SCR do conjunto das empresas sob supervisão prudencial da ASF situou-se em 209%, tendo ascendido a 215% em setembro de 2021, o que representa um crescimento de 35 pontos percentuais face a 31 de dezembro de 2020. Esta evolução é justificada essencialmente pelo crescimento do rácio das empresas Mistas (47 pontos percentuais), enquanto que os rácios das empresas Vida e Não Vida apresentaram aumentos mais reduzidos (24 e 8 pontos percentuais).

No que respeita ao rácio de cobertura do MCR, a junho de 2021, o mesmo evidenciou uma subida de 48 pontos percentuais para 582%, tendo ascendido a 598% no final do mês de setembro (mais 64 pontos percentuais, comparativamente a dezembro de 2020). Por tipologia de empresas, o rácio do conjunto de empresas Mistas obteve um crescimento de 62 pontos percentuais a junho de 2021, e o posicionamento em 593% no final do mês de setembro (mais 73 pontos percentuais em comparação com dezembro de 2020). Também o conjunto das empresas Vida e Não Vida apresentaram aumentos neste rácio, a junho (70 e 29 pontos percentuais) e a setembro (75 e 24 pontos percentuais), respetivamente. De salientar que todos os conjuntos de empresas referidos registaram rácios de cobertura do MCR superiores a 500%.

Importa, contudo, destacar que, devido aos efeitos da pandemia, os rácios SCR e MCR registaram uma queda significativa no primeiro trimestre de 2020. Desde então esses rácios têm vindo a subir, em linha com a recuperação observada nos mercados financeiros, ultrapassando mesmo os valores pré-pandemia.

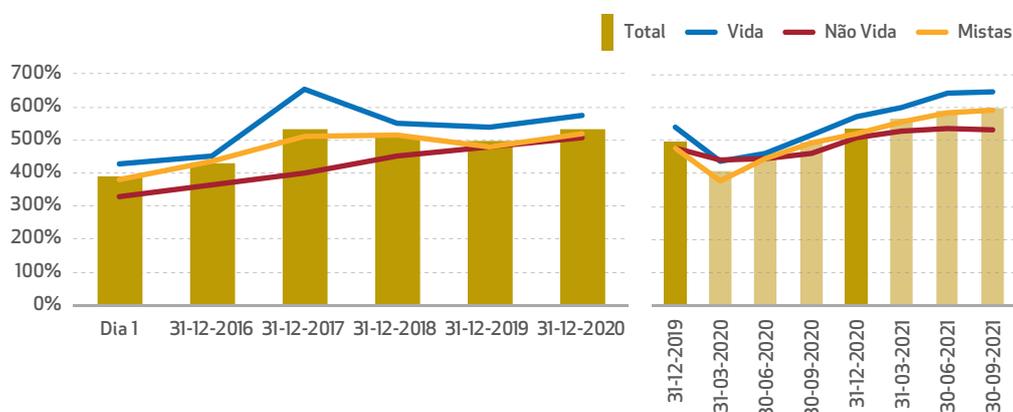
#### Evolução dos rácios de cobertura do SCR, em base anual e detalhe trimestral desde o final de 2019

Figura 2.9



## Evolução dos rácios de cobertura do MCR, em base anual e detalhe trimestral desde o final de 2019

Figura 2.10

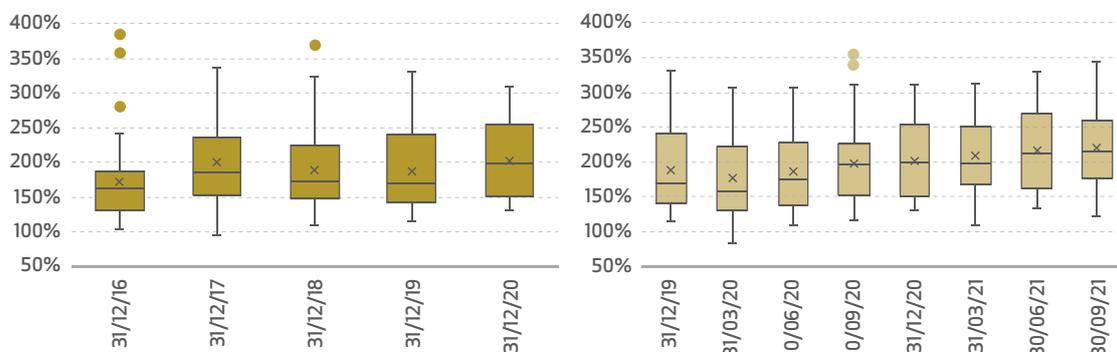


De seguida, apresenta-se a distribuição dos rácios de cobertura do SCR e do MCR desde 2016. Da análise trimestral ao período mais recente, regista-se que a totalidade das empresas apresentava rácios SCR superiores a 100%, exceto no final do primeiro trimestre de 2020, em resultado da quebra significativa dos mercados financeiros. Desde esse momento, a distribuição destes indicadores tem vindo a melhorar progressivamente.

Em relação à cobertura do MCR, verifica-se igualmente uma tendência ascendente, salientando-se que, no final do terceiro trimestre de 2021, todas as empresas de seguros apresentavam rácios superiores a 200%.

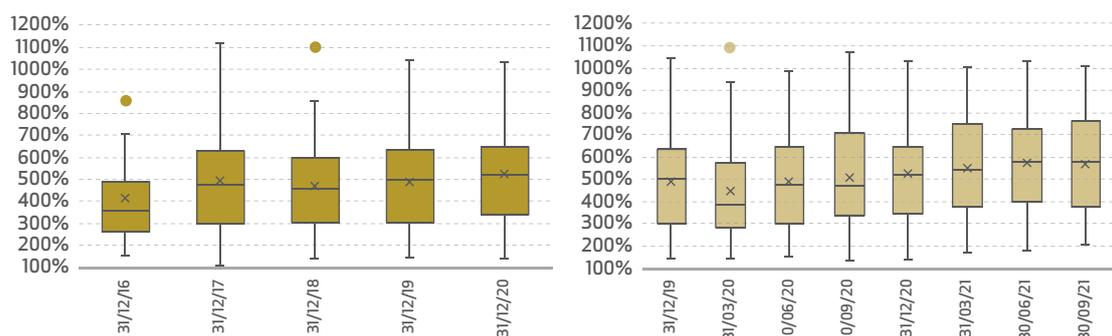
### Evolução da distribuição do rácio de cobertura do SCR, em base anual e detalhe trimestral desde o final de 2019<sup>31</sup>

Figura 2.11



### Evolução da distribuição do rácio de cobertura do MCR, em base anual e detalhe trimestral desde o final de 2019

Figura 2.12

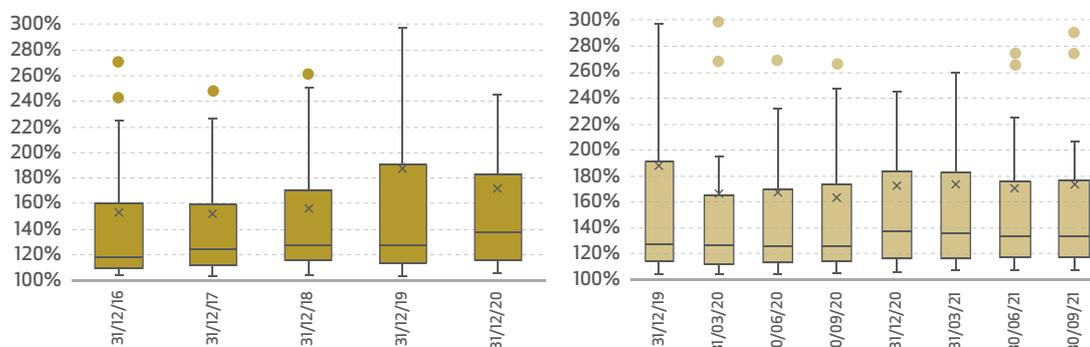


O rácio agregado de ativos sobre passivos (excluindo os seguros ligados) para o mesmo conjunto de empresas em junho e setembro de 2021, cresceu 1,8 e 3,3 pontos percentuais, respetivamente, para 120,2% e 121,8%, face ao final de 2020. Devido à pandemia de Covid-19, durante o primeiro trimestre de 2020, este indicador atingiu o valor mais reduzido (113,7%) desde dezembro de 2016. Posteriormente, verificou-se o crescimento deste rácio, atingindo, no final do terceiro trimestre de 2021, o valor mais elevado do mesmo período.

<sup>31</sup> Os gráficos seguintes representam os rácios mínimo, máximo, os quartis 25% e 75%, a mediana e a média simples, bem como identificam, separadamente, alguns valores estatisticamente considerados como *outliers* (nem todos estão representados no gráfico, por excederem o limite superior do eixo das ordenadas).

## 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 2019

Figura 2.13



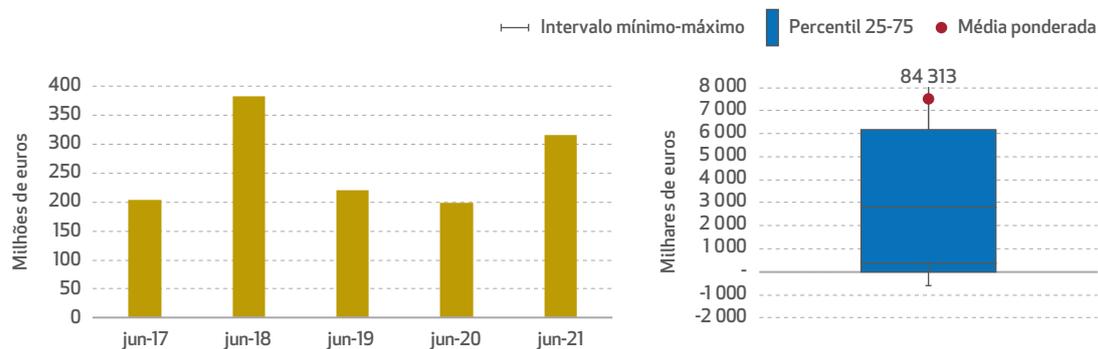
## 2.2.2 Rendibilidade

Depois de uma ligeira quebra nos primeiros seis meses de 2020, no primeiro semestre de 2021 o mercado segurador sob supervisão prudencial da ASF apresentou um total de 315 milhões de euros de resultado líquido, mais 116 milhões de euros do que no mesmo período de 2020, o que representa um crescimento de 58,2%.

Ainda assim, no total de 38 empresas de seguros a operar no mercado nacional, 21 viram os seus lucros reduzir face ao período homólogo, embora apenas duas empresas tenham apresentado resultados líquidos negativos.

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

Figura 2.14



Por sua vez, o resultado técnico global dos operadores supervisionados pela ASF registou um aumento de 52,2% face ao primeiro semestre de 2020, atingindo 398 milhões de euros. Este crescimento foi mais acentuado no conjunto do ramo Vida (136,2%), com os ramos Não Vida a apresentar também uma evolução positiva, de 8,2%.

O resultado técnico do ramo Vida cresceu 122,5 milhões de euros no primeiro semestre de 2021, face ao período homólogo. Este crescimento é justificado pela melhoria do resultado financeiro, em 102,7 milhões de euros, bem como pelo saldo de resseguro, que evoluiu favoravelmente em 40,9 milhões de euros. Em sentido inverso, a margem bruta antes de resseguro registou uma quebra de 21,2 milhões de euros.

Em relação aos ramos Não Vida, o resultado técnico global subiu 14,1 milhões de euros no primeiro semestre de 2021, comparativamente ao mesmo período de 2020. Para tal contribuíram a margem bruta antes de resseguro e o resultado financeiro, com aumentos de 42,1 e 32,5 milhões de euros, respetivamente. Em sentido contrário, o saldo de resseguro deteriorou-se em 61 milhões de euros.

Ao analisar os principais segmentos Não Vida, observa-se a existência de comportamentos distintos em termos evolutivos. Enquanto a modalidade Acidentes de Trabalho e o seguro Automóvel apresentaram crescimentos de 30 e 24 milhões de euros, respetivamente, o ramo Doença e o grupo de ramos de Incêndio e Outros Danos apresentaram quebras face ao período homólogo de 2020, de 19 e 15 milhões de euros, respetivamente.

## Evolução dos resultados técnicos globais

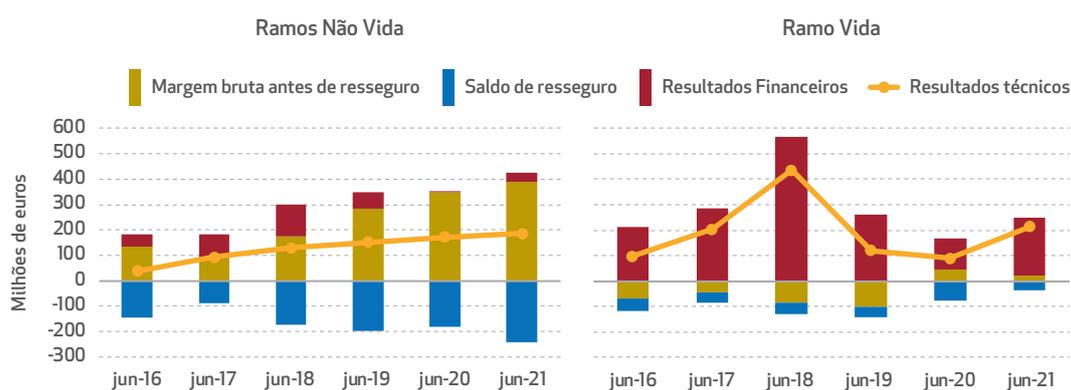


Figura 2.15

### Caixa 3 – Análise do nível de concentração do setor segurador nacional

Nos últimos 10 anos, o número de empresas 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 ao nível do conjunto das empresas sujeitas à supervisão prudencial da ASF, ou seja, das empresas de direito português, maioritariamente em resultado de um conjunto de fusões por incorporação.

A progressiva redução do universo 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, na medida em que uma maior concentração de mercado pode limitar os benefícios para o consumidor em termos de redução de preços e de qualidade de serviço.

#### Evolução da estrutura do mercado segurador nacional

	2011				2016				2021			
	Vida	Não Vida	Mistas	Total	Vida	Não Vida	Mistas	Total	Vida	Não Vida	Mistas	Total
<b>Empresas em regime de estabelecimento</b>	20	47	12	79	18	43	12	73	16	39	11	66
<b>Empresas de direito português</b>				44				43				38
Anónimas	14	22	7	43	14	23	5	42	12	21	4	37
Mútuas	0	1	0	1	0	1	0	1	0	1	0	1
<b>Sucursais de empresas estrangeiras</b>				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
<b>Empresas de seguros em LPS</b>				507				570				596

Figura 2.16

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 à luz de uma distribuição desigual das respetivas quotas dos operadores, ou de um reduzido número de empresas no mercado<sup>32</sup>.

Como se pode aferir dos resultados apresentados na figura 2.17, considerando o subconjunto de empresas em regime de estabelecimento, o mercado de seguros nacional posicionou-se, em junho de 2021, em torno de um nível de concentração moderado.

No conjunto das empresas a operar no ramo Vida, o nível de concentração evoluiu positivamente no período mais recente, passando de níveis em torno de fronteira de concentração alta em 2011 e 2016, para concentração moderada em 2021. Efetivamente, enquanto em 2016 as duas maiores empresas a operar neste ramo detinham 57,7% do total da produção, em 2021 este número fixou-se em 46,6%. Por sua vez, no âmbito dos ramos Não Vida, a evolução é oposta, verificando-se um aumento do nível de concentração nos últimos dez anos, de um nível baixo para um nível moderado.

Detalhando a análise para os principais segmentos Não Vida, verifica-se que o perfil de concentração, e respetiva evolução histórica, difere consideravelmente entre linhas de negócio. A modalidade de Acidentes de Trabalho é aquela que revela um aumento mais notável no período em análise, evoluindo de um nível baixo de concentração para um nível alto, ainda que próximo da fronteira com o espaço considerado como moderado. Neste subconjunto, em junho de 2021, as duas maiores empresas a operar na modalidade detinham 56,2% do total da produção. Considerando-se as cinco maiores empresas, este número ascende a quase 80% do total da produção nacional do ramo.

---

32 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.

Quanto ao ramo Doença, este é, do conjunto de linhas de negócio sob análise, aquele que apresenta historicamente um nível de concentração mais elevado, situando-se num patamar de concentração alta desde 2016. Neste segmento, no final do primeiro semestre de 2021, a empresa com maior quota de mercado representava 36,6% do total da produção.

Os restantes ramos Não Vida apresentados na figura 2.17, mais precisamente os segmentos Automóvel, Incêndio e Outros Danos e Responsabilidade Civil Geral (RCG), apresentam, em 2021, níveis de concentração moderados, sendo esta a realidade desde 2016. Não obstante, verifica-se um aumento considerável face a 2011, período onde as três modalidades referidas exibiam um nível de concentração baixo.

### Evolução do IHH do conjunto de empresas em regime de estabelecimento em Portugal por linha de negócio

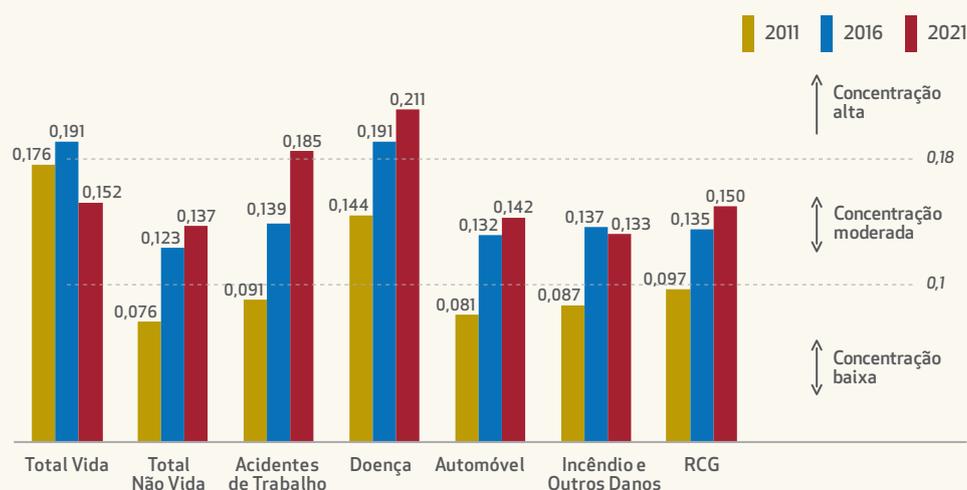


Figura 2.17

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, na maioria das linhas de negócio 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, importa 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), nem a avaliação dos níveis de concentração na perspetiva de grupos seguradores.

### 2.2.3 Atividade do Ramo Vida

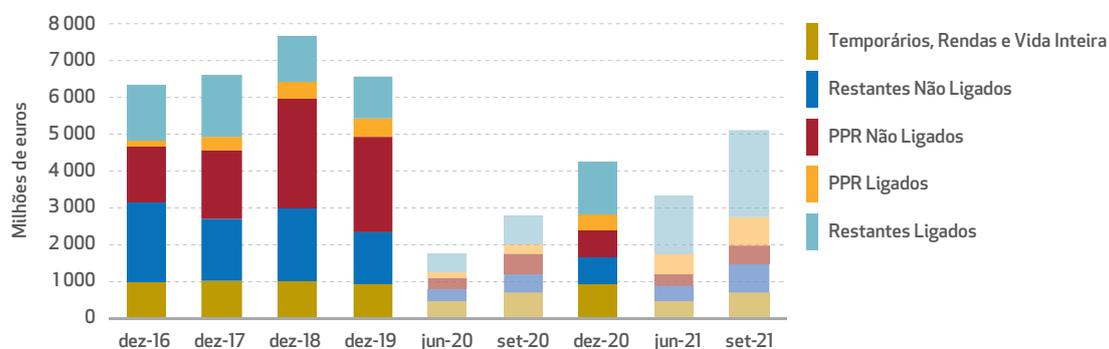
A produção global de seguro direto do ramo Vida das empresas de seguros sob a supervisão prudencial da ASF<sup>33</sup> apresentou quebras em 2019 e, de forma mais expressiva, em 2020, refletindo a intensificação dos desafios associados ao ambiente de taxas de juro muito baixas, que condicionam significativamente a atratividade das garantias mínimas oferecidas nos seguros financeiros não ligados. Em 2020, o comportamento de queda terá ainda sido agravado pelos constrangimentos causados pelas medidas de combate à pandemia de Covid-19, sobretudo no segundo trimestre.

Durante esse período, várias empresas de seguros, incluindo algumas de maior dimensão, começaram a implementar ajustes aos seus modelos de negócio, reforçando a aposta na oferta de seguros *unit-linked*, como forma de aliviar a pressão colocada pela conjuntura de baixas taxas de juro sobre a gestão de riscos e a solvência. Essa alteração de estratégia teve resultados mais visíveis em 2021, com os dados até junho e setembro a evidenciarem um aumento homólogo, respetivamente, de 89,9% e de 82,9% da produção total do ramo Vida, impulsionado precisamente pelo segmento dos seguros ligados.

---

33 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.

## Evolução da produção de seguro direto do ramo Vida



	jun-21	set-21	Peso em jun-21	Peso em set-21	variação homóloga face a jun-20	variação homóloga face a set-20
Temp, Rendas e VI	464	700	14,0%	13,7%	2,1%	2,7%
PPR Não Ligados	316	483	9,5%	9,4%	1,3%	-5,1%
Restantes Não Ligados	421	784	12,7%	15,3%	23,0%	49,1%
PPR Ligados	522	796	15,7%	15,6%	257,9%	188,4%
Restantes Ligados	1 600	2 350	48,1%	46,0%	223,2%	192,9%
<b>Total</b>	<b>3 324</b>	<b>5 113</b>			<b>89,9%</b>	<b>82,9%</b>

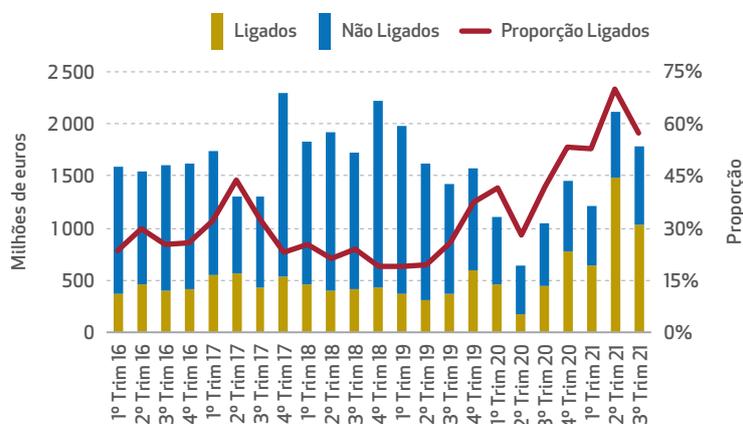
Figura 2.18

Com efeito, no que diz respeito ao acumulado dos três primeiros trimestres do ano 2021, não obstante apenas a produção dos PPR não ligados ter apresentado uma variação homóloga negativa, foi no segmento dos produtos ligados que se observou um crescimento mais significativo, tendo a produção quase triplicado face ao mesmo período de 2020.

Na figura seguinte, exibe-se a evolução trimestral do peso da produção dos seguros *unit-linked* no total da produção do ramo Vida, sendo possível observar que a trajetória ascendente começou sensivelmente no início de 2019, com uma interrupção no segundo trimestre de 2020, que correspondeu a um período atípico por força do impacto inicial da pandemia de Covid-19, e uma nova descida no terceiro trimestre de 2021.

## Evolução trimestral da produção dos seguros ligados e não ligados

Figura 2.19

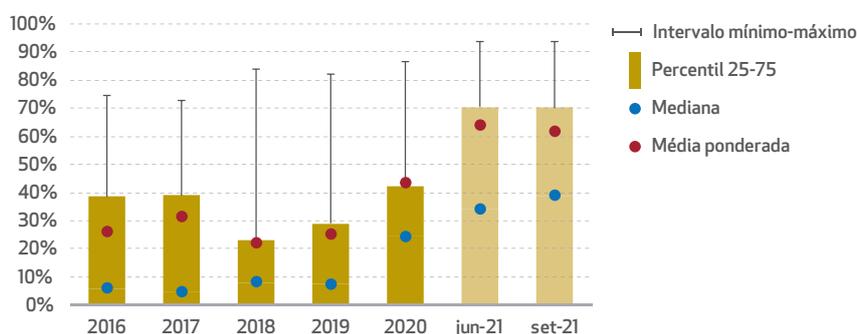


Ainda assim, considerando os valores acumulados a junho e setembro de 2021, a produção dos seguros ligados representou, respetivamente, 63,8% e 61,5% da produção total, que compara com cerca de 44% em 2020 e 25% em 2019. A título de referência, salienta-se que a média europeia se cifrou em cerca de 33% em 2020<sup>34</sup>.

Numa ótica individual, é de destacar que, do conjunto de 16 empresas nacionais que se encontravam a operar em 2021, a produção dos seguros ligados até setembro de 2021 representava mais de 40% da respetiva produção total em metade desse universo, e mais de 70% em quatro entidades.

## Distribuição da proporção da produção dos seguros ligados

Figura 2.20



34 Financial Stability Report, julho 2021, EIOPA.

Os dados apresentados evidenciam uma clara alteração na estrutura da produção do ramo Vida e no modelo de negócio de alguns operadores, num mercado tradicionalmente caracterizado por um perfil mais conservador e pela preferência dos tomadores de seguros por produtos com garantias de capital ou de rendibilidade mínima. Esta tendência, a manter-se, torna mais premente a adequada gestão de riscos articulada com o risco reputacional, tendo em conta as questões que se colocam em matéria de proteção dos consumidores, dada a maior exposição dos tomadores de seguros a perdas decorrentes de evoluções adversas nos mercados financeiros.

Até ao final do segundo e terceiro trimestres de 2021, os custos com sinistros apresentaram variações homólogas de 47% e 24,3%, pela mesma ordem. Apesar de essa rubrica ter aumentado em relação a todas as modalidades em análise, o incremento foi maior nos seguros não ligados.

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

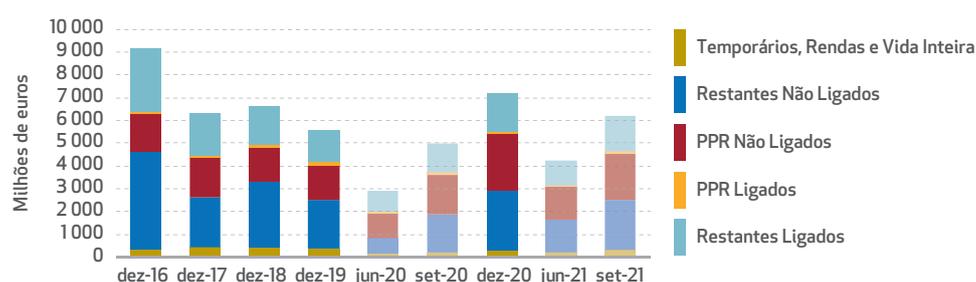


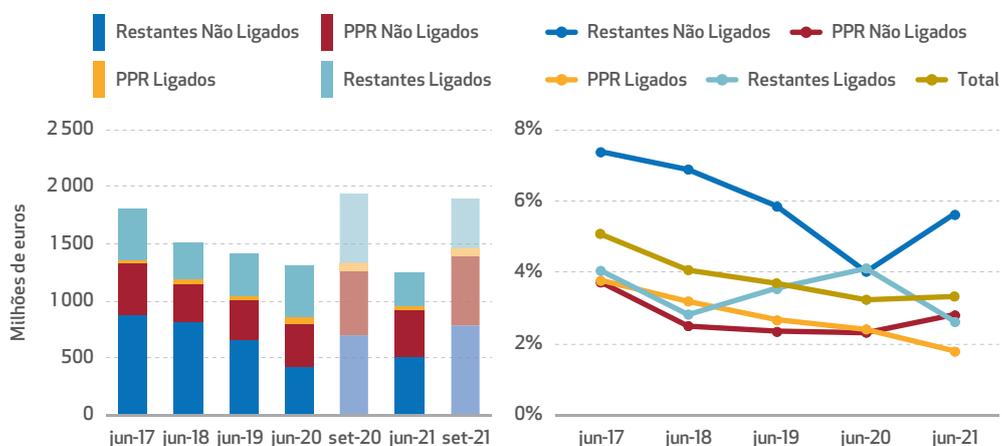
Figura 2.21

Para os produtos financeiros, a variação registada deveu-se essencialmente às saídas por vencimento. Já os custos com sinistros dos seguros de risco (i.e. temporários, rendas e vida inteira) registaram aumentos homólogos, a junho e a setembro, de cerca de 25% e 32%, quando em 2019 e 2020 haviam decrescido.

Em termos homólogos, a taxa média de resgates até junho de 2021 incrementou 0,1 pontos percentuais, para 3,3%. Atendendo a que, para os produtos ligados, a variação deste indicador foi no sentido de diminuição, a ligeira subida verificada em termos globais é explicada pelos PPR não ligados e, de forma mais significativa, pelos restantes seguros não ligados, em relação aos quais se apurou uma subida da taxa média de resgates, contrariando a trajetória descendente que se tem vindo a observar nos últimos anos. A evolução dos resgates no terceiro trimestre não veio alterar os comportamentos descritos, tendo-se apurado, em termos acumulados, uma taxa média de resgates de 5%, que compara com 4,8% a setembro de 2020.

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

Figura 2.22

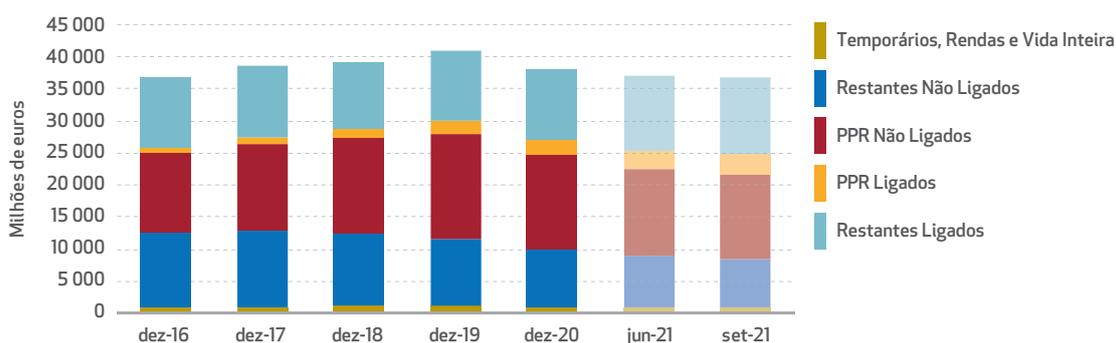


Nota: Taxa de Resgate = Resgates (ano n) / [Provisões matemáticas, provisões para seguros e operações em que o risco de investimento é suportado pelo tomador de seguro ou passivos financeiros de produtos resgatáveis (dez ano n-1)]

Não obstante a evolução positiva da produção no período em análise e da expansão da carteira dos *unit-linked*, tal não foi suficiente para reverter o comportamento de contração do valor global das provisões técnicas / passivos financeiros, tendo sido observado, face ao final do ano anterior, um decréscimo de 2,6% e de 3,4% até junho e setembro de 2021, respetivamente. Em relação ao segmento dos seguros não ligados essa redução foi de 9,1% e de 12,4%, pela mesma ordem.

## Evolução das provisões técnicas / passivos financeiros

Figura 2.23



## 2.2.4 Atividade dos ramos Não Vida

### 2.2.4.1 Produção e sinistralidade

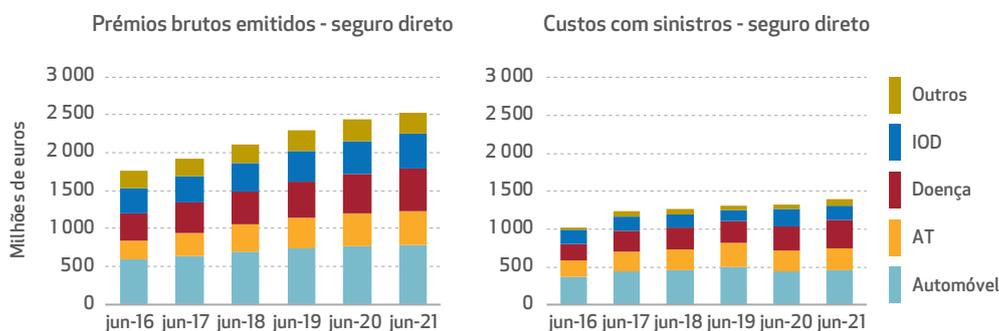
No primeiro semestre de 2021, o total de prémios brutos emitidos de seguro direto do conjunto dos ramos Não Vida cifrou-se em 2 528 milhões de euros, um incremento de 3,4% face ao período homólogo, prosseguindo, assim, a tendência verificada nos últimos anos de desaceleração do crescimento da produção.

Todos os principais ramos seguiram esta tendência, sendo que o destaque, em termos de crescimento, incide sobre o ramo Doença (+7,7%), cujo peso relativo na produção passou a ser de 22% no final do semestre, um aumento de 0,9 pontos percentuais face ao mesmo período de 2020. A modalidade Acidentes de Trabalho e o grupo de ramos Incêndio e Outros Danos apresentaram acréscimos da produção de 5,4%, em ambos os casos. Por sua vez, o seguro Automóvel registou, em termos homólogos, um ligeiro decréscimo (-0,4%), permanecendo, ainda assim, como o segmento mais representativo (30,7%).

Quanto aos custos com sinistros de seguro direto, assistiu-se, no primeiro semestre, a um aumento global de 5,2%, e, por conseguinte, de magnitude superior ao aumento da produção, verificando-se algumas diferenças de comportamento entre ramos. Mais especificamente, enquanto o ramo Doença sofreu um acréscimo significativo de 18,6%, o agregado de Incêndio e Outros Danos viu esta variável contrair-se em 15% no mesmo período. Os restantes segmentos de maior relevo, Automóvel e Acidentes de Trabalho, registaram aumentos de 3,3% e 4,9%, respetivamente.

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

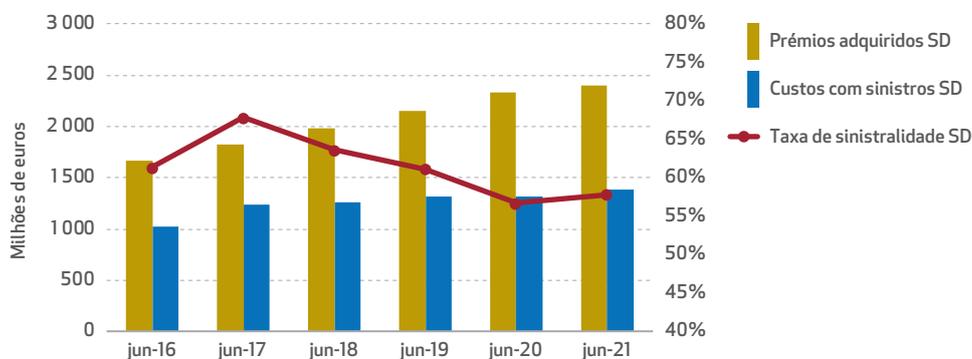
Figura 2.24



O facto de os custos com sinistros terem aumentado, em termos globais, em maior proporção do que a produção conduziu a um aumento da taxa de sinistralidade do conjunto dos ramos Não Vida de 1,1 pontos percentuais, para 57,8%.

## Evolução anual da taxa de sinistralidade de Não Vida

Figura 2.25



Quanto à evolução trimestral da taxa de sinistralidade do conjunto de ramos Não Vida, verifica-se, até setembro de 2021, uma aproximação aos valores registados no período homólogo anterior.

## Evolução trimestral da produção, dos custos com sinistros e taxa de sinistralidade de Não Vida

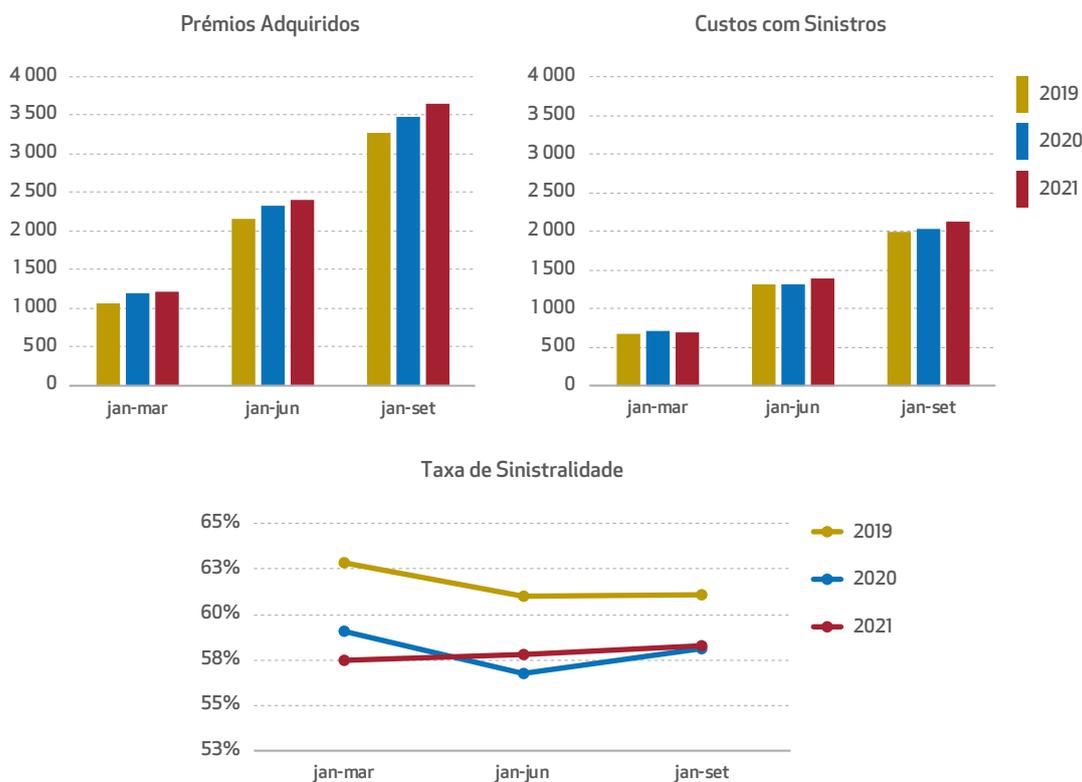


Figura 2.26

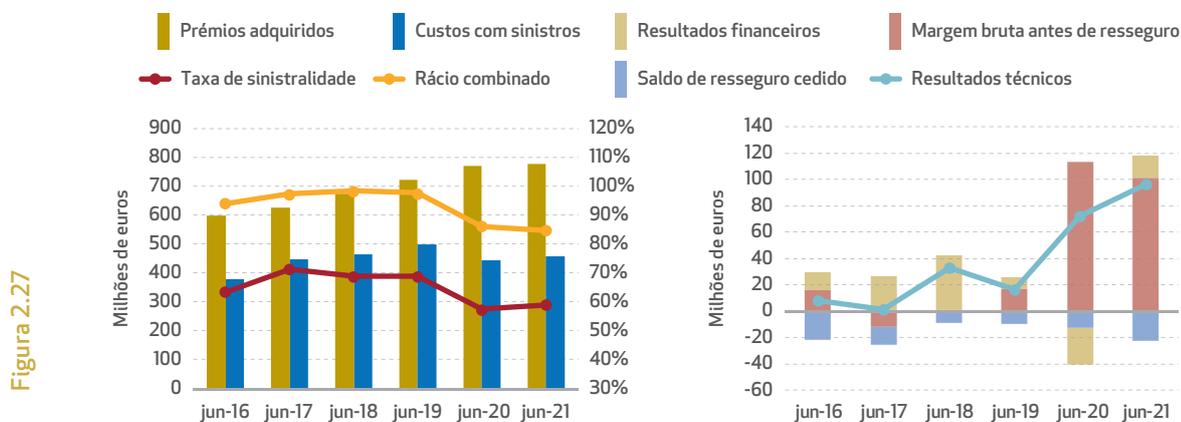
De seguida, procede-se à análise mais detalhada da evolução de cada um dos segmentos de negócio de maior expressão no mercado português.

## 2.2.4.2 Evolução da exploração do seguro Automóvel

No seguro Automóvel, na primeira metade de 2021, registou-se um aumento dos custos com sinistros de 3,2%, enquanto os prémios adquiridos permaneceram quase inalterados, o que resultou no aumento da taxa de sinistralidade em 1,5 pontos percentuais, para 58,9%. Por sua vez, o rácio de despesas recuou 2,9 pontos percentuais, contribuindo para o ligeiro decréscimo do rácio combinado, que se fixou nos 84,8%.

Em termos da margem bruta antes de resseguro do segmento, verificou-se uma contração face ao período homólogo anterior de 12,1 milhões de euros, permanecendo, ainda assim, consideravelmente acima do histórico do ramo. A quebra registada poderá ser indício do começo da trajetória de normalização dos resultados operacionais, após as melhorias atípicas verificadas durante o período de maiores restrições de circulação, na sequência da crise pandémica. Por seu turno, o resultado financeiro registou um aumento significativo (44,9 milhões de euros), o que determinou o aumento do resultado técnico em cerca de um terço do valor registado no período homólogo precedente, para 96 milhões de euros.

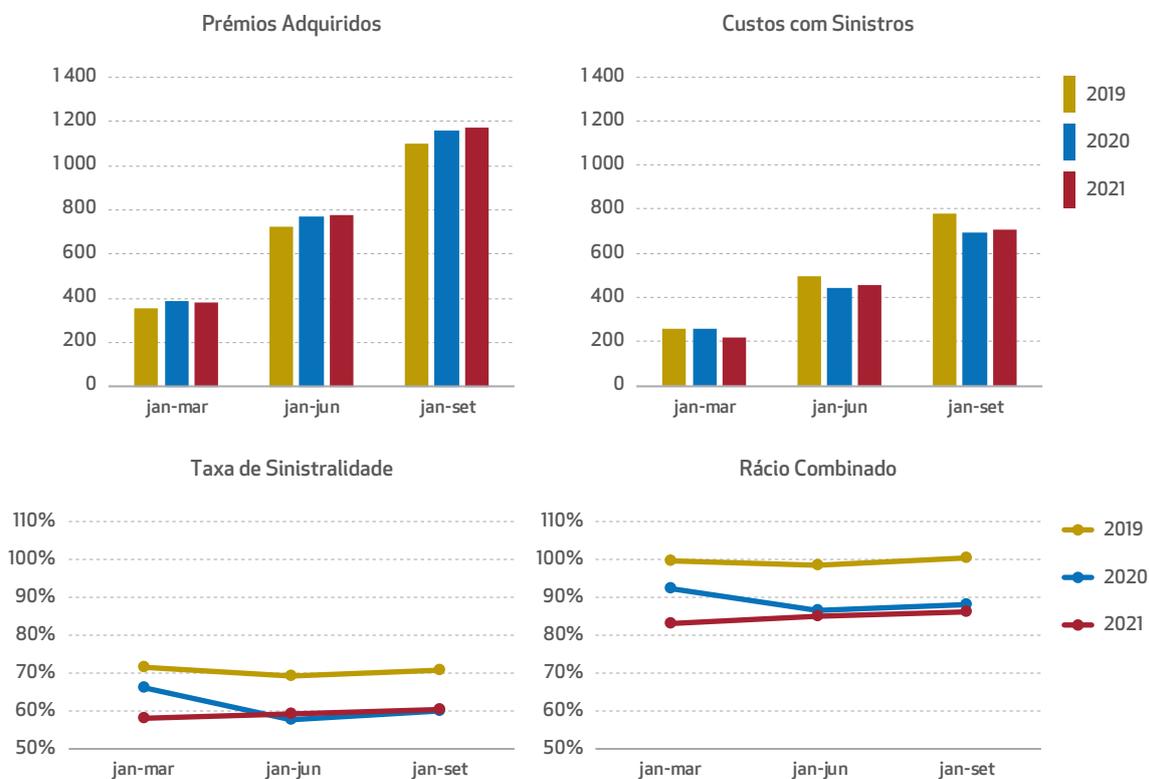
### Evolução dos indicadores operacionais e dos resultados técnicos do seguro Automóvel



Durante o terceiro trimestre do ano, os custos com sinistros do ramo automóvel, registaram, em termos incrementais, um ligeiro decréscimo face ao mesmo período em 2020. Consequentemente, a taxa de sinistralidade em setembro de 2021, em termos acumulados, aproximou-se da registada no período homólogo anterior. Por sua vez, o rácio combinado, à semelhança de junho, permaneceu ligeiramente abaixo do registado em 2020.

## Evolução trimestral da produção, dos custos com sinistros, da taxa de sinistralidade e do rácio combinado do seguro Automóvel

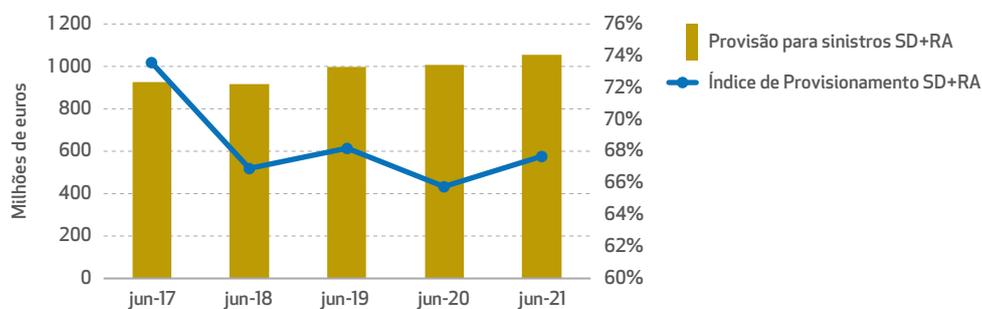
Figura 2.28



Quanto ao índice de provisionamento, este incrementou 1,9 pontos percentuais comparativamente a junho de 2020, fixando-se em 67,7%, por influência do aumento da provisão para sinistros (em 4,6%), que totalizou 1 054 milhões de euros.

Figura 2.29

## Evolução do índice de provisionamento do seguro Automóvel

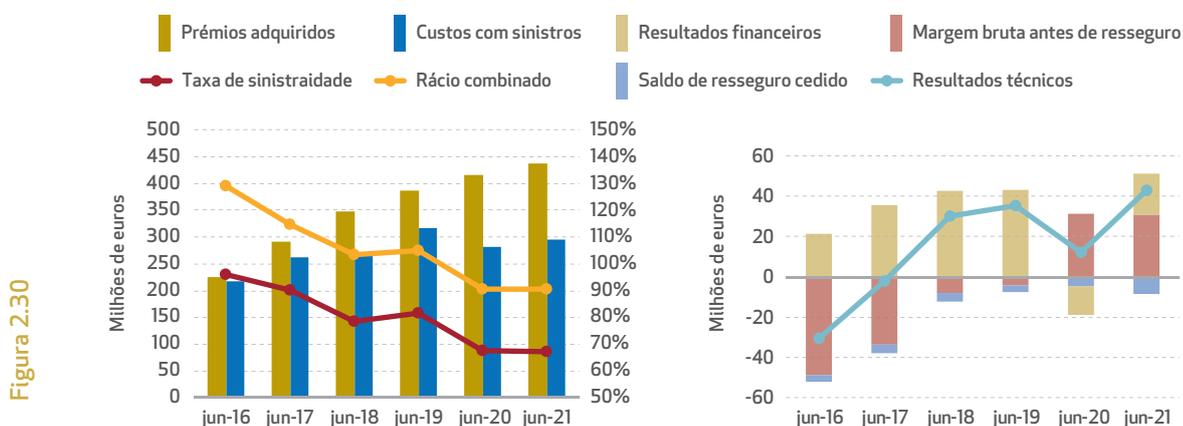


### 2.2.4.3 Evolução da exploração da modalidade Acidentes de Trabalho

No primeiro semestre de 2021, os prémios adquiridos da modalidade Acidentes de Trabalho aumentaram 5,2% face ao período homólogo anterior, dando continuidade à evolução crescente que se vem registando nesta área de negócio. O crescimento dos prémios é contemporâneo com um aumento dos custos com sinistros na mesma ordem de grandeza (4,9%), o que resultou na manutenção da taxa de sinistralidade num patamar muito próximo da registada no período homólogo, isto é, em 67,3%. Contabilizando o rácio de despesas, o rácio combinado fixou-se em 90,5%.

De acordo com o exposto, a margem bruta antes de resseguro, no primeiro semestre de 2021, manteve-se, globalmente, no mesmo valor registado no período homólogo anterior, mais precisamente em 30,9 milhões de euros. Por sua vez, a função financeira apresentou uma evolução favorável, posicionando-se em terreno positivo (20,4 mil milhões de euros), mas, ainda assim, abaixo dos valores registados no período pré-pandemia. O referido aumento da função financeira, foi determinante para o aumento homólogo dos resultados técnicos em 30,5 milhões de euros, para 42,8 milhões de euros.

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



Quanto à evolução trimestral dos indicadores operacionais da modalidade Acidentes de Trabalho, até setembro de 2021, a taxa de sinistralidade permaneceu num nível semelhante ao registado no período homólogo anterior, enquanto o rácio combinado diminuiu 1,8 pontos percentuais.

## Evolução trimestral da produção, dos custos com sinistros, da taxa de sinistralidade e do rácio combinado da modalidade Acidentes de Trabalho

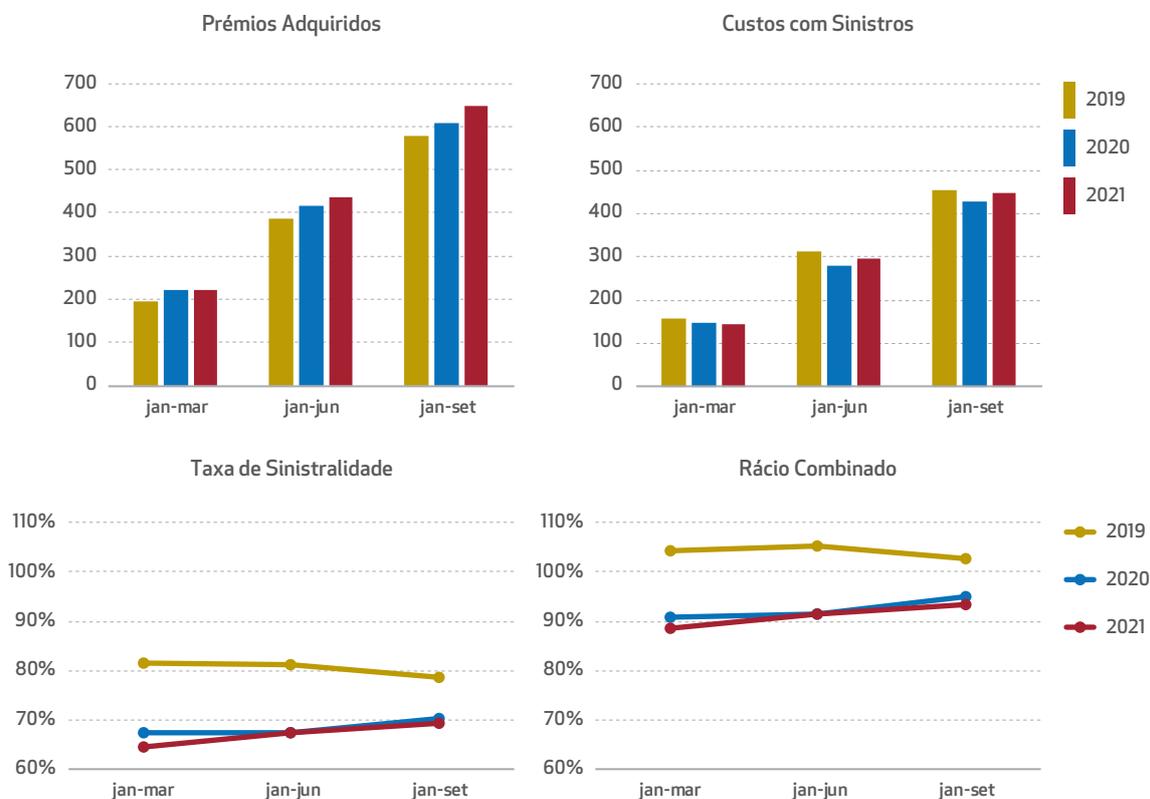
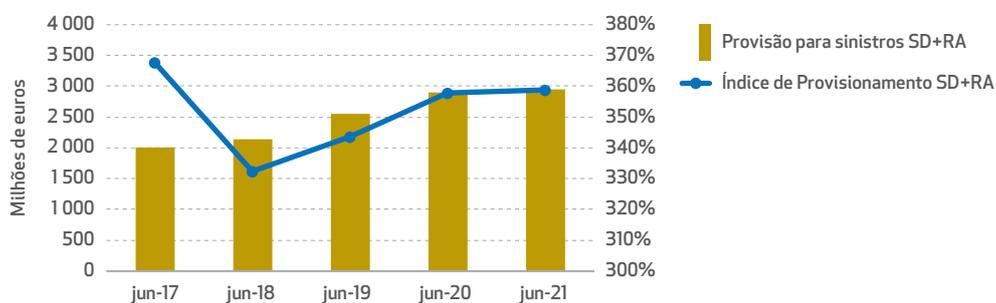


Figura 2.31

A provisão para sinistros manteve o comportamento de reforço, posicionando-se em 2,95 mil milhões de euros, aumento que deverá refletir o incremento ao nível da produção, bem como eventuais ajustes nas taxas de desconto praticadas. Dado que o aumento relativo das provisões técnicas é da mesma magnitude do crescimento do valor anualizado dos prémios adquiridos, o índice de provisionamento manteve-se quase inalterado, em 358,9%. Note-se que esta variável apresenta um valor bastante elevado em comparação com os restantes ramos Não Vida, o que é justificado pela elevada duração média das responsabilidades aqui abrangidas face às dos restantes ramos.

Figura 2.32

### 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

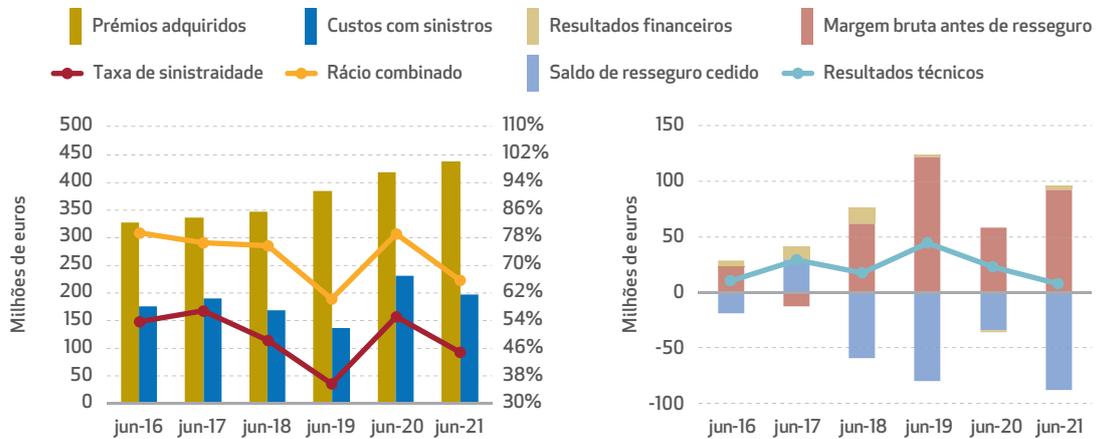
No primeiro semestre de 2021, os prémios adquiridos do grupo de ramos de Incêndio e Outros Danos prosseguiram a trajetória ascendente, crescendo 4,4% face ao período homólogo anterior, enquanto os custos com sinistros registaram uma redução de 15%. O efeito conjugado destas duas variáveis resultou numa diminuição da taxa de sinistralidade em 10,3 pontos percentuais, posicionando-se em 45%. Importa referir que, neste grupo de ramos em particular, o comportamento dos custos com sinistros é particularmente influenciado pela volatilidade intrínseca das linhas de negócio em causa, muito suscetíveis a variações em caso da ocorrência de eventos (tempestades, inundações, etc.) e/ou da frequência de grandes sinistros (associados a grandes riscos de comércio e indústria) no mercado.

O rácio de despesas moveu-se 3,3 pontos percentuais no sentido descendente, efeito que, cumulativamente com a evolução da sinistralidade, determinou a redução de 13,6 pontos percentuais do rácio combinado, para 65,6%.

A já referida melhoria dos indicadores operacionais deste grupo de ramos refletiu-se no aumento da margem bruta antes de resseguro, de 58,7 para 92,9 milhões de euros, sendo esta evolução relevante para manter o resultado técnico em terreno positivo, dada a deterioração do saldo de resseguro cedido em 53,6 milhões de euros. Apesar da evolução negativa deste último saldo, o recurso a resseguro mantém-se de especial relevância na gestão técnica deste ramo, fruto da volatilidade dos riscos cobertos e, portanto, propenso a maior variabilidade do respetivo desempenho operacional.

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

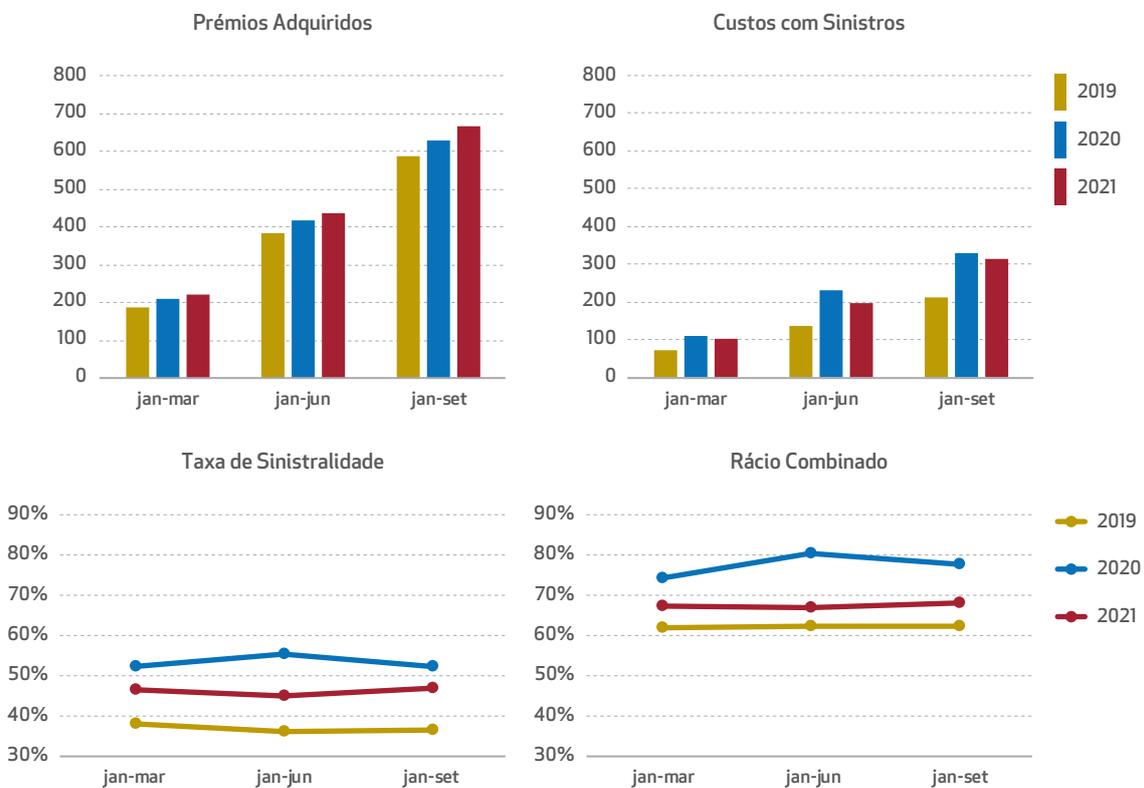
Figura 2.33



No final do terceiro trimestre do ano, comparativamente a junho de 2021, assiste-se a uma ligeira redução das diferenças homólogas nos principais indicadores operacionais, essencialmente motivada pela evolução dos custos com sinistros.

## Evolução trimestral da produção, dos custos com sinistros, da taxa de sinistralidade e do rácio combinado do grupo de ramos de Incêndio e Outros Danos

Figura 2.34



Quanto à provisão para sinistros, esta permaneceu globalmente no mesmo nível do semestre homólogo precedente, o que, aliado a um aumento mais expressivo do valor anualizado dos prémios adquiridos, resultou na ligeira redução do índice de provisionamento em 1,3 pontos percentuais, para 35,1%.

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

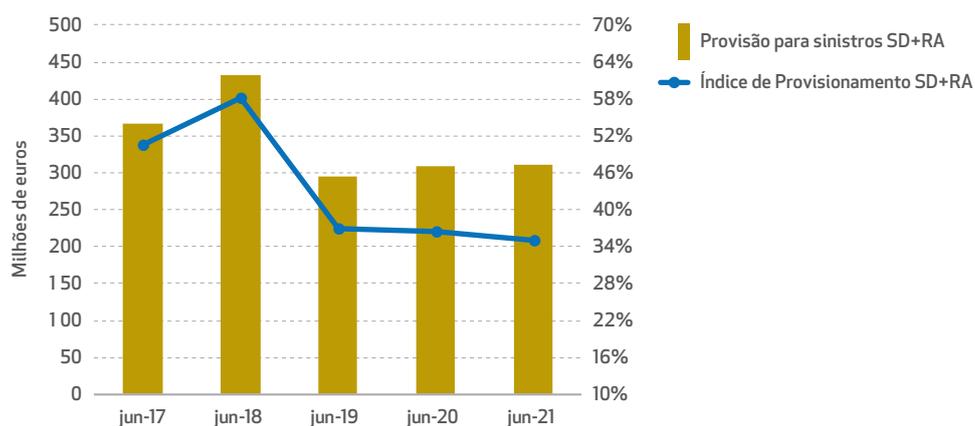


Figura 2.35

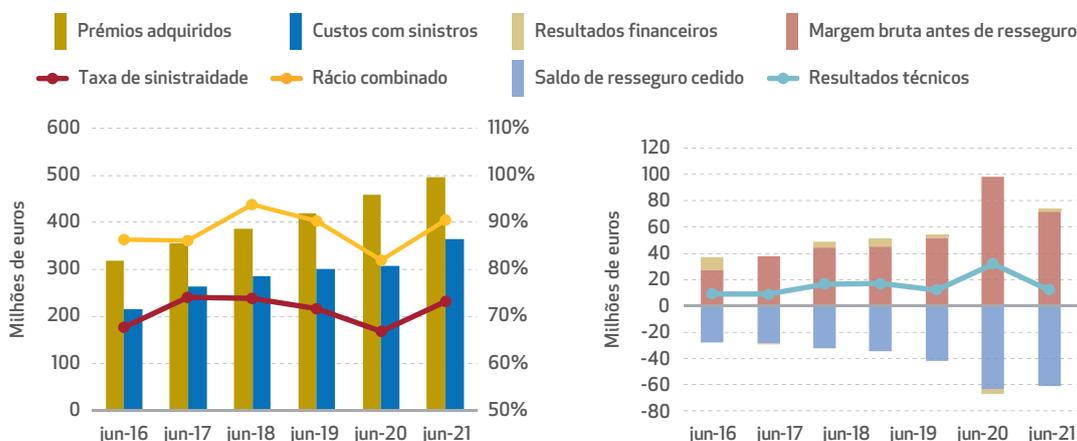
#### 2.2.4.5 Evolução da exploração do ramo Doença

À semelhança dos últimos anos, o volume de prémios adquiridos de seguro direto do ramo Doença voltou a registar um aumento, para 496,9 milhões de euros, o que evidencia uma crescente preocupação da população com o acesso a cuidados de saúde. Não obstante, os indicadores operacionais do ramo, mais precisamente a taxa de sinistralidade e o rácio combinado, apresentaram incrementos de 6,5 e 8,6 pontos percentuais, respetivamente, fruto do aumento dos custos com sinistros (18,6%) e dos custos de exploração (22,4%). A magnitude do aumento homólogo dos custos associados a este ramo (apesar do aumento da produção), estará também relacionado com o baixo nível alcançado por este indicador durante o confinamento decretado em 2020 (como medida de contenção da pandemia de Covid-19), período em que terá havido uma retração da procura, pelas pessoas seguras, de tratamentos, consultas e outros atos médicos cobertos por este tipo de seguros.

Assim, de acordo com o exposto, o resultado técnico apresentou um declínio de 19,6 milhões de euros, fruto da deterioração da margem bruta antes de resseguro (-26,7 milhões de euros), suplantando as ligeiras melhorias alcançadas ao nível do saldo de resseguro cedido e dos resultados financeiros.

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

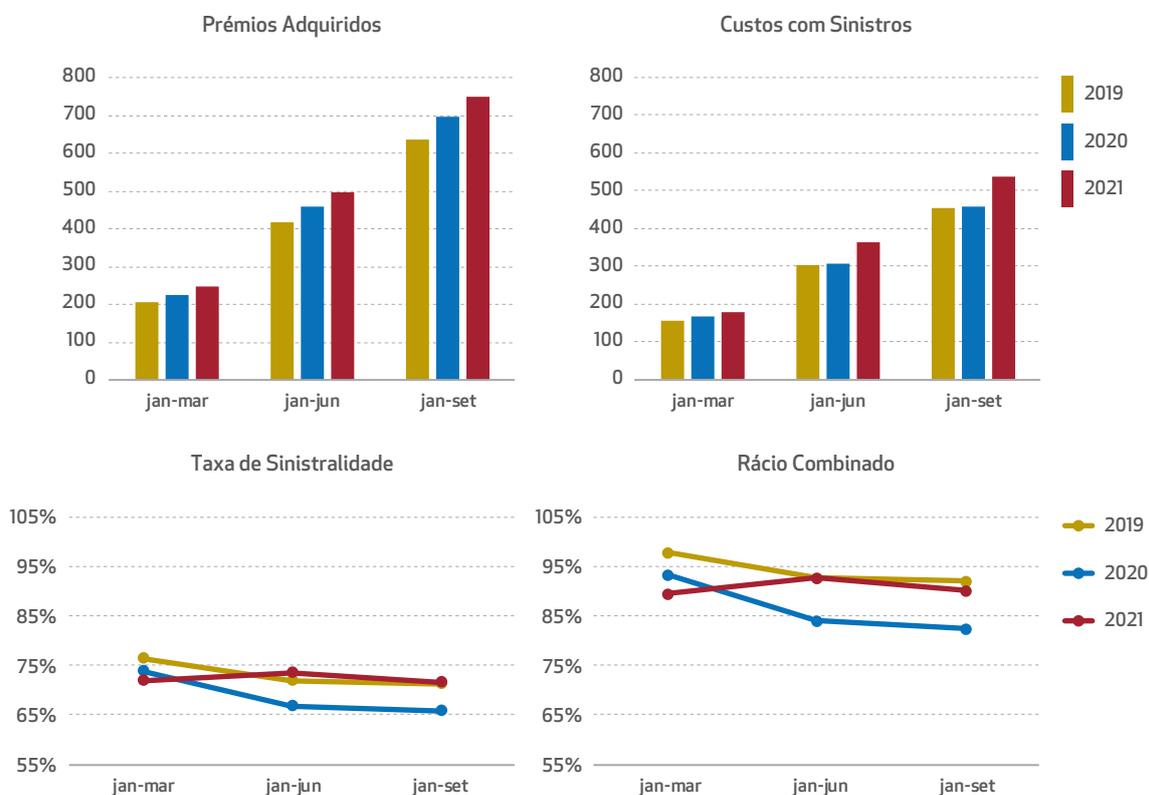
Figura 2.36



Quanto à evolução trimestral do ramo Doença, assiste-se, em setembro, a um aumento homólogo da produção acumulada em 7,9%, paralelamente ao incremento de 17,2% dos custos com sinistros. Assim, a taxa de sinistralidade fixou-se em 71,5%, posicionando-se 5,7 pontos percentuais acima do registado no período homólogo.

## Evolução trimestral da produção, dos custos com sinistros, da taxa de sinistralidade e do rácio combinado do ramo Doença

Figura 2.37



Em termos de provisionamento, observou-se uma ligeira redução do índice de provisionamento para 16,5%, o que, apesar do aumento do valor da provisão para sinistros em 5%, para 267 milhões de euros, resulta do aumento mais expressivo ao nível da produção anualizada do ramo.

### Evolução do índice de provisionamento de Doença

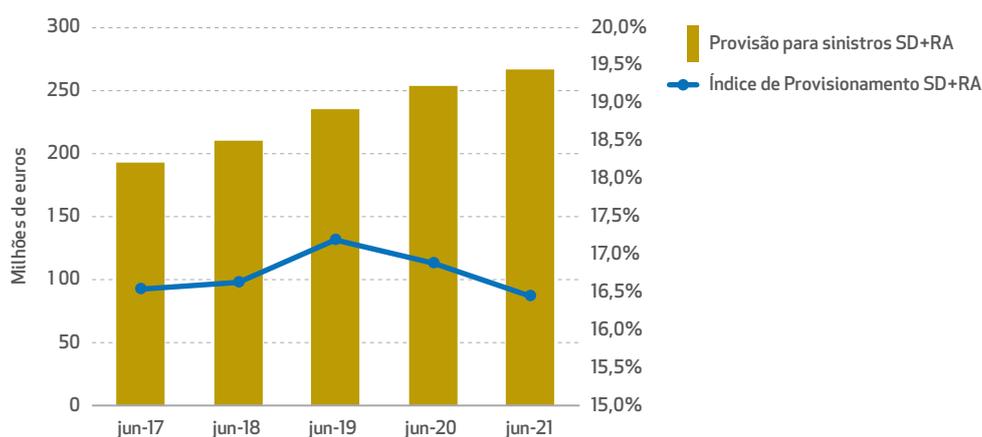


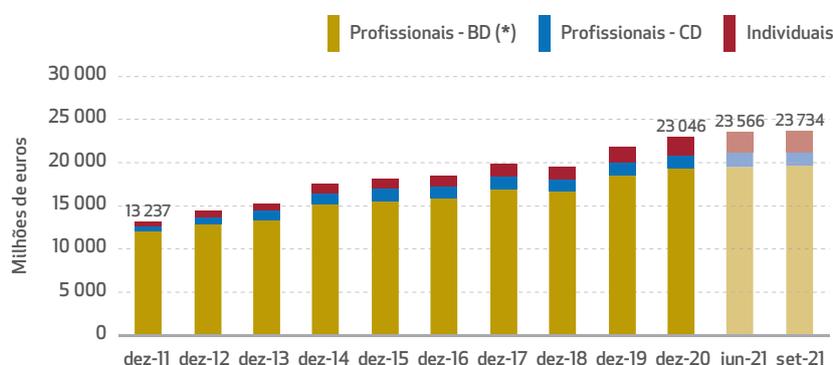
Figura 2.38

## 2.3 Evolução do setor dos fundos de pensões

Ao longo da última década, o valor do património dos fundos de pensões tem vindo a apresentar um crescimento contínuo, interrompido apenas em 2018, ano em que ocorreu uma descida de 1,5%, explicada pelo comportamento desfavorável dos mercados financeiros. Apesar de o primeiro trimestre de 2020 ter ficado marcado por uma quebra de 4,9% dos montantes geridos, por influência da queda abrupta dos mercados financeiros em março desse ano (aquando da eclosão da pandemia de Covid-19), o setor conseguiu alcançar um desempenho anual positivo, consubstanciado num aumento de 5,6% dos ativos sob gestão. Em relação a 2021, até ao final do segundo e terceiro trimestres, os montantes geridos apresentaram um crescimento de 2,3% e 3%, respetivamente, destacando-se o segmento dos planos individuais, que registou um acréscimo de 11,1% e de 15%, a junho e setembro, respetivamente.

## Evolução do montante dos fundos de pensões

Figura 2.39

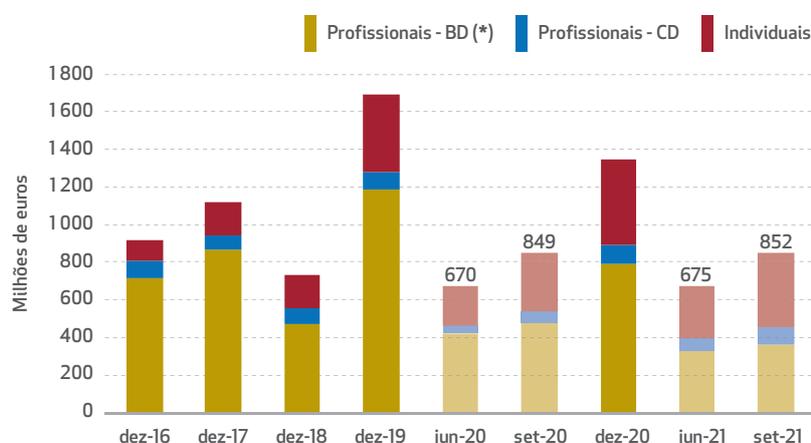


(\*) Inclui os montantes relativos aos planos de benefícios de saúde

A evolução do volume global de contribuições até setembro de 2021 não apresentou diferenças significativas face ao comportamento observado no ano anterior. Contudo, uma análise por tipo de plano permite evidenciar padrões distintos. Enquanto as contribuições para os planos profissionais de benefício definido (BD), que têm um comportamento mais volátil por estarem dependentes da evolução das necessidades de financiamento, apresentaram uma variação homóloga negativa (de 21,8% a junho e de 24,4% a setembro), as entregas relativas a planos profissionais de contribuição definida (CD) e a planos individuais tiveram aumentos significativos, no primeiro caso de 43,2% e de 44,4%, a junho e setembro, respetivamente, e no segundo caso de 38,8% e de 29,8%, em relação aos mesmos períodos, dando continuidade à tendência ascendente que se tem vindo a observar nos últimos anos. Conclui-se assim que, pelo menos numa perspetiva global, o impacto da pandemia de Covid-19 na atividade económica não teve, até à data, um efeito negativo no fluxo de contribuições para estes planos de pensões.

## Evolução do montante das contribuições

Figura 2.40

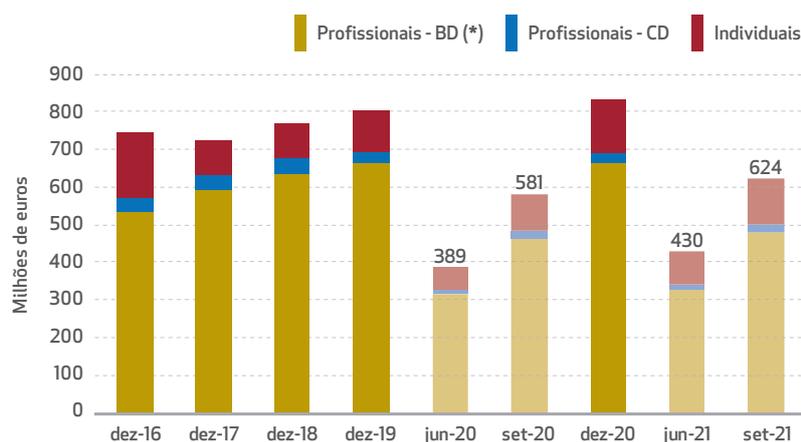


(\*) Inclui os montantes relativos aos planos de benefícios de saúde

Em termos homólogos, até ao final do segundo e terceiro trimestres de 2021, os benefícios pagos aumentaram 10,4% e 7,3%, respetivamente, tendo a variação positiva sido transversal a todas as categorias de planos em análise.

### Evolução do montante dos benefícios pagos

Figura 2.41

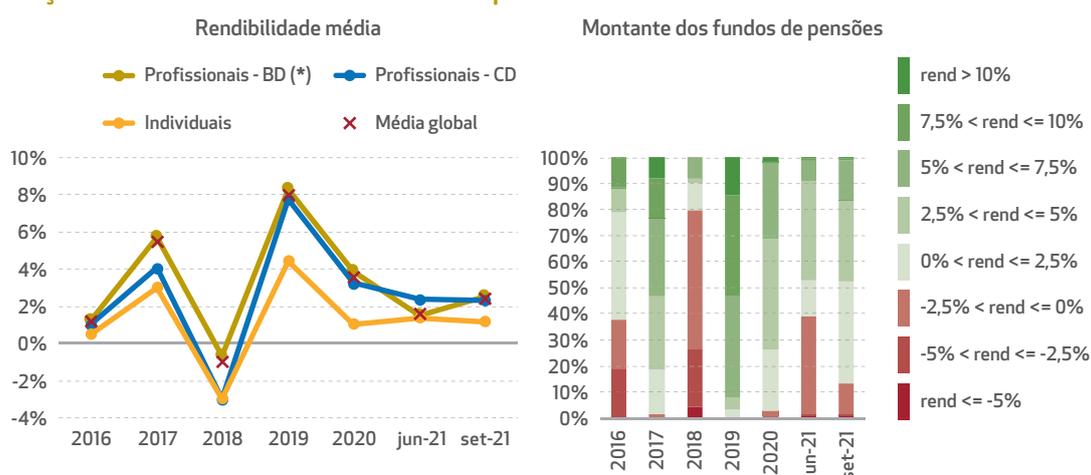


(\*) Inclui os montantes relativos aos planos de benefícios de saúde

A rentabilidade média dos fundos de pensões, que, em 2020, foi igual a 3,6%, situou-se em 1,5% no primeiro semestre de 2021 e em 2,4% até setembro do mesmo ano. Com efeito, o desempenho financeiro no terceiro trimestre contribuiu para uma melhoria geral dos níveis de rentabilidade apurados, tendo a proporção dos montantes geridos com uma rentabilidade positiva incrementado de aproximadamente 61%, até junho, para cerca de 87%, até setembro.

### Evolução da rentabilidade dos fundos de pensões<sup>35</sup>

Figura 2.42



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

35 A rentabilidade média apresentada corresponde à média ponderada pelo valor dos fundos de pensões ou da respetiva quota-parte.

No final de 2020, o nível de financiamento médio dos planos BD fixou-se em 98%, no cenário de financiamento, e em 105%, no cenário do mínimo de solvência, refletindo uma melhoria de cerca de um ponto percentual face a 2019, em ambos os cenários.

De acordo com a informação recolhida no âmbito do reporte extraordinário da situação financeira dos fundos de pensões e das adesões coletivas que financiam planos BD, com referência a junho de 2021, o rácio apurado para o cenário de financiamento evoluiu positivamente na primeira metade do ano.

Tal é explicado, por um lado, pelo aumento do valor dos ativos sob gestão e, por outro, pela redução do valor total das responsabilidades, tendo para essa diminuição contribuído a aplicação de uma taxa de desconto superior em relação a alguns fundos e adesões, o que levou a um ligeiro aumento da taxa média, de 0,9% para 1,2%, acompanhando o comportamento ascendente das taxas de juro das obrigações privadas com notação de crédito de qualidade creditícia “AA” no primeiro semestre.

### Evolução do nível de financiamento dos planos BD<sup>36</sup> e das respetivas contribuições

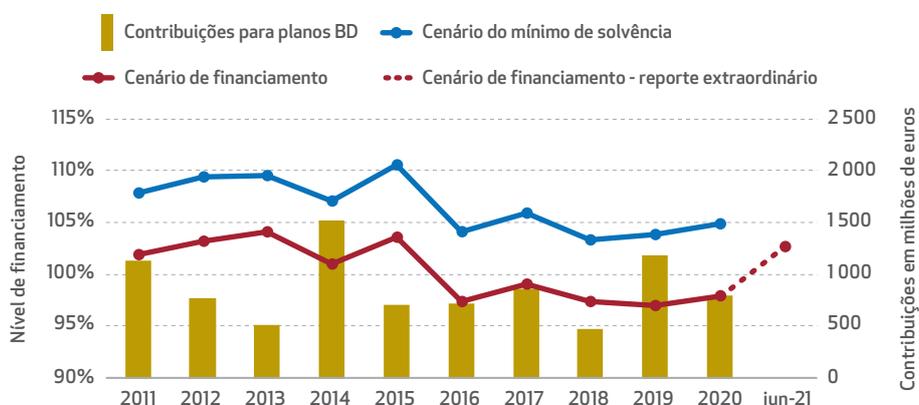
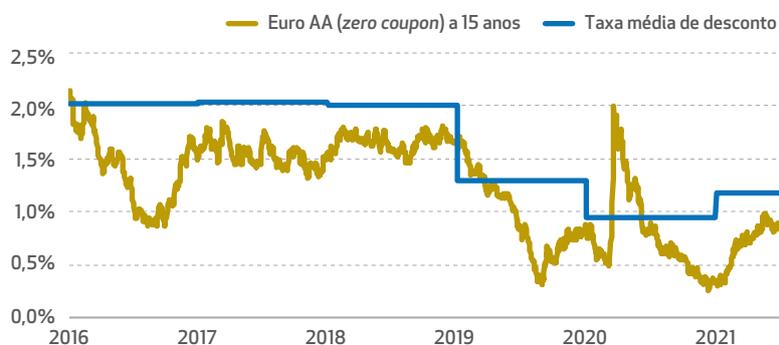


Figura 2.43

36 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 do nível mínimo de solvência estabelecidas pela ASF, foram consideradas essas exigências para efeitos de cálculo do nível de financiamento.

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

Figura 2.44



Fonte: Euro AA a 15 anos – Bloomberg

### Caixa 4 – Riscos cibernéticos

#### Enquadramento

A economia está atualmente a atravessar um processo de transformação digital, que abrange todas as etapas da cadeia de valor, verificando-se uma cada vez maior dependência de soluções remotas e digitais nas operações diárias e na relação entre as empresas e os consumidores. Desde há alguns anos que se vinham a observar movimentos nesse sentido, com vista a agilizar e aumentar a eficiência operacional, mas a recente pandemia provocada pelo vírus SARS-CoV2, na origem da doença COVID-19 (“pandemia de COVID-19”), forçou a generalidade das empresas a acelerar este processo.

Contudo, apesar dos claros benefícios advenientes da digitalização, é impossível ignorar os riscos inerentes, relativamente aos quais as preocupações têm vindo a crescer nos últimos anos.

Com efeito, uma das consequências associadas à aceleração do processo de digitalização é o crescimento dos riscos cibernéticos, os quais são considerados, atualmente, uma das principais fontes de riscos operacionais a que as entidades estão expostas. A este propósito, no relatório “*The Global Risks Report 2021*”,

publicado pelo Fórum Económico Mundial<sup>37</sup>, o risco de falhas de cibersegurança figura no quarto lugar do *ranking* de ameaças críticas que se podem materializar no curto prazo (até dois anos).

Ainda neste contexto, importa salientar que há estimativas que apontam para o facto de que, em 2021, os custos associados ao cibercrime, ao nível mundial, totalizem cerca de seis biliões<sup>38</sup> de dólares americanos<sup>39</sup>, com o setor financeiro a apresentar-se como o mais afetado. Adicionalmente, é esperado que este valor cresça cerca de 15% por ano, podendo atingir 10,5 biliões de dólares americanos em 2025.

Ao nível nacional, observa-se que, no primeiro semestre de 2021, o cibercrime foi a tipologia de crime mais registada pela comarca de Lisboa<sup>40</sup>. Do mesmo modo, os dados do Centro Nacional de Cibersegurança (CNCS) também apontam para uma tendência crescente no número de incidentes cibernéticos reportados, na sua maioria associados a casos de *phishing*<sup>41</sup> ou de engenharia social<sup>42</sup>.

De acordo com a mesma fonte (CNCS), durante os períodos de confinamento associados à pandemia de COVID-19, incluindo no primeiro semestre de 2021, houve um aumento da atividade maliciosa no ciberespaço, tendo-se observado um crescimento no número de incidentes de cibersegurança. Esta situação está, certamente, associada ao facto de, durante esses períodos, se ter observado um maior recurso à utilização de canais remotos em particular e da Internet em geral.

---

37 Disponível em: <https://reports.weforum.org/global-risks-report-2021/#:~:text=The%20Global%20Risks%20Report%202021%20The%2016%20th,widening%20digital%20divides%2C%20youth%20disillusionment%20and%20geopolitical%20fragmentation>.

38 Os montantes apresentados pelas fontes externas referenciadas utilizam o conceito de trilião na escala curta (10<sup>9</sup>), que corresponde a um milhar de milhão na escala longa, considerada neste relatório

39 Fonte: *Cybersecurity Ventures*. Informação disponível em: <https://cybersecurityventures.com/cybercrime-damages-6-trillion-by-2021/>.

40 Fonte: Lusa. Informação disponível em: <https://www.lusa.pt/national/article/2021-11-05/34697303/cibercriminalidade-foi-o-crime-mais-registado-pela-comarca-de-lisboa-no-primeiro-semester>

41 *Phishing* «é o mecanismo de elaborar mensagens que usam técnicas de engenharia social de modo a que o alvo seja ludibriado “mordendo o isco”. Mais especificamente, os atacantes tentam enganar os recetores de emails ou mensagens de *phishing* para que estes abram anexos maliciosos, cliquem em URLs inseguros, revelem as suas credenciais através de páginas de *phishing* aparentemente legítimas, façam transferências de dinheiro, etc.», cf. CNCS. Informação disponível em: <https://www.cncs.gov.pt/pt/glossario/?persona=citizen#linhasobservacao>.

42 Engenharia social é «o ato de enganar um indivíduo no sentido de este revelar informação sensível, assim obtendo-se acesso não autorizado ou cometendo fraude, com base numa associação com este indivíduo de modo a ganhar a sua confiança», cf. CNCS. Informação disponível em: <https://www.cncs.gov.pt/pt/glossario/?persona=citizen#linhasobservacao>.

### Vertente sistémica dos riscos cibernéticos

Além do potencial impacto financeiro que a materialização de riscos cibernéticos pode ter nas empresas ao nível individual, é também importante reconhecer que um ataque cibernético de larga escala tem o potencial de afetar materialmente todo o setor financeiro e ameaçar a estabilidade financeira<sup>43</sup>.

Efetivamente, no quadro atual, o já referido aumento da digitalização, a elevada interligação entre os vários operadores do sistema financeiro, assim como a interligação entre estes e os prestadores de serviços de tecnologias de informação e comunicação, bem como a crescente sofisticação dos próprios ataques, têm o potencial de permitir uma rápida propagação de um incidente que ocorra num âmbito relativamente circunscrito, fazendo dele um evento sistémico.

### O papel da autoridade de supervisão

O setor segurador não é, naturalmente, alheio ao quadro anteriormente descrito. Inclusivamente, é fundamental recordar que as empresas de seguros podem ser impactadas numa dupla vertente: por um lado, enquanto operadores do mercado que estão expostos a riscos operacionais em geral e riscos cibernéticos em particular, mas também, eventualmente, enquanto entidades que assumem responsabilidades (através da emissão de contratos de seguro) que visam cobrir esses mesmos riscos.

Sem prejuízo, os desenvolvimentos em matéria regulatória neste âmbito são ainda bastante reduzidos. Apesar de, no ano 2020, terem sido publicados dois importantes documentos por parte da Autoridade Europeia dos Seguros e Pensões Complementares de Reforma (EIOPA), designadamente as “Orientações relativas à subcontratação a prestadores de serviços de computação em nuvem”<sup>44</sup> e as “Orientações sobre segurança e governação das tecnologias

---

43 A este propósito, sugere-se a leitura do documento “*The making of a cyber crash: a conceptual model for systemic risk in the financial sector*”. Disponível em: <https://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/occasional/esrb.op16-f80ad1d83a.en.pdf>.

44 Disponível em: [https://www.eiopa.europa.eu/document-library/guidelines/guidelines-outsourcing-cloud-service-providers\\_en](https://www.eiopa.europa.eu/document-library/guidelines/guidelines-outsourcing-cloud-service-providers_en).

da informação e comunicação<sup>45</sup>, está em ainda em discussão o instrumento que irá mudar significativamente o paradigma em termos de regulação e supervisão em matéria de resiliência operacional digital – o Regulamento DORA<sup>46</sup>.

Não obstante, a Autoridade de Supervisão de Seguros e Fundos de Pensões (ASF), enquanto regulador e supervisor, tem vindo a acompanhar e a monitorizar de perto o panorama em matéria de riscos cibernéticos, procurando antecipar, no quadro das suas possibilidades, eventuais ameaças que se possam colocar ao setor segurador em particular e ao setor financeiro como um todo. Neste âmbito, refira-se o lançamento, a 17 de dezembro de 2021, da consulta pública sobre o Projeto de Norma Regulamentar relativa à segurança e governação das tecnologias da informação e comunicação e à subcontratação a prestadores de serviços de computação em nuvem.

Do mesmo modo, as empresas de seguros devem acompanhar os desenvolvimentos em matéria regulatória e adotar as medidas de mitigação de riscos cibernéticos que estão ao seu alcance, incluindo: a permanente atualização sobre as tendências, ameaças e vulnerabilidades, bem como novos *modi operandi*, em termos de ataques cibernéticos; a inclusão dos riscos cibernéticos no âmbito dos respetivos sistemas de gestão de riscos e, em especial, do risco operacional; a implementação de medidas de segurança técnicas no âmbito das tecnologias de informação e comunicação; a atualização e testagem dos planos de continuidade de negócio, com vista a incorporar as eventuais interrupções à atividade causadas por um incidente cibernético; e a promoção de uma cultura de cibersegurança dentro da organização, através da formação e sensibilização de todos os colaboradores.

---

45 Disponível em: <https://www.eiopa.europa.eu/document-library/guidelines/guidelines-information-and-communication-technology-security-and-en>.

46 *Digital Operational Resilience Act*. A proposta de Regulamento original da Comissão Europeia está disponível em: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:52020PC0595>.



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





**N**o presente capítulo é realizado um exercício de análise do sentimento, global e individual, das empresas de seguros (ES) e das entidades que gerem fundos de pensões<sup>47</sup> (EGFP) em relação aos riscos a que se encontram expostas, através de um questionário semestral – o *RiskOutlook2.0* –, o qual foi, na sua última edição, objeto de revisão e atualização pela ASF.

Este exercício tem como referência o primeiro semestre de 2021. Supletivamente, o sentimento de cada entidade, bem como do mercado global, é comparado com a avaliação atribuída pela ASF (a cada operador e ao mercado global), utilizando os resultados dados pelo modelo de *scoring* subjacente ao Painel de Riscos do Setor Segurador. Assim, o exercício permite confrontar e assinalar as diferenças de perceção e de avaliação dos riscos entre o supervisor (com base na aplicação automática do modelo de *scoring* implementado) e as entidades integrantes do mercado. Destaca-se que, para o setor dos fundos de pensões, não se apresenta uma avaliação atribuída pela ASF, dado não estar ainda disponível um modelo de *scoring* equivalente ao dos seguros.

A análise realizada para o setor segurador considera as oito categorias de risco presentes no Painel de Riscos do Setor Segurador<sup>48</sup>, assim como duas categorias adicionais para riscos associados às alterações *climáticas* e finanças sustentáveis e para outros riscos (estes últimos abrangendo, nomeadamente, os riscos operacionais, do processo de digitalização, cibernéticos, reputacionais e de branqueamento de capitais).

Por sua vez, a análise efetuada ao setor dos fundos de pensões contempla onze categorias de risco, designadamente: riscos macroeconómicos, de crédito, de mercado, de liquidez, de rendibilidade dos fundos de pensões, de interligações, riscos específicos dos fundos que financiam planos de benefício definido (BD) e planos de contribuição definida (CD), riscos associados às alterações *climáticas* e finanças sustentáveis, riscos de rendibilidade e solvabilidade da entidade gestora, e ainda outros riscos (que integram os anteriormente referidos para o setor segurador).

---

47 A denominação “entidades que gerem fundos de pensões” (EGFP) integra as sociedades gestoras de fundos de pensões (SGFP) e as empresas de seguros que gerem fundos de pensões.

48 O Painel de Riscos do Setor Segurador abrange, designadamente, as seguintes categorias de riscos: macroeconómicos, de crédito, de mercado, de liquidez, de rendibilidade e solvabilidade, de Interligações, riscos específicos de seguros de Vida e riscos específicos de seguros de Não Vida.

Por fim, o exercício permite observar a avaliação efetuada pelas ES e pelas EGFP dos riscos com maior materialidade a que se encontram expostas, das necessidades de implementação de medidas de mitigação para fazer face a esses riscos, assim como quais os riscos potencialmente mais relevantes no intervalo temporal de doze meses.

### Avaliação do nível de risco – ASF

Em relação ao setor segurador, o nível de risco atribuído pela ASF apresentado no *heatmap* da figura 3.1. resulta da metodologia inerente ao Painel de Riscos do Setor Segurador, aplicada a cada empresa individual de forma automática. Através desta metodologia é atribuído um nível de risco, para cada uma das classes definidas, estando a escala delimitada de 1 a 10. Assim, o intervalo [1-3,5[ representa o nível reduzido de risco (verde), o intervalo [3,5-6,5[ o nível médio-baixo (amarelo), o intervalo [6,5-8,5[ o nível médio-alto (laranja), e por fim, o intervalo [8,5-10] representa o nível de risco elevado (vermelho).

### Avaliação do nível de risco – ES e EGFP

A classificação exibida no *heatmap* referente ao nível de risco reportado pelas ES e EGFP, para cada classe de risco, decorre da perceção dos operadores quanto à respetiva materialidade para a sua organização (sendo esta materialidade decorrente da probabilidade de materialização estimada e do respetivo impacto). Assim, em resposta ao questionário *RiskOutlook2.0*, as ES e EGFP mensuraram estes três critérios para cada risco, utilizando uma escala de classificações semelhante à aplicada pela ASF – reduzido, médio-baixo, médio-alto e elevado.

### Avaliação da necessidade de medidas de mitigação – ES e EGFP

Através do questionário efetuado, as empresas realizaram um exercício de reflexão sobre as necessidades de implementação de medidas de mitigação para fazer face aos riscos a que se encontram expostas. Tendencialmente, estas medidas deverão apresentar-se positivamente correlacionadas com o nível de materialidade dos riscos que se destinam a enfrentar, face à conjuntura intrínseca da empresa. A avaliação efetuada assenta em quatro possibilidades: a inexistência de necessidade de medidas de mitigação (nível reduzido), a adequação das medidas existentes (nível médio-baixo), a necessidade de reforço das medidas existentes (médio-alto), e a necessidade de introdução de novas medidas (elevado).

## Ordenação de riscos por nível de materialidade e perspectivas da sua evolução futura – ES e EGFP

A análise realizada sobre os resultados das respostas do conjunto das ES e EGFP permitiram, através da agregação das perceções de nível de materialidade e da sua perspectiva de evolução num intervalo temporal de doze meses, aferir e ordenar os principais riscos a que as entidades respondentes estão expostas (na sua própria avaliação), por categoria de risco, bem como a dimensão da evolução perspectivada da sua materialidade, no período de um ano. Quanto à perspectiva de evolução da materialidade, esta enquadra-se em cinco níveis de classificação: redução considerável, redução moderada, sem alterações de relevo, aumento moderado, e aumento considerável.

### 3.1 Avaliação global dos riscos do setor segurador

A figura 3.1 apresenta a avaliação global dos riscos do setor segurador, na perspectiva da ASF e das empresas de seguros<sup>49</sup>, com referência ao primeiro semestre de 2021.

Numa análise comparativa da avaliação atribuída pela ASF ao total do mercado segurador, e do agregado resultante das avaliações do próprio setor (ver última coluna à direita do *heatmap*), verifica-se que, em metade das categorias de risco apresentadas – designadamente, nas categorias de risco de crédito, de liquidez, de rendibilidade e solvabilidade e de riscos específicos Não Vida –, as empresas de seguros tendem a acompanhar a avaliação da ASF. Nas restantes quatro categorias, a autoavaliação das empresas de seguros posiciona-se um nível abaixo da classificação da ASF, à exceção da avaliação dos riscos macroeconómicos, que se apresenta inferior em dois patamares. Neste âmbito, é de salientar que a avaliação da ASF em relação aos riscos macroeconómicos foi assumida como idêntica para todos os respondentes ao questionário, ou seja, não é influenciada pelos indicadores específicos de cada entidade.

No que respeita à necessidade de medidas de mitigação, a autoavaliação das entidades supervisionadas tende, na sua maioria, a acompanhar o nível de risco estabelecido, sendo as medidas de mitigação existentes consideradas genericamente suficientes para fazer face a níveis de risco médio-baixo. Excetuam-se os riscos específicos de Não Vida, que revelam um aparente desalinhamento entre a preocupação face ao risco (médio-alto) e a necessidade de tomada de medidas face ao mesmo (as medidas existentes são consideradas adequadas). Em particular, considerando a perspectiva de avaliação da ASF, para as categorias de risco

---

49 Salienta-se que se procedeu a um exercício de anonimização das empresas, estando estas apenas classificadas dentro das categorias Vida (V), Não Vida (NV), e Mista (M).

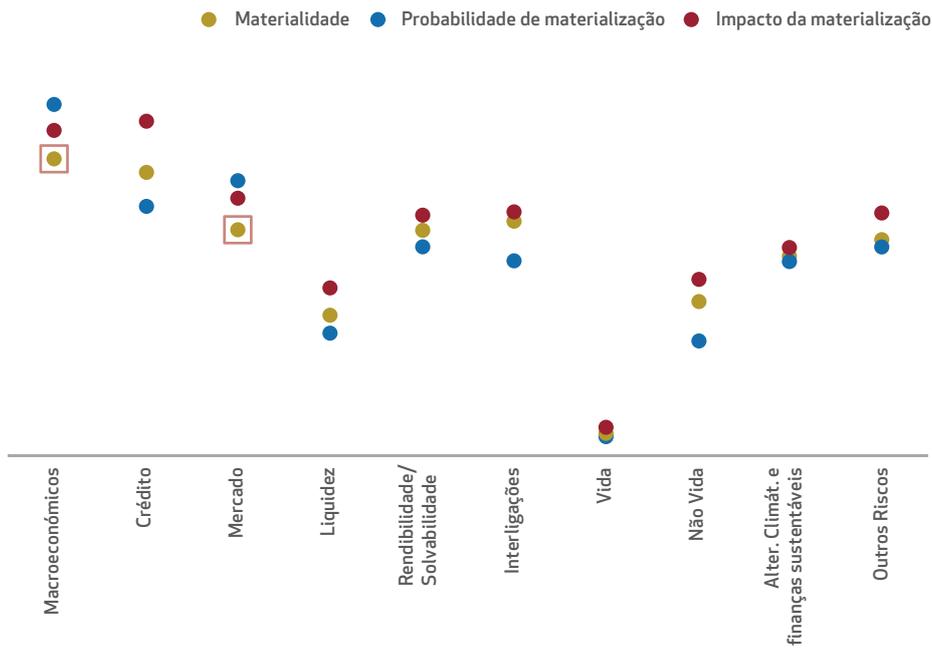


Na figura seguinte, para cada categoria agregada de risco, apresenta-se o alinhamento entre a avaliação da materialidade<sup>50</sup> indicada pelo conjunto das empresas de seguros, e as suas características de base (probabilidade e impacto de materialização). Para os riscos macroeconómicos e de mercado, observa-se um desajuste entre a avaliação da materialidade e as suas características de base, sugerindo que ambas as categorias de risco deveriam ter sido objeto de uma classificação mais elevada (uma vez que o valor da materialidade não deverá ser menor que o valor das suas duas características de base), à semelhança do comportamento evidenciado pelas demais categorias de risco.

Na análise observa-se, ainda que, na maioria dos riscos, a classificação do nível de impacto é superior ao respetivo nível de probabilidade.

### Análise comparativa da materialidade, probabilidade e impacto de materialização dos riscos do setor segurador a 30 de junho de 2021

Figura 3.2



Fonte: ASF – Questionário RiskOutlook2.0 com referência a 30 de junho de 2021.

50 A autoavaliação da materialidade deverá resultar da conjugação entre a probabilidade de materialização e o impacto de materialização.

As figuras 3.3 a 3.6 permitem observar, na perspetiva das empresas de seguros, a ordem, em termos de preponderância (materialidade)<sup>51</sup> dos riscos a que o mercado está sujeito, bem como verificar o nível de materialidade perspetivado para cada risco num intervalo futuro de doze meses<sup>52</sup>. Finalmente, as figuras permitem também analisar (por ordem descendente) a evolução esperada da materialidade para cada risco<sup>53</sup>, também no período de um ano. Os gráficos apresentados agregam as categorias de risco em três grupos: riscos de carácter mais transversal, uma visão específica para os riscos do ramo Vida e outra para os riscos de Não Vida. Refere-se ainda que os gráficos relativos à evolução da materialidade dos riscos individuais nos próximos 12 meses apresentam uma análise qualitativa, onde se podem verificar, comparativamente, quais os riscos em que as ES perspetivam maior evolução, positiva ou negativa.

Assim a classe de riscos macroeconómicos destaca-se como aquela em que os riscos exibem atualmente maior materialidade. Dentro desta classe, salientam-se os riscos inerentes ao ambiente macroeconómico nacional e internacional e os associados ao ambiente prolongado de baixas taxas de juro. Estes riscos apresentam-se potenciados pela incerteza sobre os impactos provocados pela pandemia de COVID-19 já anteriormente explanados neste relatório, ao recente aumento das pressões inflacionistas e à magnitude da dissociação entre os preços dos ativos e o comportamento dos indicadores macroeconómicos de base (também alimentada pela política monetária acomodatória conduzida pelo Banco Central Europeu). Em relação ao ambiente de baixas taxas de juro, é ainda de referir a pressão que este coloca, quer sobre a valorização das responsabilidades das ES, quer na rendibilidade dos seus *portfolios* de ativos e na atratividade da oferta de produtos (com destaque para o ramo vida).

O risco de subscrição (na categoria de riscos de rendibilidade e solvabilidade) é o terceiro risco com maior preponderância segundo as ES, imediatamente seguido do risco de crédito associado à dívida soberana, possivelmente devido aos impactos de uma eventual revisão ascendente dos prémios de risco, numa categoria de ativos que apresenta um elevado grau de representatividade nas carteiras de investimento do setor.

---

51 O nível de materialidade é calculado pelo quociente entre a soma das avaliações das empresas e a materialidade máxima que essa soma pode atingir, para cada um dos riscos individuais, no agregado de mercado.

52 A projeção da materialidade nos próximos 12 meses é determinada pela soma do nível de materialidade e da evolução da materialidade nos próximos 12 meses, para cada um dos riscos individuais, no agregado de mercado.

53 A evolução da materialidade nos próximos 12 meses é dada pelo quociente entre a soma das avaliações das empresas e a evolução máxima que essa soma pode atingir, para cada um dos riscos individuais, no agregado de mercado.

## Avaliação e projeção das ES quanto à materialidade atual e prospetivada nos próximos 12 meses, dos riscos individuais (exceto Vida e Não Vida), com referência a 30 de junho de 2021

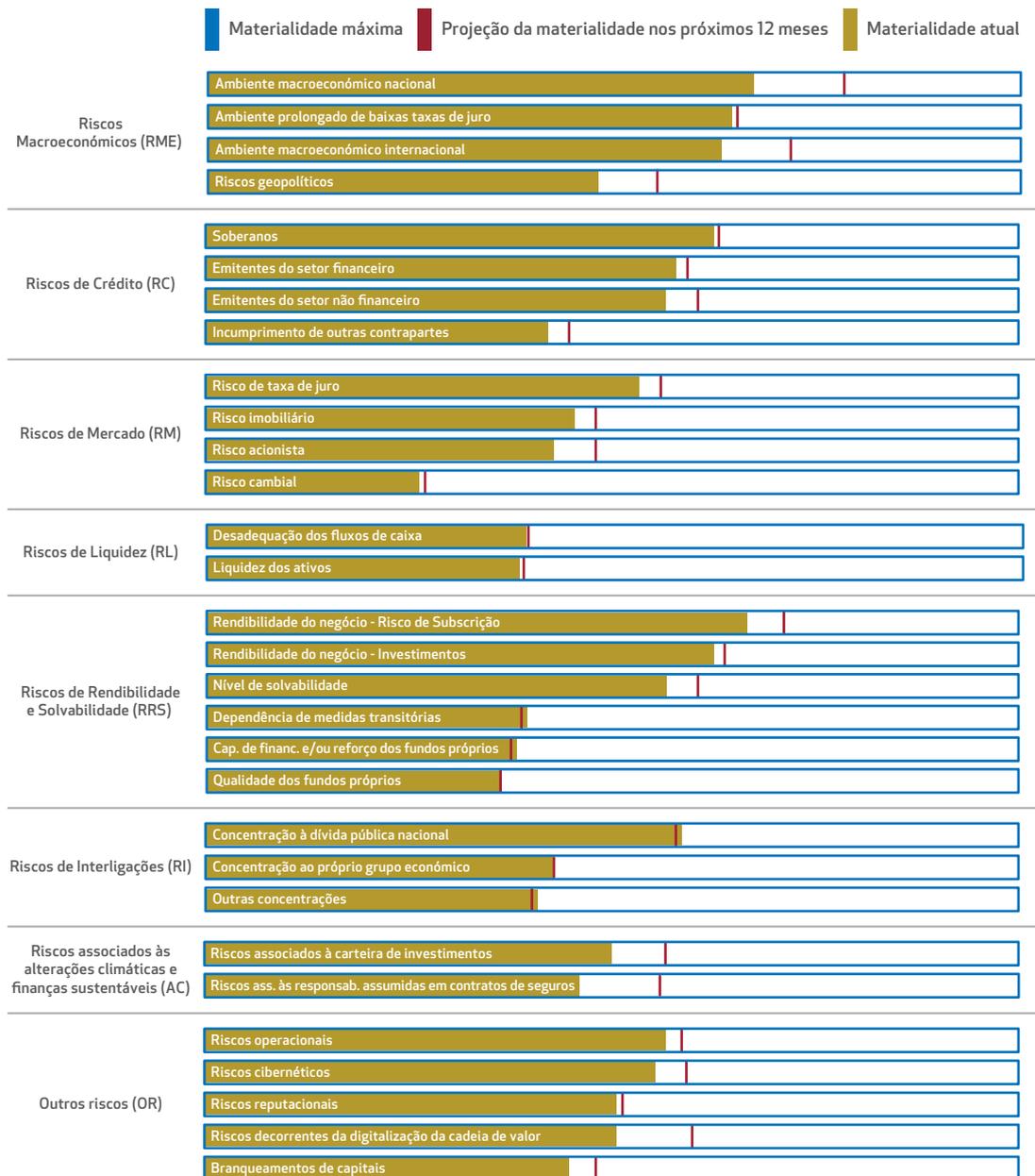


Figura 3.3

Fonte: ASF - Questionário RiskOutlook2.0 com referência a 30 de junho de 2021.

Numa perspetiva de evolução a doze meses, além dos riscos já mencionados, destacam-se ainda os riscos decorrentes das alterações *climáticas* associados às responsabilidades assumidas em contratos de seguros – possivelmente relacionado com os efeitos da materialização dos riscos físicos e, em menor grau, de transição ao nível do agravamento

das responsabilidades em carteira. Adicionalmente, salienta-se a magnitude da evolução crescente atribuída aos riscos decorrentes da digitalização da cadeia de valor (na categoria de outros riscos) – presumivelmente associada com o incremento dos riscos operacionais decorrentes do processo de digitalização.

Por outro lado, as empresas de seguros sob supervisão prudencial da ASF perspetivam a diminuição do nível de risco associado à dependência de medidas transitórias, à capacidade de financiamento e/ou reforço dos fundos próprios (riscos de rendibilidade e solvabilidade) e à concentração à dívida pública nacional (risco de interligações).

### Perspetiva qualitativa das ES quanto à evolução da materialidade dos riscos individuais (exceto Vida e Não Vida) nos próximos 12 meses

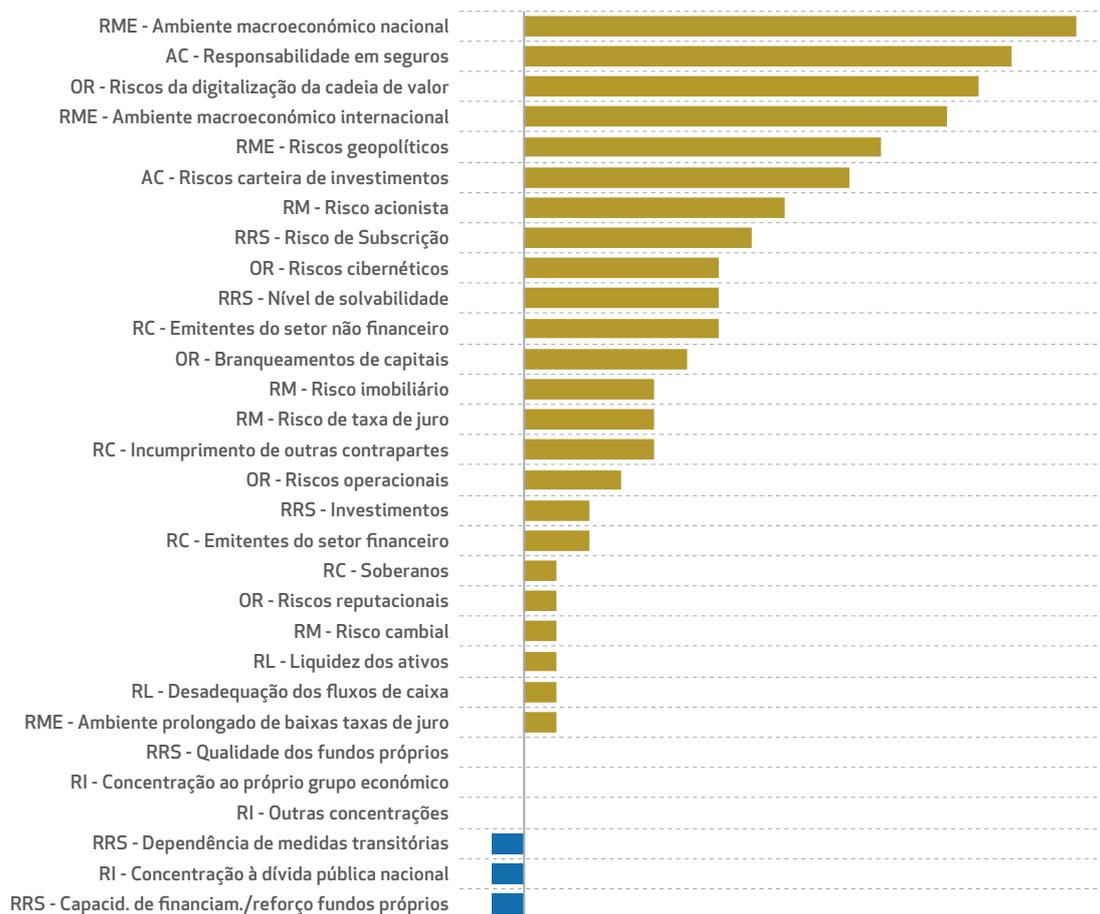


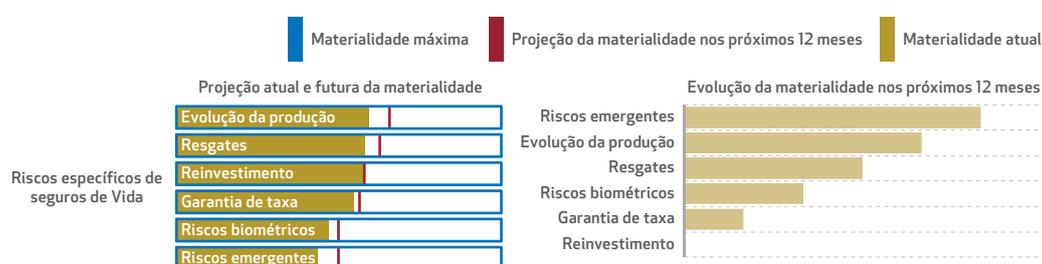
Figura 3.4

Fonte: ASF – Questionário *RiskOutlook2.0* com referência a 30 de junho de 2021.

Para as empresas que operam no ramo Vida, os três principais riscos específicos merecedores de destaque estão relacionados com a evolução da produção, o nível de resgates e o reinvestimento, sendo o primeiro e o último presumivelmente justificados pelo ambiente de baixas taxas de juro (que afeta o reinvestimento e condiciona a oferta de novos produtos, com reflexo visível no aumento da oferta de produtos ligados, em detrimento de produtos não ligados). As empresas que operam no ramo Vida perspetivam, nos próximos 12 meses, uma evolução positiva da materialidade dos riscos de evolução da produção e de resgates, bem como de outros riscos emergentes, sendo estes últimos merecedores de destaque.

### Avaliação e projeção das ES no ramo Vida, quanto à materialidade atual e perspetivada nos próximos 12 meses, dos riscos individuais, com referência a 30 de junho de 2021

Figura 3.5

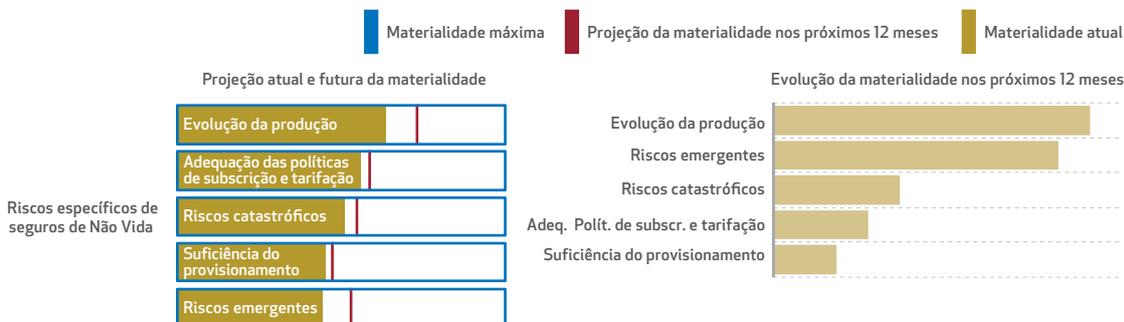


Fonte: ASF – Questionário RiskOutlook 2.0 com referência a 30 de junho de 2021.

No contexto dos ramos Não Vida, verificou-se que, na avaliação das ES, os três principais riscos identificados são, respetivamente, os associados à evolução da produção (possivelmente relacionada com a tendência de desaceleração apresentada no conjunto destes ramos), à adequação das políticas de subscrição e tarifação e os riscos catastróficos (estes últimos, presumivelmente associados aos efeitos esperados do aumento da frequência e severidade de eventos catastróficos para as entidades seguradoras). De acordo com as empresas respondentes inseridas nos ramos reais, antecipa-se um aumento da magnitude dos riscos associados à evolução da produção, dos riscos catastróficos e de outros riscos emergentes.

## Avaliação e projeção das ES nos ramos Não Vida, quanto à materialidade atual e perspectivada nos próximos 12 meses, dos riscos individuais com referência a 30 de junho de 2021

Figura 3.6



Fonte: ASF – Questionário *RiskOutlook2.0* com referência a 30 de junho de 2021.

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

Na análise das respostas das EGFP, importa ter em atenção que estas entidades têm sob a sua gestão mais de um fundo de pensões, com diferentes características ao nível da tipologia dos planos financiados – e.g. profissionais vs individuais, benefício definido (BD) vs contribuição definida (CD) –, e do perfil de rendibilidade e risco, entre outros aspetos. Em relação aos fundos de pensões que financiam planos profissionais, importa ainda salientar que o impacto da envolvente macroeconómica será distinto consoante a atividade económica dos associados. Face a estas diferenças, os resultados apresentados devem ser interpretados na ótica da perceção geral de cada EGFP, podendo não refletir a realidade de cada um dos fundos sob a sua gestão.

Tal como se pode observar na figura seguinte, os riscos macroeconómicos, de crédito e de mercado mereceram, em termos agregados, uma avaliação mais elevada, correspondente ao nível médio-alto, refletindo um sentimento de incerteza quanto à recuperação da atividade económica e ao desempenho futuro dos mercados financeiros, ainda que, numa perspetiva global, o setor tenha apresentado uma evolução relativamente positiva durante o primeiro semestre de 2021.

Por outro lado, o risco de liquidez foi a única categoria em relação à qual foi apurado um nível de risco reduzido em termos agregados, apesar de uma entidade ter atribuído a classificação elevado. Esta avaliação poderá ser explicada pela relativa curta duração dos ativos no mercado português, bem como pela natureza de longo prazo e relativa previsibilidade dos *cash-flows* das responsabilidades (decorrente da limitação das situações de reembolso antecipado nos fundos de pensões), o que permite atenuar o risco de perdas resultantes da necessidade de uma alienação célere dos ativos.

No que diz respeito à avaliação da necessidade de mitigação dos riscos, para a maioria das categorias o agregado das respostas das EGFP aponta para a suficiência das medidas existentes. No entanto, em relação às categorias de alterações climáticas e finanças sustentáveis e de outros riscos – que inclui, nomeadamente, os riscos operacionais, de digitalização, cibernéticos, reputacionais e de branqueamento de capitais –, foi identificada a necessidade de reforço das medidas existentes, embora a avaliação do nível de risco global dessa categoria tenha sido de médio-baixo. A necessidade identificada poderá assim estar associada ao facto de essa categoria abranger novos riscos, cujas técnicas de gestão e / ou de mitigação ainda carecem de desenvolvimentos futuros.

### Avaliação global dos riscos do setor dos fundos de pensões a 30 de junho de 2021

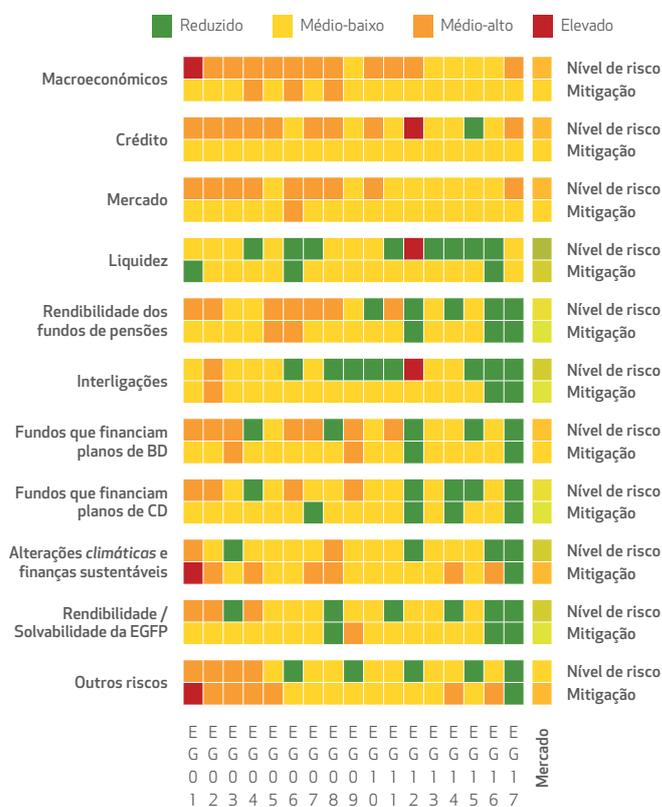


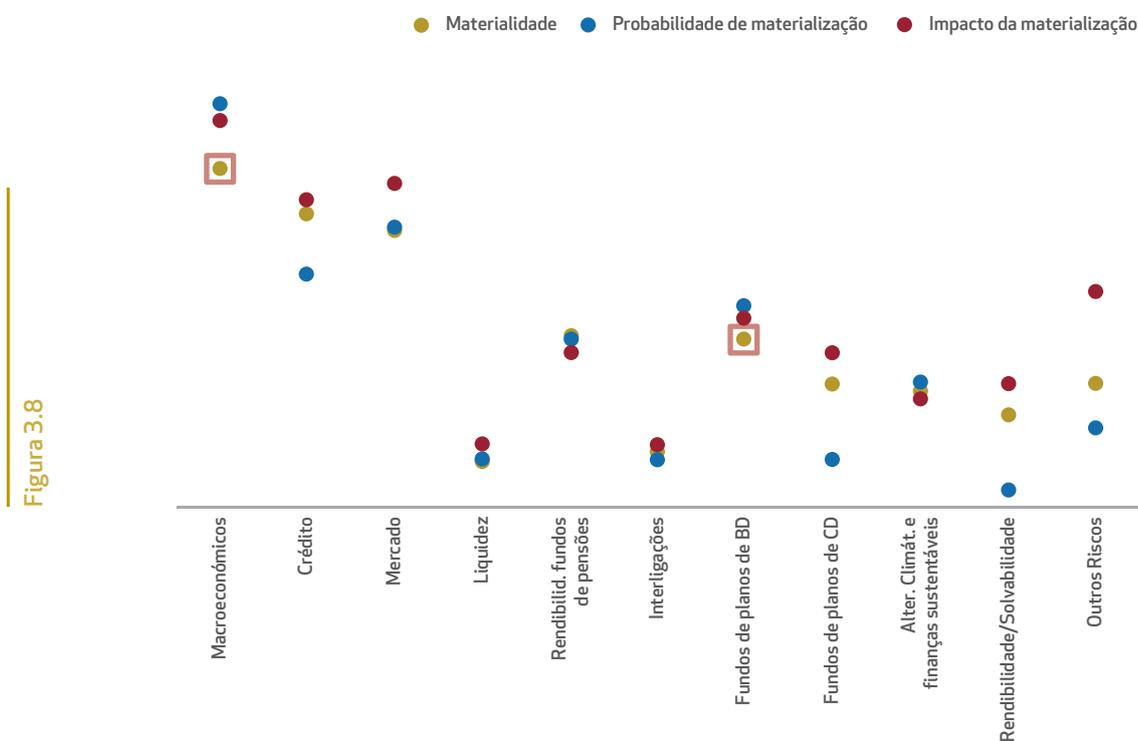
Figura 3.7

Fonte: ASF – Questionário RiskOutlook2.0 com referência a 30 de junho de 2021.

Na perspetiva de cada categoria agregada de risco, a comparação entre a probabilidade e o impacto da materialização permite constatar que, em relação aos riscos específicos dos fundos que financiam planos de CD e aos riscos a que as EGFP se encontram expostas (i.e. rendibilidade/solvabilidade e outros riscos), existe uma certa diferenciação entre a probabilidade de ocorrência, que é tendencialmente classificada como baixa e o respetivo impacto, que se situa num patamar superior.

De assinalar também que, sobretudo em relação aos riscos macroeconómicos e aos relativos aos fundos que financiam planos de BD, observa-se um desalinhamento entre a avaliação da materialidade e das suas características de base (probabilidade e impacto de materialização), sugerindo que, nestas categorias, a avaliação de materialidade deveria ter sido objeto de uma classificação mais elevada (à semelhança do comportamento evidenciado nas demais categorias de risco).

### Comparação da materialidade e das suas características de base



Fonte: ASF – Questionário *RiskOutlook2.0* com referência a 30 de junho de 2021.

A figura seguinte procura ordenar os riscos individuais, na perspetiva dos fundos de pensões, em função da sua materialidade, bem como apresentar as perspetivas de evolução da preponderância de cada um dos riscos no horizonte temporal de um ano.

Nesta ótica, as EGFP assinalaram o ambiente macroeconómico internacional, o ambiente prolongado de baixas taxas de juro e o risco de taxa de juro como os três principais riscos que o setor dos fundos de pensões enfrenta.

Com efeito, não obstante o impacto inicial da pandemia de Covid-19 e das medidas adotadas para conter o seu avanço já se terem materializado em 2020, existe ainda um elevado grau de incerteza quanto à evolução futura da situação pandémica e da retoma da atividade económica, tendo em conta, nomeadamente, a eliminação gradual das medidas de suporte à economia e às famílias, onde se incluem as moratórias de crédito. Os efeitos negativos do impacto económico da pandemia de Covid-19 sobre o mercado de trabalho e a situação financeira das empresas podem repercutir-se sobre o setor dos fundos de pensões por via do impacto do lado dos ativos (*e.g.* através da redução da qualidade creditícia dos emitentes), mas também afetar a capacidade financeira dos associados e / ou dos participantes para efetuar as contribuições para os planos, apesar de tal não ter sido observado até ao momento de uma forma generalizada.

Na categoria da envolvente macroeconómica, enquadram-se também as preocupações com a recente trajetória ascendente da inflação, com possíveis impactos na valorização dos ativos, mas também nas responsabilidades que se encontrem direta ou indiretamente indexadas a essa variável.

Os efeitos referidos têm o potencial de agravar as dificuldades já sentidas pelo mercado em termos da rendibilidade de certos tipos de ativos, e no caso dos planos de BD, do nível de financiamento, resultantes da manutenção do ambiente de taxas de juro muito baixas.

## Avaliação e projeção das EGFP quanto à materialidade atual e perspectivada nos próximos 12 meses dos riscos individuais (exceto os riscos específicos das EGFP), com referência a 30 de junho de 2021

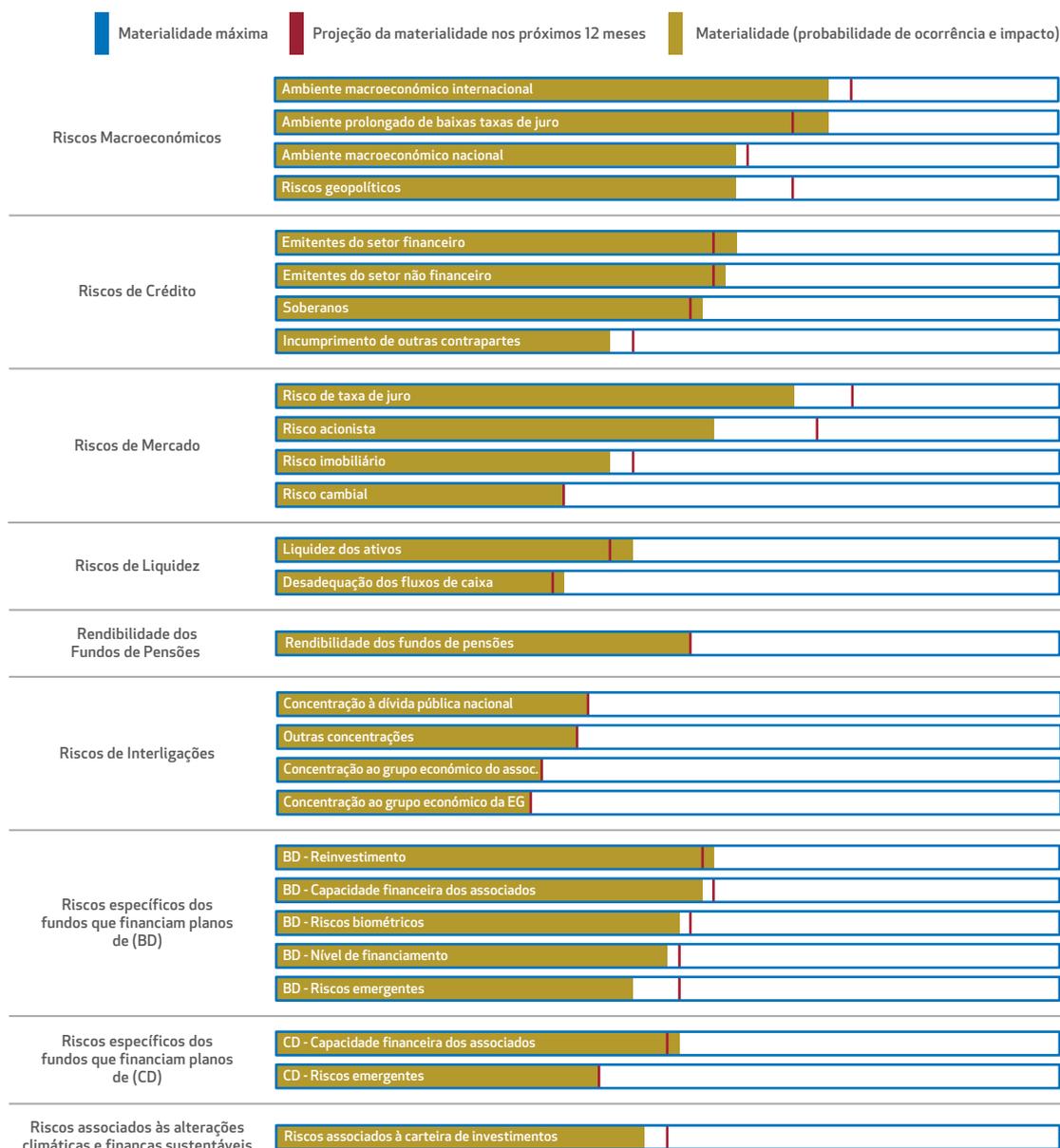


Figura 3.9

Fonte: ASF – Questionário RiskOutlook2.0 com referência a 30 de junho de 2021.

Em relação às expectativas futuras quanto à evolução dos riscos que podem afetar de forma adversa a estabilidade do setor dos fundos de pensões, merece particular destaque a perceção de que o risco acionista poderá sofrer um agravamento considerável, passando a ser um dos riscos mais significativos para o setor. Esta situação parece refletir os receios de

reversão da dissociação que se verifica entre a valorização dos ativos financeiros e o contexto macroeconómico.

Para além do risco de taxa de juro que já se encontra no topo das preocupações do setor, os riscos geopolíticos, com o potencial de incrementar a instabilidade dos mercados financeiros e, conseqüentemente, os prémios de risco a nível global, foram também identificados como tendo uma crescente relevância.

Por outro lado, é de salientar que as EGFP antecipam uma diminuição da materialidade associada ao risco relativo ao ambiente prolongado de baixas taxas de juro, que ainda assim permanecerá como um dos riscos mais relevantes para o setor.

### Perspetiva das EGFP quanto à evolução da materialidade dos riscos individuais (exceto os riscos específicos das EGFP) nos próximos 12 meses

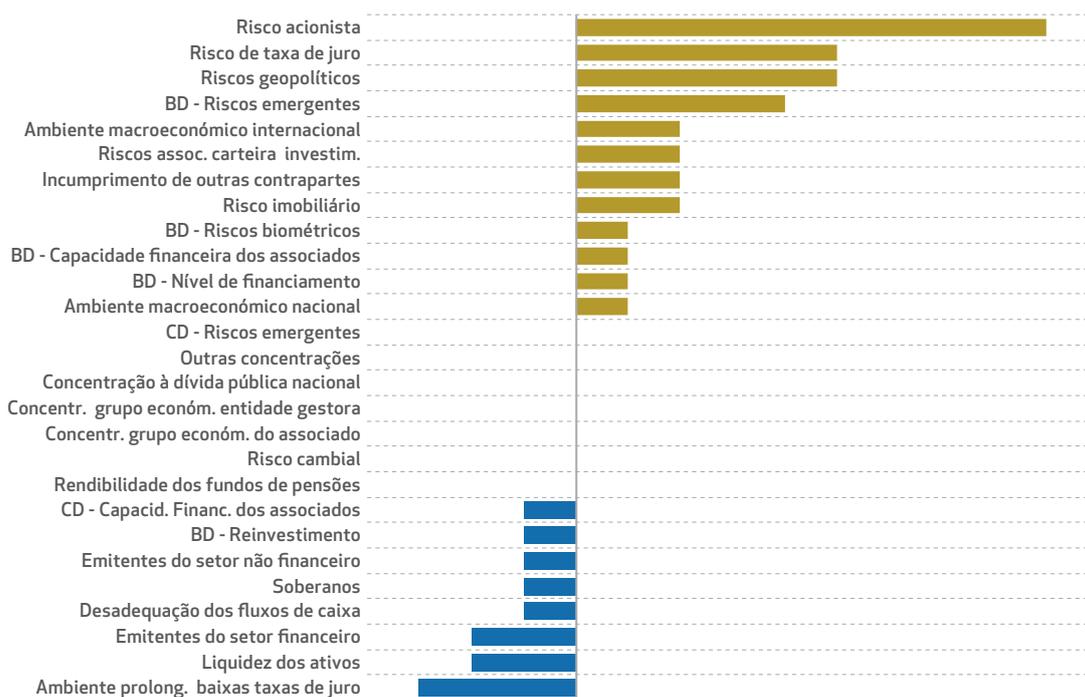


Figura 3.10

Fonte: ASF – Questionário RiskOutlook2.0 com referência a 30 de junho de 2021.

Na ótica das EGFP, os riscos cibernéticos ocupam o primeiro lugar em termos de materialidade, sendo a perspetiva futura de ligeiro agravamento. Com efeito, as medidas de combate à pandemia de Covid-19, que conduziram à generalização do recurso ao teletrabalho, terão impulsionado as entidades para uma situação de maior vulnerabilidade a falhas / ataques informáticos, com potencial disruptivo no negócio.

## Avaliação e projeção das EGFP quanto à materialidade dos riscos individuais (riscos específicos das EGFP) no presente e nos próximos 12 meses, com referência a 30 de junho de 2021

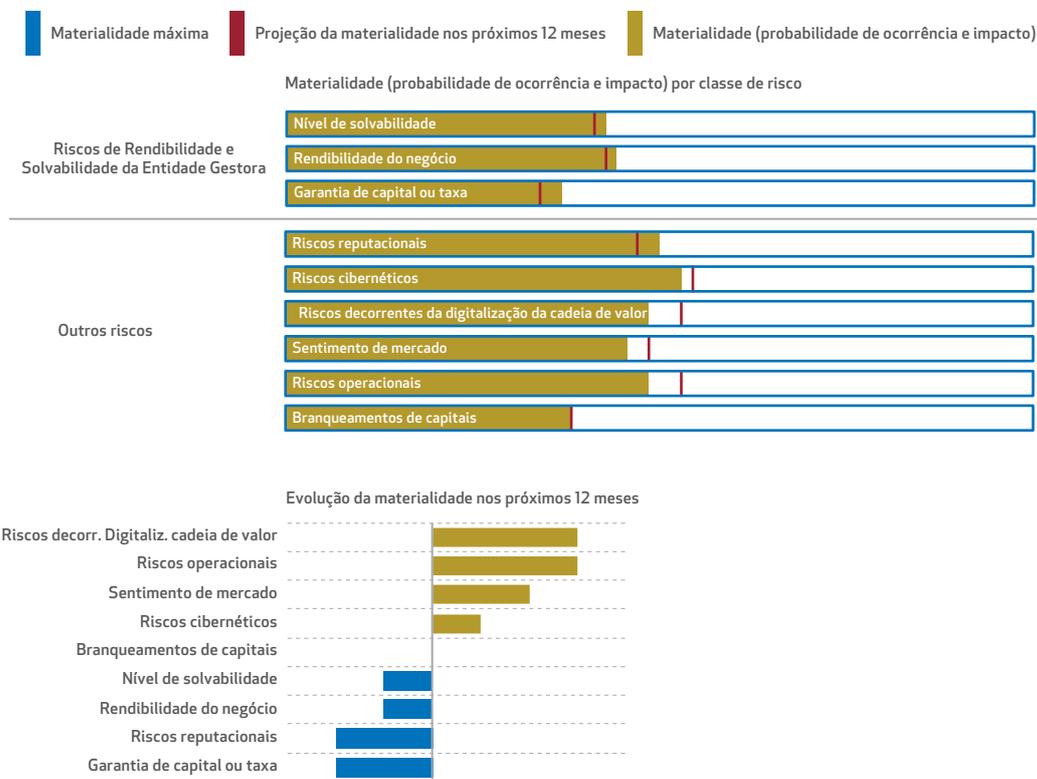


Figura 3.11

Fonte: ASF – Questionário *RiskOutlook2.0* com referência a 30 de junho de 2021.

De acordo com as respostas recebidas, antecipa-se um aumento da importância dos riscos decorrentes da transformação digital, bem como dos riscos operacionais, que passarão a ser os riscos mais materiais para as EGFP no prazo de 12 meses a seguir aos riscos cibernéticos.

O risco de incumprimento das garantias de capital ou de rendibilidade concedidas pelas próprias EGFP é, numa perspetiva agregada, o risco que suscita menores preocupações à data de referência e em termos de evolução futura, em parte pelo facto de nem todas as EGFP se encontrarem expostas a esse risco, e mesmo em relação às que concedem garantias, estas cobrirem apenas uma parte dos montantes geridos, que tende a não ultrapassar os 15% do valor total.

**Análise temática -  
Alterações *climáticas*  
e finanças sustentáveis  
no contexto do  
setor segurador nacional:  
perspetiva macroprudencial  
e de estabilidade financeira**





## 4.1 Introdução

### 4.1.1 Motivação do estudo

**A**s alterações *climáticas* constituem um risco de central importância económica, social, e também para a estabilidade financeira. Fruto da urgência, magnitude e complexidade do tema, este ascendeu ao topo das prioridades estratégicas de organizações de referência a nível mundial e europeu, como as Nações Unidas e a Comissão Europeia, sendo também um fator a incorporar nos moldes da recuperação económica face aos efeitos da pandemia por Covid-19.

Deste modo, o delinear de metas estratégicas, bem como as negociações e acordos atingidos entre nações e governos, cimentaram a resposta ao “Porquê?” da necessidade de neutralidade carbónica. Não obstante, serão as dinâmicas de mercado e o desenvolvimento tecnológico, aliados à disseminação de modelos de negócio mais sustentáveis, a viabilizar uma resposta gradual ao “Como?” materializar a profunda transformação de paradigma que urge operar.

O processo descrito denota necessidades de financiamento que transcendam a capacidade apenas do setor público, ou das instâncias que têm fomentado a sensibilidade crescente para o tema. Assim, em virtude da necessidade de mobilizar investimento privado, o setor financeiro é naturalmente visado de forma particular, como instrumental, com elevado potencial e capacidade de mobilização de recursos para a esfera das alterações *climáticas* e finanças sustentáveis.

Estas necessidades de financiamento decorrem, em larga medida, do *Green Premium*<sup>54</sup>. Este corresponde ao acréscimo de custos que, num determinado momento, uma solução verde apresenta face à sua contraparte poluente, tendo em conta que o seu custo atual não incorpora (ou pelo menos, não incorpora integralmente), as suas externalidades ambientais.

O setor segurador tem um papel de particular destaque nesta matéria, sendo o seu desafio específico mais denso, fruto de afetar, simultaneamente, os dois lados do balanço. O lado do ativo, na alocação de capital a investimentos cada vez mais expostos a fenómenos de perturbação temporária – os riscos de transição –, e o lado do passivo, através da aceitação de

---

54 O *Green Premium* constitui um importante indicador científico e tecnológico da viabilidade da transição energética, que permite diferenciar tecnologias a priorizar em termos de adoção massificada (isto é, as tecnologias com um *spread* mais reduzido face à contraparte poluente), e aquelas que necessitam de maior investimento em investigação e desenvolvimento (isto é, tecnologias que detêm um *Green Premium* mais elevado).

riscos – riscos físicos –, num contexto agravado pelos efeitos das alterações *climáticas*, o qual desafia a adequação dos atuais modelos de risco e de tarificação. Estas solicitações ocorrem ainda num contexto em que a economia, a sociedade e os governos denotam expectativas quanto à ação do setor na resposta a diversos *protection gaps*<sup>55</sup>.

## 4.1.2 Apresentação sumária de conteúdos

Fruto da importância e magnitude dos desafios, conexos com esta esfera, enfrentados pelo setor segurador, a Autoridade de Supervisão de Seguros e Fundos de Pensões (ASF), vem desenvolvendo trabalhos de diferentes naturezas nesta matéria. No caso específico deste estudo, o foco recai sobre três componentes principais: (i) diagnóstico de exposições existentes na carteira de investimentos do setor segurador nacional face às alterações *climáticas*; (ii) exploração inicial do universo de informação comparável e utilizável para gestão holística de riscos *Environmental, Social, and Governance* (ESG) por parte de empresas de seguros; e, (iii) análise dos resultados do questionário relativo a alterações *climáticas* e finanças sustentáveis delineado pela ASF e destinado às empresas de seguros e às sociedades gestoras de fundos de pensões nacionais.

De seguida será apresentado o diagnóstico realizado à carteira de investimentos do setor segurador nacional, mais propriamente às carteiras de dívida privada e ações, no contexto das exposições rastreadas como mais passíveis de alteração de valor de mercado, em resultado da ponderação de considerações *climáticas*. Ao longo da análise, estas serão mais sumariamente referidas como exposições com *dimensão climática*, ou termo análogo.

Subsequentemente, é efetuado um exercício abrangente realizado na esfera ESG, que providencia a análise de *ratings* e do risco ESG de diversas entidades, setores, e também do *portfolio* de investimentos da globalidade das empresas de seguros contempladas na análise descrita anteriormente.

Por fim, será apresentada a análise e principais conclusões extraídas das respostas ao questionário da ASF relativo às finanças sustentáveis e alterações *climáticas*, que foram apresentadas pelas empresas de seguros e sociedades gestoras de fundos de pensões que operam no mercado nacional, com data de referência a 30 de junho de 2021, lançado combinadamente com o questionário regular de riscos (*Risk Outlook 2.0*).

---

55 Um *protection gap* corresponde ao desvio entre as perdas económicas concebíveis em caso de ocorrência de um evento decorrente de determinado risco, e aquelas que se encontram protegidas por cobertura seguradora.

## 4.2 Diagnóstico preliminar da *dimensão ambiental* das carteiras de investimento do setor segurador nacional

Neste capítulo, será efetuado um diagnóstico da carteira de investimentos do setor segurador nacional, mais propriamente às carteiras de dívida privada e ações, no contexto das exposições pré-identificadas com *dimensão climática*.

Esta análise beneficia – e procura personalizar para a realidade nacional – do estudo publicado pela EIOPA no final de 2020 “*Sensitivity analysis of climate-change related transition risks: EIOPA’s first assessment*”<sup>56</sup>, produzido num grupo de trabalho criado por esta autoridade, e no qual a ASF participou. Em particular, a análise efetuada beneficia da partilha de informação quanto ao mapeamento<sup>57</sup> dos títulos financeiros para a tecnologia subjacente, o que constitui um importante avanço de detalhe científico e tecnológico neste tipo de investigação. Por este facto, a análise efetuada partilha diversas características e pressupostos com o referido estudo, cujos aspetos ora mais relevantes são descritos de seguida.

### Aspetos técnicos subjacentes à análise

O estudo realizado tem por base uma série de fundamentos técnicos e de características da informação de base:

- a) No processo de amostragem, foram apenas selecionadas as empresas de seguros nacionais, em relação às quais foi possível efetuar o mapeamento das exposições verdes<sup>58</sup> e poluentes<sup>59</sup>. Integram a amostra 31 entidades, que representam 89% do total da carteira de investimentos a nível local;
- b) O processo de mapeamento das exposições incide sobre a carteira de investimentos nacional à data de 31 de dezembro de 2019<sup>60</sup>; e,

---

56 Disponível em: <https://www.eiopa.europa.eu/media/news/sensitivity-analysis-of-climate-change-related-transition-risks-eiopa%E2%80%99s-first-assessment.en>.

57 Por intermédio da ferramenta PACTA – 2 Degrees Investment Initiative (2DII).

58 O termo “exposição verde”, para finalidades exclusivamente de definição neste estudo, abrange exposições associadas à contribuição para desenvolvimentos ambientais como a adaptação ou mitigação das alterações *climáticas*, a transição para uma economia circular, a prevenção e controlo dos níveis de poluição, a proteção da biodiversidade e dos ecossistemas, ou o uso sustentável e a proteção da água e dos recursos marinhos.

59 O termo “exposição poluente”, para finalidades exclusivamente de definição neste estudo, pode ser entendido como a alocação de fundos a ativos associados a externalidades de dano ambiental, ou de contribuição para o acentuar das alterações *climáticas*.

60 Decorrente da data de referência do exercício da EIOPA referido anteriormente.

- c) De acordo com a informação disponível à data, apenas foram mapeadas as exposições de *dimensão climática* relativas a dívida privada e ações, sendo que em futuros exercícios poderão ser incluídos outros ativos e instrumentos financeiros, em particular os títulos soberanos e o imobiliário.

#### 4.2.1 Diagnóstico do panorama de exposições de *dimensão climática* nas carteiras de dívida privada e acionista das empresas de seguros sob supervisão prudencial da ASF

A análise apresenta um elevado grau de detalhe e de concretização do mapeamento dos títulos financeiros em carteira para a tecnologia subjacente, e, por conseguinte, do seu posicionamento numa ótica ambiental e de transição energética / descarbonização. Para esse efeito, isto é, para a alocação da tecnologia subjacente a verde ou poluente, foi utilizada uma abordagem transparente e flexível, conforme enunciado na tabela seguinte. Esta estabelece – exclusivamente para efeitos da presente análise e suscetível de revisão futura<sup>61</sup> – um mapeamento das tecnologias subjacentes aos ativos analisados para o espectro de tecnologias verdes, ou, pelo contrário, poluentes.

#### Mapeamento das tecnologias subjacentes aos ativos detidos pelas empresas de seguros para um cariz verde ou poluente

Tecnologia	Exposição
Automóvel Elétrico	Verde
Automóvel Híbrido	Verde
Automóvel Motor de Combustão Interna	Poluente
Aviação	Poluente
Produção de Aço	Poluente
Produção de Carvão	Poluente
Produção de Cimento	Poluente
Produção de Energia via Carvão	Poluente
Produção de Energia via Gás	Verde
Produção de Energia via Hidroelétrica	Verde
Produção de Energia via Nuclear	Poluente
Produção de Energia via Petróleo	Poluente
Produção de Energia via Renováveis	Verde
Produção de Gás	Verde
Produção de Petróleo	Poluente

Figura 4.1

Fonte: EIOPA no mapeamento das exposições para a tecnologia subjacente, com posterior remissão para verde / poluente pela ASF

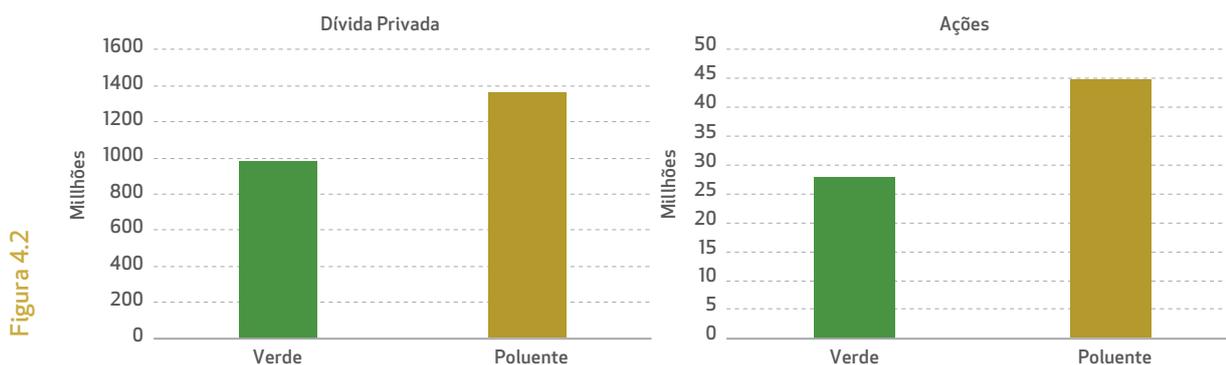
61 Em particular, a “produção de gás” foi ainda categorizada como exposição verde, considerando-se que, no momento de redação desta análise temática - e face ao universo de tecnologias presentemente disponíveis em escala -, esta é menos prejudicial face a outras alternativas. Contudo, fruto da sua natureza fóssil, perspetiva-se que esta esteja inserida num trajeto de alteração futura para uma classificação de exposição poluente.

### 4.2.1.1 Exposições climáticas: quantificação, segmentação e distribuição

À data de referência do exercício<sup>62</sup>, no âmbito das duas classes de ativos analisadas, a exposição considerada como de *dimensão climática* ascendia ao montante de 2,4 mil milhões de euros, sendo que, neste subconjunto, a exposição associada a dívida privada é significativamente superior à exposição em ações.

Analisando individualmente para cada tipo de ativo, constata-se que, em relação à dívida privada, a exposição identificada como *climática* se posiciona em 19% do total da carteira de dívida privada, sendo que 58% desta exposição é categorizada como poluente. No contexto das ações, a exposição *climática* queda-se pelos 2% da carteira total, com 62% desta exposição a ser conotada como poluente.

#### Categorização da exposição climática por instrumento financeiro



Fonte: EIOPA, Reporte individual trimestral

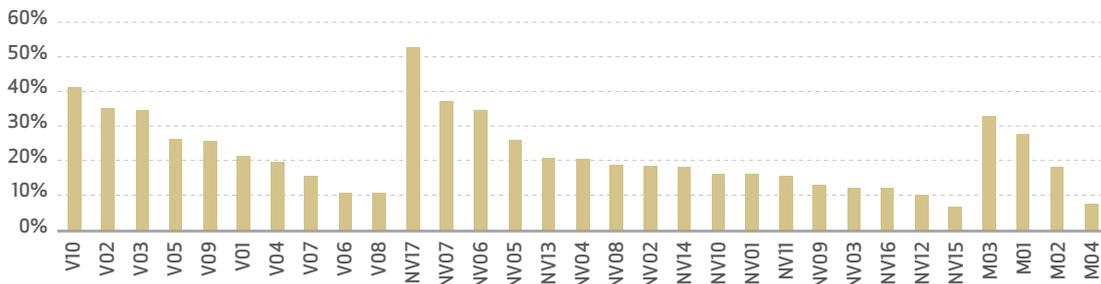
Na repartição das exposições *climáticas* entre verdes e poluentes, verificam-se diferenças consideráveis no universo de empresas de seguros supervisionadas prudencialmente pela ASF. Assim, neste contexto, na entidade com maior proporção de exposições verdes, esta atinge cerca de dois terços (67,4%), em contraposição à entidade com menor exposição verde, com apenas 6,4% de peso relativo.

62 Em relação às carteiras de investimento a 31.12.2019.

Adicionalmente, cerca de três quartos das entidades evidenciam uma representatividade da exposição verde inferior a 50%. Contudo, tal como referido anteriormente, importa salientar que a análise efetuada apenas contempla dois instrumentos financeiros - dívida privada e ações.

### Proporção da exposição climática na carteira de dívida privada e ações por empresa de seguros

Figura 4.3

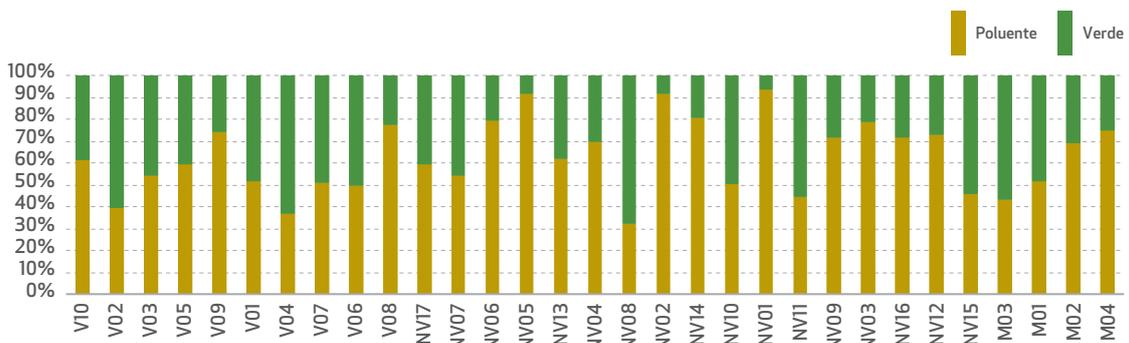


Fonte: EIOPA e Reporte individual trimestral.

Nota: Empresas seguradoras anonimizadas aleatoriamente e apresentação gráfica por ordem decrescente dentro de cada segmento.

### Categorização da exposição climaticamente relevante por empresa de seguros

Figura 4.4



Fonte: EIOPA e Reporte individual trimestral

#### 4.2.1.2 Distribuição das exposições de dimensão climática por setor de atividade e tecnologia subjacente

Em seguida, pode observar-se a categorização da exposição *climática* dos investimentos do mercado segurador por setor de atividade (painel da esquerda), bem como as emissões de CO<sub>2</sub>e<sup>63</sup> em Portugal por setor (painel da direita)<sup>64</sup>.

À data de referência do exercício, na distribuição das exposições de *dimensão climática* detidas pelo setor segurador, por setor de atividade, o setor de produção de energia apresenta-se como o mais representado (42%). Dentro deste setor, a produção de energia através do uso de hidroelétricas, carvão e gás são as tecnologias com maior preponderância.

Em paralelo, verifica-se que o setor dos transportes, que engloba o setor automóvel, apresenta-se como o setor nacional mais poluente, com 28% das emissões de CO<sub>2</sub>e do país. Refira-se que o setor automóvel alcança 20% da representatividade *climática* nas carteiras do setor segurador, maioritariamente através das tecnologias relacionadas com a combustão interna.

As atividades de produção e transformação de energia são as segundas (21%) mais poluentes em Portugal, sendo a produção de gás e petróleo a segunda categoria com maior proporção de exposição *climática* nas carteiras do setor segurador (28%).

Adicionalmente, observa-se que cerca de um terço das emissões globais de CO<sub>2</sub>e, em Portugal, estão divididas equitativamente entre os setores de processos industriais e de uso de produtos de combustão na indústria, e a agricultura.

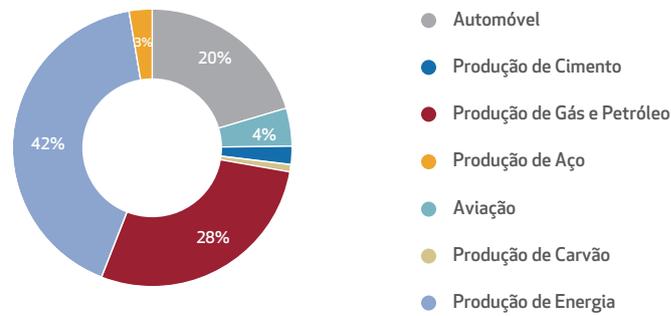
---

63 Emissões de gases com efeito de estufa em base equivalente a unidades de Dióxido de Carbono.

64 Nota: a segmentação setorial / por tecnologia subjacente está dependente da segmentação e da granularidade disponível em ambas as fontes, que não permite um cruzamento totalmente direto ou imediato.

## Categorização da exposição climática e das emissões de CO2e em Portugal por setor de atividade económica em 2019

Exposição Climática por setor



Emissões setoriais CO2e em Portugal

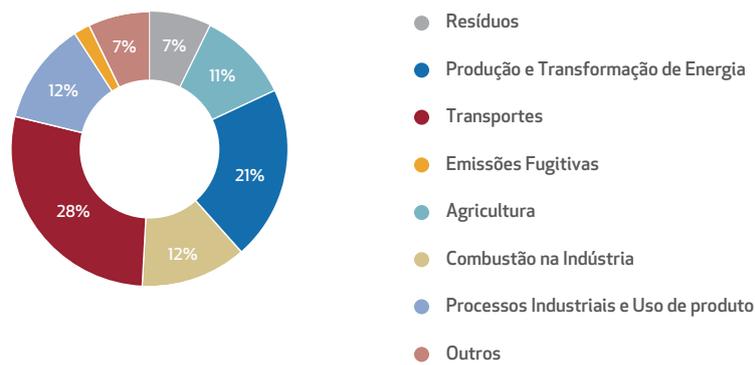


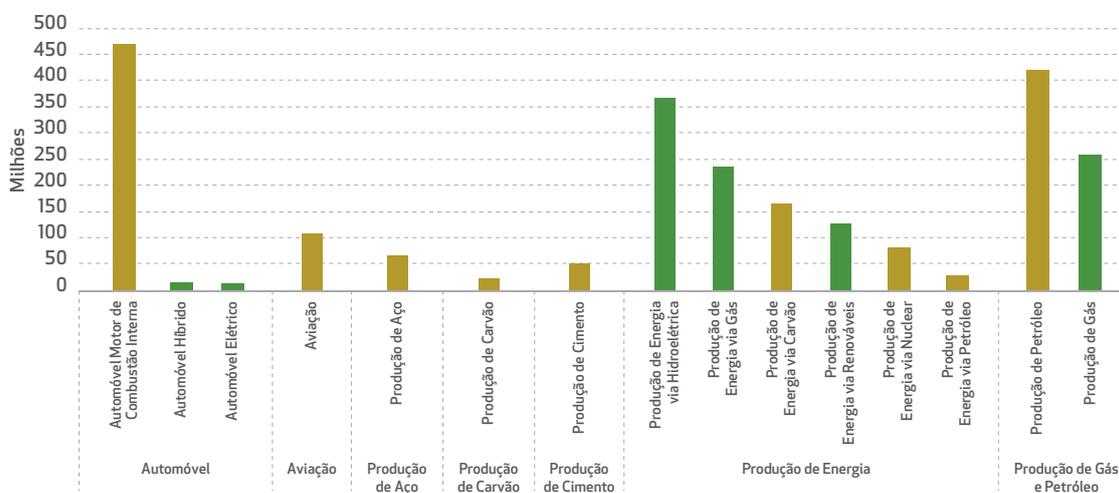
Figura 4.5

Fonte: EIOPA e Portal do Estado do Ambiente

Nos gráficos seguintes, para cada um dos setores identificados, apresenta-se o mapeamento completo e mais granular da proporção das exposições para a tecnologia subjacente.

## Categorização da exposição climática por setor de atividade e por tecnologia subjacente

Figura 4.6



Fonte: EIOPA, editado pela ASF.

### 4.2.2 Perspetivas de risco

Após o diagnóstico preliminar apresentado na secção anterior, procura-se efetuar também a articulação da perspetiva de sustentabilidade com métricas de risco, bem como com fatores de escala ilustrativos de importância relativa, analisando-se ainda eventuais sinais de concentração de exposições.

É relevante recordar que este tipo de abordagem está alinhado com o objetivo de incorporação holística da perspetiva ambiental – ou, de forma mais alargada, da esfera ESG – na gestão de risco, tanto ao nível de cada operador, como do próprio supervisor.

### Exposições de *dimensão climática* e métricas de risco de crédito

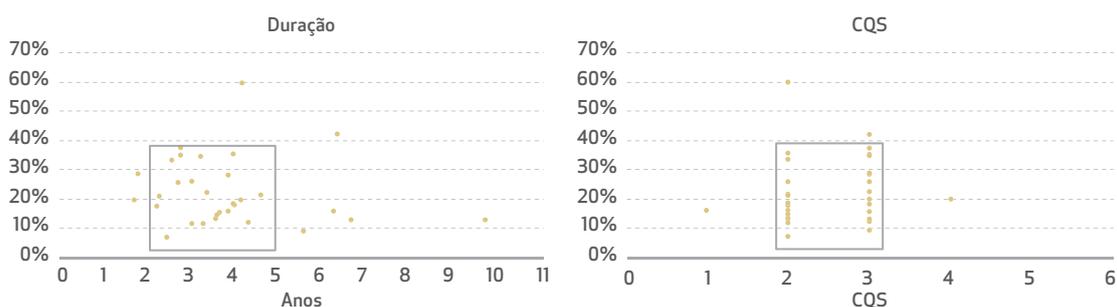
Nesta análise, procede-se inicialmente ao cruzamento da informação relativa a exposições *climáticas*, com a duração e a qualidade creditícia (em formato *Credit Quality Step* (CQS)), da carteira de dívida privada por operador.

A nuvem de pontos resultante revela que o conjunto de entidades analisado apresenta exposições de *dimensão climática* inferior a 40% e com durações médias situadas, maioritariamente, entre os dois e os cinco anos, sendo os níveis de CQS médios predominantes entre dois e três.

Na carteira de dívida privada, constata-se que as entidades com valores fora dos intervalos anteriormente referidos em termos de durações, apresentam maioritariamente representatividades *climáticas* inferiores ao aglomerado.

### Percentagem da exposição climática na carteira de dívida privada, duração e qualidade creditícia (CQS) da carteira de dívida privada

Figura 4.7



Fonte: EIOPA, Reporte individual trimestrale cálculos da ASF.

### Comparação das exposições de *dimensão climática* face à representatividade dos principais grupos económicos a que as empresas de seguros se encontram expostas

Em complemento à informação apresentada anteriormente, importa enquadrar, em termos de escala, a dimensão da exposição mapeada como de *dimensão climática* no contexto deste exercício (que, ao compreender apenas as categorias de dívida privada e acionista, é forçosamente um minorante da exposição *climática* total encerrada nas carteiras de investimentos do setor), com *benchmarks* de riscos e vulnerabilidades, de índole macroprudencial, monitorizadas regularmente.

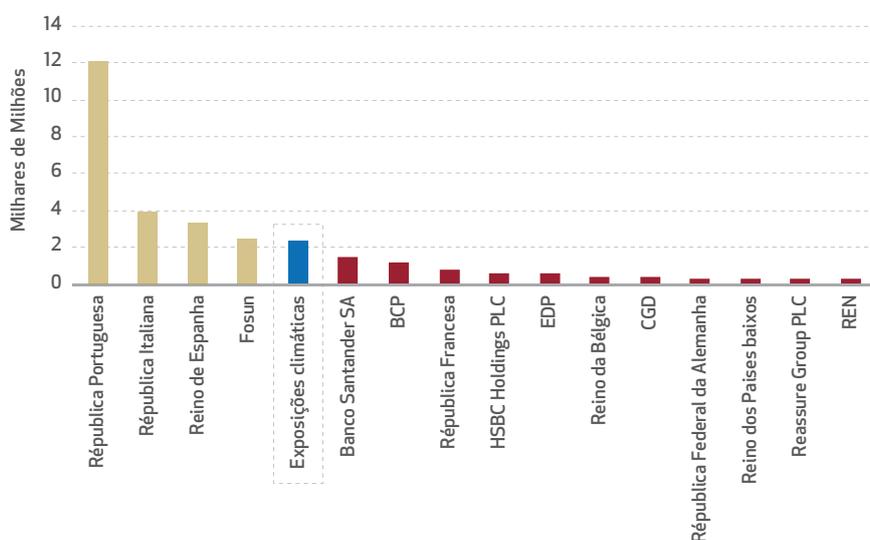
Refira-se que esta secção visa, essencialmente, estabelecer perceções de escala, uma vez que o agregado de exposições *climáticas* tem, naturalmente, um nível de diversificação distinto dos agregados de exposições a emitentes individuais, fruto de agregar exposições verdes e poluentes, a múltiplos setores de atividade económica, numerosas tecnologias subjacentes, e diversas contrapartes individuais específicas.

Pode constatar-se que, mesmo considerando apenas as categorias de dívida privada e acionista, as exposições *climáticas* surgem como o quinto maior valor investido, quando comparadas com a totalidade dos grupos económicos – incluindo públicos e privados – a que as empresas de seguros se encontravam expostas (no caso deste *benchmark*, considerando exposição por via de qualquer tipo de ativo), à data de referência do exercício. As exposições

mapeadas para *dimensão climática* detêm assim uma preponderância menos vincada do que a dos três soberanos alvo de maior exposição (PT, IT e ES), assumindo uma preponderância – na referida lógica de limiar inferior / mensuração parcial (apenas parte das classes de ativos) – de ordem de grandeza similar à da exposição aos grupos económicos privados mais representados.

### Análise comparativa entre as exposições de *dimensão climática* relevante e exposição aos principais grupos económicos

Figura 4.8



Fonte: EIOPA, Reporte individual trimestral e cálculos da ASF, para a data de referência deste estudo (31.12.2019).

### Indicadores de concentração nas exposições climáticas

Nesta secção são efetuadas análises focadas na identificação de eventuais fenómenos de concentração no conjunto das exposições *climáticas* contempladas no exercício. Estas recorrem a um indicador frequentemente utilizado neste tipo de apreciação – Índice de *Herfindahl- Hirschman* (IHH), variando entre 0% e 100%, e sinalizando maior teor de concentração para os valores mais elevados<sup>65</sup>.

A análise efetuada, apresenta assim, duas perspetivas complementares:

- (i) concentração, por empresa de seguros, face a tecnologias subjacentes, isto é, se cada empresa de seguros tem a sua carteira de *dimensão climática* concentrada em termos de tecnologia; e

<sup>65</sup> Registe-se que, para o Índice de *Herfindahl-Hirschman* (IHH), a literatura define normalmente o  $IHH < 0.1$  como o limiar para baixos níveis de concentração, sendo o intervalo  $0.18 > IHH > 0.1$  para mercados moderadamente concentrados, e o  $IHH > 0.18$  para mercados fortemente concentrados.

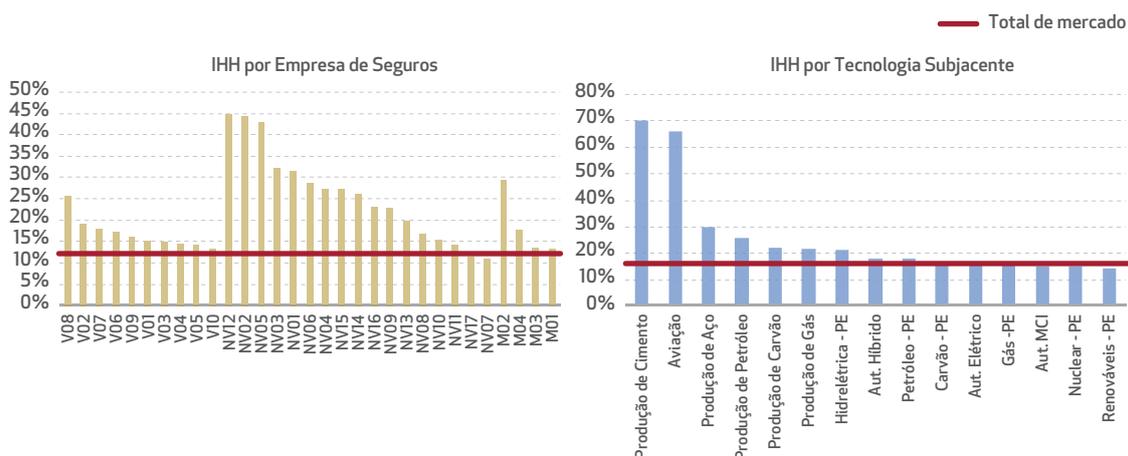
- (ii) concentração, por tecnologia subjacente, isto é, se a exposição agregada do conjunto de empresas de seguros a cada tecnologia, tende a concentrar-se num número restrito de operadores.

No primeiro caso, conclui-se que as empresas que operam exclusivamente nos ramos Não Vida tendem a exibir exposições *climáticas* mais concentradas num número restrito de tecnologias subjacentes. Não obstante, reconhece-se que este facto é parcialmente decorrente da menor dimensão (tendencial) das carteiras de parte das entidades constituintes deste universo.

No contexto da segunda análise de concentração das tecnologias subjacentes, constata-se que são as tecnologias de aviação e de produção de cimento a revelar padrões de maior concentração da exposição agregada, num conjunto restrito de operadores.

### Índice de Herfindahl-Hirschman (IHH) – análise de concentração em base (i) por empresa de seguros, e (ii) por tecnologia subjacente à exposição

Figura 4.9



Fonte: EIOPA e Reporte individual trimestral

## 4.3 Análise preliminar de *ratings* e classificações ESG no contexto do setor segurador, com particularização para o caso nacional, para efeitos de análise macroprudencial de riscos

### 4.3.1 Motivação e pressupostos

Na esfera das alterações *climáticas* e finanças sustentáveis, e de um modo mais alargado, no contexto ESG - *Environmental, Social and Governance*<sup>66</sup> -, uma das dificuldades mais frequentemente apontadas pelos operadores do setor financeiro é a inexistência, ou a limitação, de informação relevante útil, padronizada e comparável. Neste capítulo, visa-se promover avanços nesta matéria, empreendendo uma investigação – e uma utilização em modo de teste – de informação já atualmente disponível.

Refira-se que esta análise constitui uma componente exploratória, inteiramente independente e autónoma por parte da ASF, ainda que – no que toca a informação conexa com as carteiras de investimento do setor segurador nacional – se utilize a mesma data de referência e o mesmo conjunto de empresas, isto é, as exposições conotadas com *dimensão ambiental* a que se reporta o capítulo anterior, de modo a promover a legibilidade transversal das diversas análises. Não obstante, as metodologias e fundamentos empregues podem ser utilizados, sem perda de generalidade, para outros instantes temporais ou conjuntos de operadores.

### 4.3.2 Exploração de *ratings* ESG – plataforma *Sustainalytics*

Nesta secção, é desenvolvida uma análise utilizando a informação da plataforma *Sustainalytics*<sup>67</sup>, da *Morningstar*. Este prestador de informação disponibiliza indicadores e agregados que conferem perspetivas expandidas e complementares.

---

66 Ambiental, social e de governação.

67 Fonte: <https://www.sustainalytics.com/>

O *rating* ESG, deste prestador específico, é calculado através da identificação da exposição<sup>68</sup> da empresa a riscos materiais de ESG e da forma como esta os gere<sup>69</sup>. Para mais informações<sup>70</sup> deverá ser consultado o *website*<sup>71</sup> do prestador.

Na base desta fonte, as classificações ESG estão compreendidas no intervalo de 0 a 50, subdividido em cinco patamares, com os *scores* de maior valor absoluto associados a uma *performance* ESG de menor qualidade.

### Patamares de *ratings* ESG de acordo com o prestador de informação *Sustainalytics* / *Morningstar*

0-9	10-19	20-29	30-39	40-50
Muito Baixo	Baixo	Médio	Alto	Muito Alto

Figura 4.10

Fonte: *Sustainalytics*, editado pela ASF

#### 4.3.2.1 Análise agregada (índices compósitos) relativos ao setor segurador a nível global

A informação ESG relevante, disponível no prestador *Sustainalytics/Morningstar*, permite escrutinar a *performance* ESG das empresas de seguros presentes no compósito para este setor (com a seleção de empresas integrantes efetuada pelo prestador de informação em causa). Assim, observa-se que as empresas de seguros abrangidas no compósito da *Sustainalytics*, apresentam uma mediana de *rating* ESG de 23, localizando-se no patamar de risco médio (amarelo), mas mais próximo da fronteira para a gama verde da escala. Este era o resultado agregado antevisto, considerando que a maioria das entidades seguradoras considerada (69%) se situa nesse escalão.

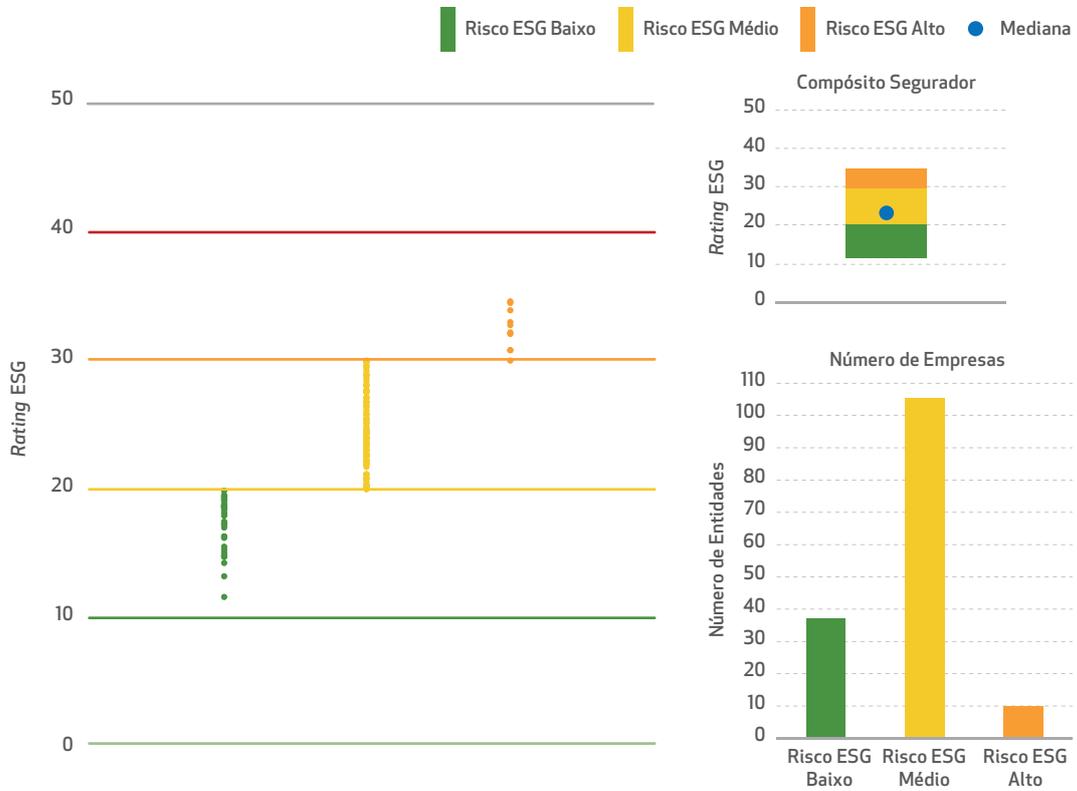
68 A exposição da empresa a riscos ESG refere-se à medida em que esta se encontra exposta a diferentes riscos materiais de ESG. A pontuação da *Sustainalytics* para a exposição tem em consideração fatores subindustriais e específicos da empresa, tais como o seu modelo de negócio. Fonte: <https://www.sustainalytics.com/>

69 A gestão dos riscos ESG refere-se à forma como uma empresa se encontra a gerir esses mesmos riscos. A pontuação da *Sustainalytics* para a gestão avalia a robustez dos programas, práticas e políticas referentes ao ESG de uma empresa. Fonte: <https://www.sustainalytics.com/>

70 Vídeos com informações mais detalhadas sobre os *ratings* ESG da *Sustainalytics* e como estes são medidos: O que são os *ratings* de risco ESG? - <https://www.youtube.com/watch?v=bCO6dLHaPWE&t=4s> e Como funcionam as *ratings* de risco ESG? - <https://www.youtube.com/watch?v=Y-AEjB9mKOO>

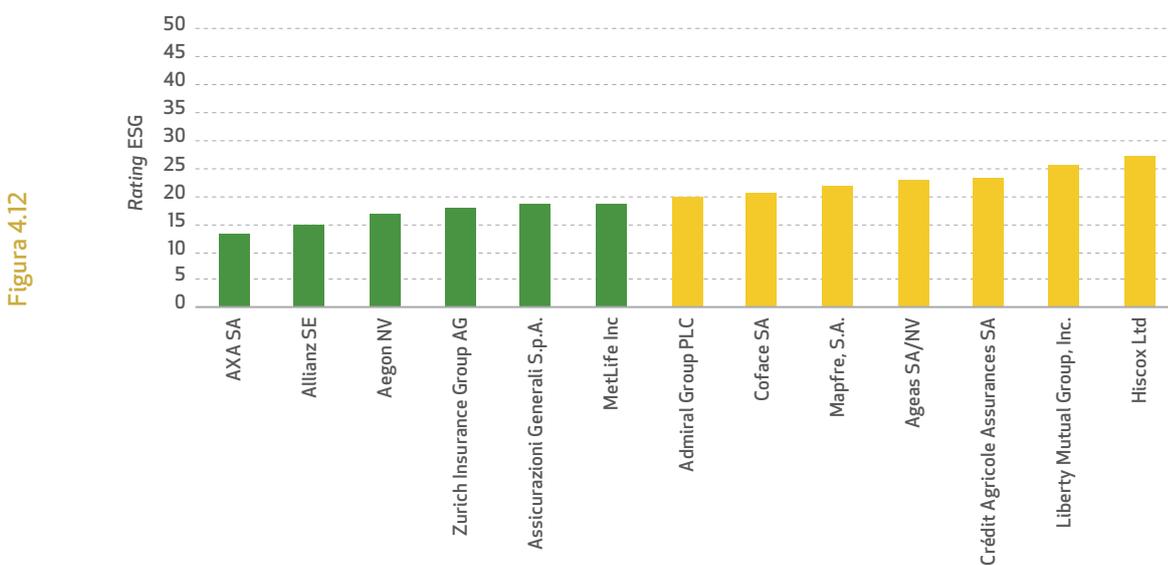
71 <https://www.sustainalytics.com/>

## Classificação das empresas de seguros presentes no compósito do setor segurador da Sustainalytics por rating ESG e apresentação do número de entidades por categoria de risco



Fonte: Sustainalytics.

## Ratings ESG de empresas selecionadas inseridas no compósito do setor segurador da Sustainalytics

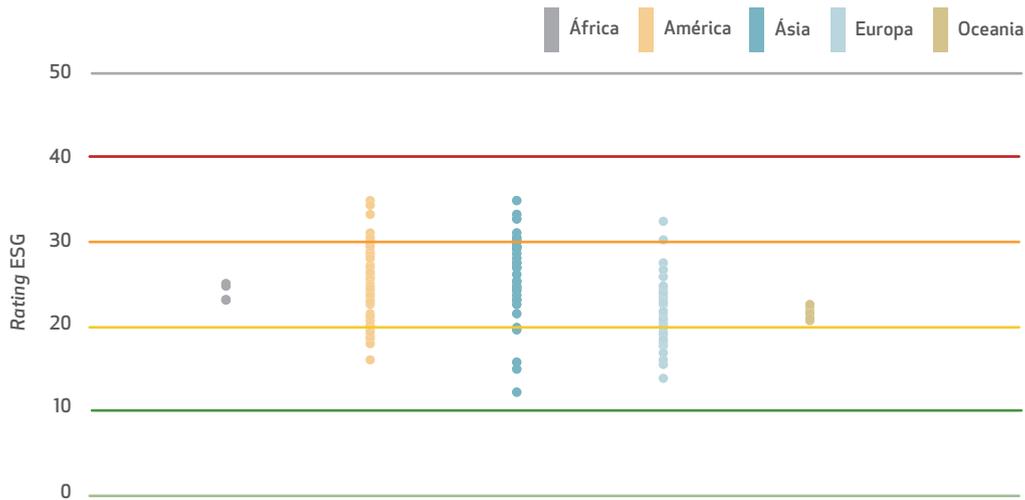


Fonte: Sustainalytics.

A distribuição geográfica das classificações ESG das entidades integrantes deste índice compósito, revela que as seguradoras europeias tendem a apresentar *ratings* ESG em níveis conotados como de maior sustentabilidade, face às entidades sediadas nos restantes continentes.

**Ratings ESG das empresas de seguros presentes no compósito do setor segurador da Sustainalytics, agregadas por continente**

Figura 4.13

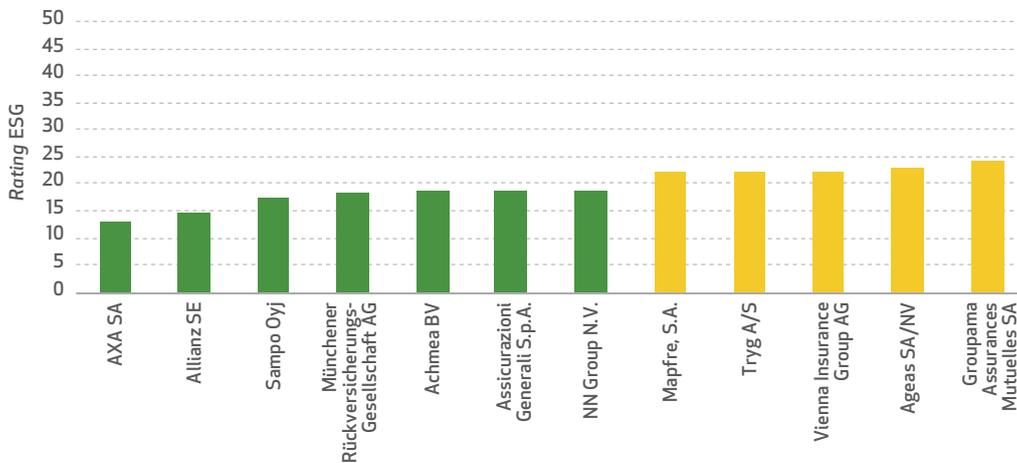


Fonte: Sustainalytics.

São ainda apresentadas as classificações ESG atribuídas a grandes grupos seguradores selecionados, de elevada relevância no contexto europeu, revelando diversos integrantes em nível de risco baixo, e os restantes em intermédio.

**Rating ESG de grandes grupos seguradores selecionados, disponíveis na base de dados**

Figura 4.14



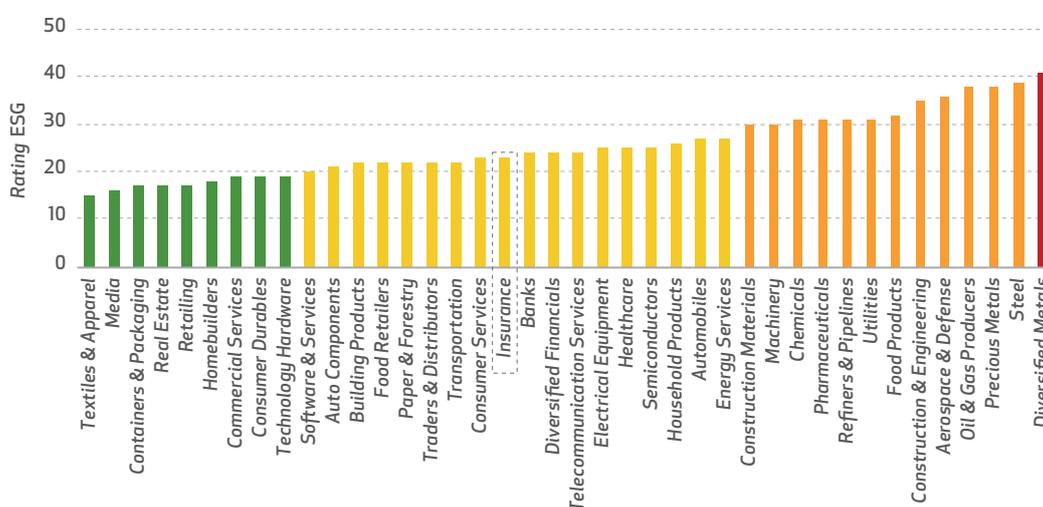
Fonte: Sustainalytics.

## Análise comparativa de ratings ESG do setor segurador face a outros setores de atividade

Conforme já referido, segundo as classificações da *Sustainalytics*, o setor segurador dispõe de um *rating* médio global ESG de 23, apresentando-se num patamar de risco intermédio, similar ao evidenciado pelo setor bancário. Numa perspetiva geral, verifica-se que apenas um reduzido número de setores se posiciona numa gama de risco ESG baixo (22%), face à proporção dos setores dispostos nos patamares de risco alto e muito alto (32%).

### Ratings ESG ponderado dos setores de atividade presentes na base de dados da *Sustainalytics*

Figura 4.15



Fonte: *Sustainalytics*.

### 4.3.2.2 Mapeamento das exposições do setor segurador nacional – totalidade dos instrumentos financeiros – para classificações ESG em base agregada setorial

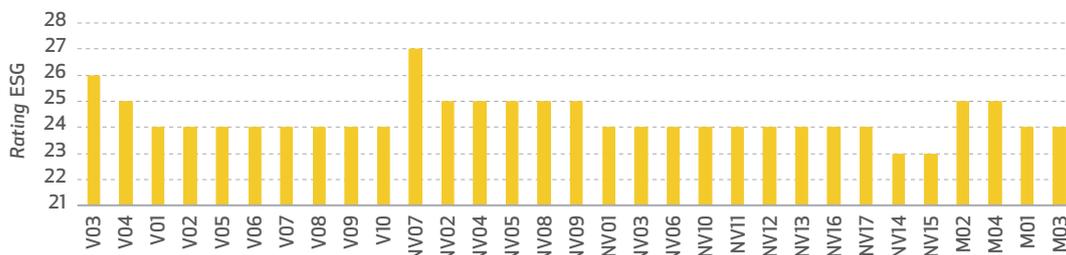
De seguida, procede-se a um exercício de mapeamento dos códigos setoriais (*NACE Codes*) dos títulos presentes na carteira de investimento das empresas de seguros sob supervisão prudencial da ASF contempladas neste exercício, para os setores com classificação ESG disponível pela *Sustainalytics*.

Desta forma, diferentemente de análises anteriores, que apenas incorporavam a informação expressamente mapeada como tendo *dimensão climática* para instrumentos financeiros de dívida privada e acionista, a presente análise agrega a informação *climática* de todos os instrumentos financeiros integrados no *portefólio* de investimentos mencionado. O exercício realizado permitiu mapear 95% do *portefólio* total<sup>72</sup> do setor segurador nacional contemplado neste exercício, considerando no mapeamento as carteiras de investimentos afetos a seguros ligados e não ligados, e excluindo os títulos afetos aos fundos dos acionistas.

Na globalidade, as empresas integrantes do setor segurador nacional apresentam, segundo esta metodologia, carteiras de investimento com *ratings* ESG de nível médio (distribuídos entre os 23 e os 27, numa escala que, recorde-se, varia entre os 0 e os 50), não sendo possível verificar, de acordo com esta metodologia, diferenças claras ou expressivas de risco ESG entre os *portefólios* dos diversos tipos de entidades existentes (Vida, Não Vida e Mistas).

#### Ratings ESG da carteira de investimentos das empresas de seguros presentes no mercado nacional, com base no mapeamento para classificações ESG setoriais agregadas da Sustainalytics

Figura 4.16



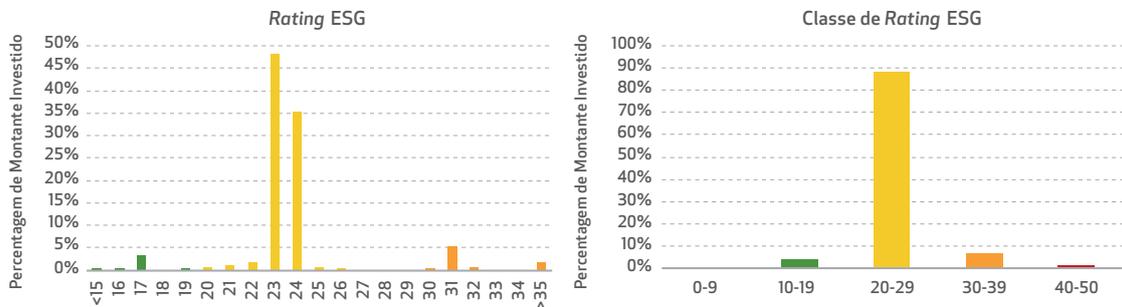
Fonte: Sustainalytics, QRT, cálculos da ASF.

Numa análise à carteira de investimentos agregada, constata-se que cerca de 88% da mesma está alocada a ativos financeiros de risco ESG intermédio. Refira-se que, ainda que estas análises sinalizem a prevalência de riscos ESG de nível intermédio, a maturação gradual das metodologias de avaliação poderá, num futuro próximo, permitir refinar e criar maior diferenciação entre os grupos económicos posicionados nesta gama intermédia.

72 Note-se que os títulos soberanos se encontram incluídos, uma vez que essa inclusão é viável de acordo com a metodologia em curso, reconhecendo-se, no entanto, que estes títulos, fruto das suas especificidades e relevância na carteira, deverão ser alvo de uma investigação dedicada.

## Proporção dos montantes investidos pelas empresas de seguros por rating e classe de rating ESG

Figura 4.17



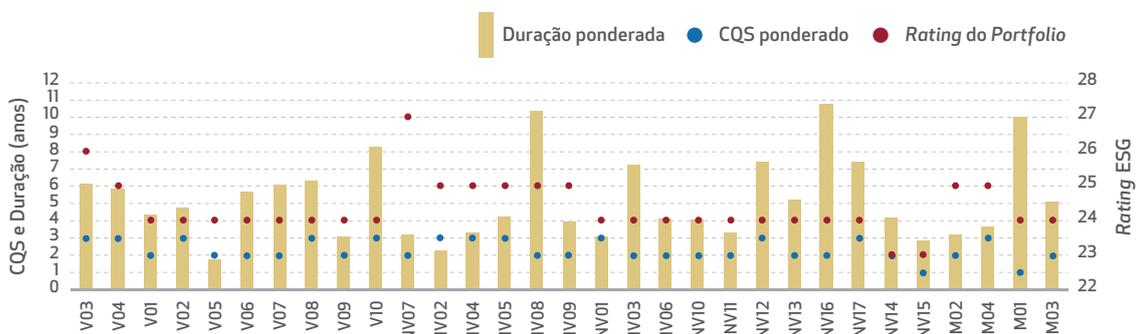
Fonte: *Sustainalytics*, Reporte individual trimestral, cálculos da ASF.

Os riscos ESG, neste contexto de transição, podem apresentar potencial de stress adicional para os títulos / emitentes cuja permanência em território de *investment grade* é menos robusta (i.e. CQS3, e qualidade inferior).

Algumas empresas de seguros apresentam níveis agregados na sua carteira de dívida (privada, pública e equiparada) correspondente a CQS3 (cerca de 39% da carteira de dívida total), o que, conjugado com *ratings* ESG de nível intermédio, poderá criar vulnerabilidades adicionais a cenários de *downgrades* destes títulos em matéria creditícia, penalizando também a onerosidade dos respetivos requisitos de capital das exposições privadas.

## Comparação entre o rating ESG e o credit quality step (CQS) ponderado das carteiras de dívida (privada, pública e equiparada) inserida no portefólio de investimentos das empresas de seguros nacionais

Figura 4.18



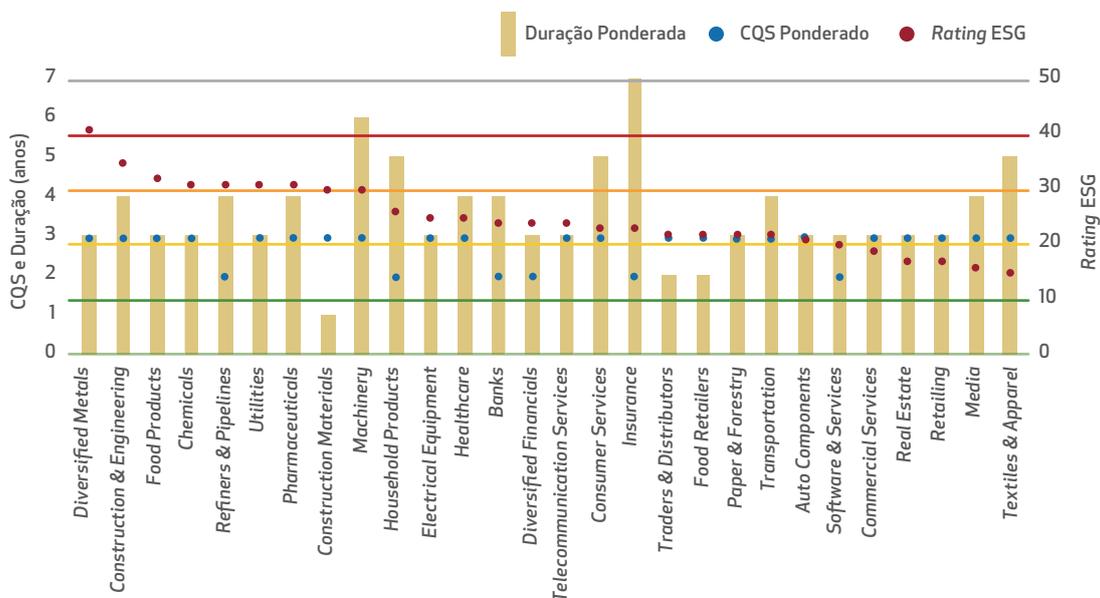
Fonte: *Sustainalytics*, Reporte individual trimestral, cálculos da ASF.

De seguida, procede-se à análise das carteiras de investimentos das empresas de seguros que operam no mercado nacional por setor de atividade, bem como da respetiva classificação por: (i) *rating* ESG da *sustainalytics*, (ii) CQS ponderado, e ainda, (iii) duração ponderada dos instrumentos de dívida privada e pública pertencentes a estes setores.

A maioria dos setores alvo de exposição apresentam um risco ESG de nível médio ou superior, tal como referido anteriormente. Os *ratings* ESG que sinalizam maior risco nesta matéria causam maior preocupação quando associados a qualidade creditícia média menos robusta. Porém, corroborando uma observação precedente, as durações tendencialmente curtas das exposições criam uma necessidade orgânica de realocação de montantes vincendos, suscetível de ser efetuada sob um clima de incorporação de considerações ESG, que tendencialmente não ocorria aquando do estabelecimento das alocações de capital ora descritas.

Não obstante, este efeito mitigante das durações limitadas, não previne, ou protege integralmente, face ao processo de transição sustentável, que pode motivar a deterioração do valor de diversas posições, para além do aumento da onerosidade dos requisitos de capital respetivos.

**Ratings ESG dos setores a que as empresas de seguros se encontram expostas, por via das suas posições de investimento, face ao *credit quality step* (CQS), durações ponderadas e proporção da exposição a esses setores na carteira de dívida**



(continua)

Figura 4.19

Setor (NACE)	Proporção setorial na carteira de dívida mapeada
<i>Consumer Services</i>	62,29%
<i>Banks</i>	11,56%
<i>Utilities</i>	4,18%
<i>Diversified Financials</i>	3,41%
<i>Insurance</i>	2,41%
<i>Telecommunication Services</i>	1,93%
<i>Refiners &amp; Pipelines</i>	1,76%
<i>Transportation</i>	1,75%
<i>Real Estate</i>	1,59%
<i>Diversified Metals</i>	1,55%
<i>Auto Components</i>	1,44%
<i>Construction &amp; Engineering</i>	0,67%
<i>Software &amp; Services</i>	0,60%
<i>Media</i>	0,53%
<i>Electrical Equipment</i>	0,52%
<i>Pharmaceuticals</i>	0,50%
<i>Retailing</i>	0,49%
<i>Commercial Services</i>	0,45%
<i>Healthcare</i>	0,44%
<i>Paper &amp; Forestry</i>	0,42%
<i>Food Products</i>	0,37%
<i>Textiles &amp; Apparel</i>	0,28%
<i>Household Products</i>	0,23%
<i>Construction Materials</i>	0,21%
<i>Chemicals</i>	0,13%
<i>Machinery</i>	0,13%
<i>Traders &amp; Distributors</i>	0,09%
<i>Food Retailers</i>	0,06%

Fonte: Sustainalytics, Reporte individual trimestral, cálculos da ASF.

## 4.4 Resultados do questionário relativo a alterações climáticas e finanças sustentáveis dirigido ao setor Segurador e ao setor 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 distribuição das autoavaliações das suas posições atuais, e respetivos fatores relevantes. Esta análise tem por base a primeira edição de um questionário realizado às ES e SGFP, para este efeito, no decurso do segundo semestre de 2021. A avaliação prospetiva 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.

### Perspetivas globais

Primeiramente apresenta-se um *heatmap* com quatro questões centrais colocadas ao setor segurador e ao setor dos fundos de pensões no contexto das finanças sustentáveis e alterações *climáticas*, visando a descrição de perspetivas globais. A metodologia aplicada classifica as respostas das empresas em cinco patamares: não avaliado (cinzento), reduzida ou inexistente (verde), baixa (amarelo), média (laranja), e elevada (vermelho). Estas graduações são aplicáveis a variáveis como a relevância para a cadeia de valor da empresa, o nível de sensibilidade das componentes do balanço, e a necessidades de implementação de ajustes por parte da entidade<sup>73</sup>.

Na análise das respostas deste questionário, verifica-se que a maioria das ES e SGFP considera as finanças sustentáveis e alterações *climáticas* um fator de relevância moderada a elevada para a cadeia de valor do negócio (69%), salientando-se a expectativa de um número reduzido de entidades (8%), que consideram esta matéria como um fator disruptivo no paradigma dos seus negócios. Registe-se ainda que 13% das entidades manifestaram não ter avaliado esta questão, e 10% consideram-na de relevância reduzida ou fortemente mitigável.

As empresas respondentes apontam i) o modelo de governação e definição do apetite de risco incluindo considerações ESG, ii) a *performance* da carteira de investimentos, e iii) a conceção de novos produtos de cobertura seguradora (inclusivamente na promoção da mitigação e adaptação *climáticas* - *impact underwriting*), como as três principais componentes da cadeia de valor, com maior probabilidade de serem materialmente impactadas pelas finanças sustentáveis e alterações *climáticas*.

<sup>73</sup> Salienta-se que se procedeu a um exercício de anonimização das empresas, estando estas apenas classificadas, aleatoriamente, dentro das categorias Vida (V), Não Vida (NV), Mista (M) e SGFP (FP).

Não obstante, é também possível constatar que, uma extensa parcela das empresas se encontra ainda numa fase embrionária no contexto do tema em estudo, podendo não deter uma perceção inteiramente informada da extensão e implicações potenciais nas suas operações, o que é patente no amplo recurso a respostas de “não avaliado” e de “não aplicável” (neste último caso, mesmo abrangendo situações manifestamente aplicáveis, para as entidades em causa).

Assim, a maioria das empresas respondentes considera que a sensibilidade das suas carteiras de investimentos à temática em discussão é relativamente baixa ou inexistente (58%), sendo que 27% manifestam não ter efetuado qualquer avaliação. Esta situação tende a refletir uma forte sub-valorização e/ou desconhecimento da relevância do tema em apreço.

No que se refere às responsabilidades, cerca de 45% das empresas afirma que a sensibilidade das suas carteiras de responsabilidades à temática é reduzida ou baixa. Uma 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 -, revela uma perceção comedida acerca da dimensão e das implicações que esta matéria poderá ter nas suas operações. Assim, cerca de 42% das entidades identifica não ter realizado qualquer avaliação da questão ou considerar que as coberturas comercializadas não são “impactáveis” pelas alterações *climáticas*, e 38% salienta que a sensibilidade da sua carteira de responsabilidade neste âmbito é baixa ou inexistente.

No contexto da necessidade de ajuste do sistema de governação e das práticas de transparência das ES e EGFP, em virtude dos requisitos associados às finanças sustentáveis e alterações *climáticas*, 27% das entidades revelam não ter conduzido qualquer avaliação, 42% considera existir uma necessidade reduzida ou baixa de ajuste, enquanto que 31% definem o grau de necessidade de ajuste como médio ou elevado.

Quando questionadas sobre o principal driver da sua preparação para as finanças sustentáveis e alterações *climáticas*, a maioria das entidades refere a sua inserção num grupo económico europeu / internacional como um fator relevante, enquanto 30% das respondentes referem suportar-se na alocação de recursos internos, ou em desenvolvimentos de entidades terceiras.

Em termos agregados por segmento – análise apresentada do lado direito do gráfico, para Vida, Não Vida, Mistas e fundos de pensões – verifica-se-se uma tendência global de subvalorização da relevância dos desenvolvimentos conexos com as alterações *climáticas*. Paralelamente, identifica-se uma curta amplitude de perspetivas agregadas, em particular com o conjunto de entidades Não Vida a não antever uma maior relevância das alterações *climáticas* para a sua carteira de responsabilidades, comparativamente aos restantes segmentos, o que se afiguraria tecnicamente justificável, fruto das especificidades do negócio prosseguido.



a práticas de *greenwashing*, como sendo os aspetos mais relevantes na relação entre as finanças sustentáveis e alterações *climáticas*, e as práticas e carteiras de investimento.

Em relação às perspetivas das entidades face à transição das carteiras de investimento em função da sua dimensão sustentável e respetiva intenção de posicionamento estratégico, dois terços das respondentes apresentam uma expectativa de transição ordeira das suas carteiras. Contudo, estas subdividem-se equitativamente entre entidades com intenção de adotar uma postura menos imediata (de forma a beneficiar de informação adicional e das experiências de investidores mais pioneiros), e as que revelam a intenção de adotar uma atitude ativa, de alinhamento rápido e que promova a canalização de recursos para a esfera ESG. Por fim, refira-se que cerca de 13% das empresas destes setores assume a intenção de promover uma carteira neutra / pouco dependente dos desenvolvimentos conexos com o tópico em estudo e 19% responderam não ter efetuado qualquer avaliação.

### Relação entre as carteiras de responsabilidades e as finanças sustentáveis e alterações *climáticas*

Conforme já referido, também nesta vertente é notório que as entidades se encontram em estado embrionário quanto ao nexos entre as carteiras de responsabilidades/riscos assumidos e a temática em estudo. Nesta questão, 58% das entidades manifestaram não ter efetuado qualquer avaliação, e 29% consideram que a temática em análise não é aplicável às responsabilidades assumidas. Apenas 13% das empresas respondentes estão inseridas num patamar mais proativo de avaliação. No seio desta estreita amostra, assumem preponderância i) o elevado potencial de deterioração da sinistralidade (nas linhas de negócio relevantes), ii) as expectativas de condições mais desfavoráveis na transferência de riscos para resseguradores, e iii) a exigência técnica associada à modelização de riscos, conceção de produtos e definição das tarifas sob o quadro de alterações *climáticas*, como sendo os aspetos mais relevantes no nexos entre as finanças sustentáveis e alterações *climáticas*, e as responsabilidades/riscos contratualizados.

Quanto às perspetivas atuais das entidades em termos de intenção de posicionamento estratégico, face à contratualização de riscos em função das alterações *climáticas*, 50% das entidades respondentes afirmam que esta vertente não foi ainda avaliada (25%) ou não se aplica à sua realidade (25%). Por outro lado, as entidades que se manifestam como mais avançadas neste processo (31%), assumem uma expectativa de impactos graduais e moderados, face aos quais procurarão adaptar a conceção de produtos e a tarifação de modo a promover a mitigação e a adaptação *climática*. Uma parte minoritária das ES e SGFP simboliza a intenção de promover uma estratégia de negócio menos exposta aos desenvolvimentos conexos com as finanças sustentáveis e alterações *climáticas*.

## Relação entre o sistema de governação e as finanças sustentáveis e alterações climáticas

No contexto da relação entre o sistema de governação, as finanças sustentáveis e as alterações *climáticas*, apenas 31% das entidades, que se caracterizam como mais avançadas, afirmam realizar uma avaliação neste âmbito. As referidas entidades consideram que, i) a alocação de funções e responsabilidades no seio da empresa, ii) as necessidades evolutivas do ORSA (*Own Risk and Solvency Assessment*), e iii) o princípio do Gestor Prudente (PPP) nos investimentos, são os fatores mais proeminentes nonexo entre as finanças sustentáveis e alterações *climáticas*, e o sistema de governação, práticas e sistemas de gestão de risco e transparência.

### 4.5 Conclusões e Considerações Finais

Ao longo deste estudo foram sistematizadas observações e conclusões relevantes para a interação do setor segurador nacional com as alterações *climáticas* e finanças sustentáveis.

Na primeira componente da análise, verificou-se que, apesar de a exposição com *dimensão climática* mapeada no exercício constituir uma percentagem moderada da carteira total de investimentos do setor segurador a 31 de dezembro de 2019 – visto que apenas incide sobre títulos de dívida privada e ações –, quando esta é colocada à escala face a *benchmarks* ou indicadores de risco usualmente utilizados pela ASF, como é o caso do volume / representatividade das exposições aos principais grupos económicos, a materialidade das exposições com *dimensão climática* existe. Adicionalmente, constatou-se que a maioria desta exposição de *dimensão climática* se encontra mais concentrada em ativos / tecnologias subjacentes poluentes, com três quartos das entidades seguradores incluídas na amostra a evidenciarem uma representatividade da exposição verde minoritária. Desta forma, persiste um importante caminho a percorrer, no que se refere ao alinhamento das exposições do setor segurador, e das suas carteiras de investimento, com os pressupostos inerentes à transição sustentável e de baixo carbono. Tendo em conta que a maioria da carteira de obrigações privadas se encontra investida em títulos com duração de curto e médio prazo, a oportunidade de alinhamento surge de forma orgânica. Contudo, a existência de posições em aberto em ativos contraproducentes do ponto de vista ambiental, em particular quando associados a posicionamento creditício menos robusto em território de investimento, densifica vulnerabilidades face a correções de valor de mercado e incremento dos fatores de risco para efeitos de cálculo do SCR.

Na segunda componente deste estudo, foi empreendida uma investigação inicial quanto a fatores e atributos ESG, condensados (ou sintetizados) sob a forma de um *rating*, utilizando, de forma exploratória e preliminar, informação pública atualmente disponível. Esta informação evidencia que a grande maioria das empresas da esfera seguradora a nível global, classificadas pela plataforma *Sustainalytics*, apresentam um risco ESG mediano, ainda assim, refletindo um maior número de entidades em patamares verdes do que em patamares poluentes. Numa visão geral do globo, denota-se que o continente europeu é aquele que integra as entidades com *ratings* ESG em níveis conotados como de maior sustentabilidade. Em termos relativos entre setores de atividade<sup>75</sup>, constata-se que o setor segurador mundial se encontra num patamar mediano em matéria de sustentabilidade<sup>76</sup>, similar ao da maioria dos setores. Ainda assim, em termos de distribuição/hierarquização, registou-se uma maior proporção de setores económicos com *ratings* ESG em níveis conotados de menor sustentabilidade, quando comparados com os setores situados em patamares mais sustentáveis, confirmando assim um elevado nível de exigência de adaptação e de transição para a maioria das atividades económicas.

Mapeando, em base setorial, as carteiras de investimento do mercado segurador nacional para a informação de *ratings* ESG disponível na plataforma *Sustainalytics* (o que representa uma cobertura de 95% da carteira de investimentos para o universo de empresas contempladas neste exercício<sup>77</sup>), verificou-se que cerca de 88% da carteira está alocada a ativos financeiros de risco ESG intermédio, culminando na atribuição de um *rating* ESG de nível médio ao *portefólio* de investimentos de todas as empresas de seguros consideradas.

Por fim, refere-se que a análise das respostas às questões colocadas no questionário dedicado ao tema permitiu concluir que os setores segurador e dos fundos de pensões nacionais se encontram num estágio embrionário, ou inicial, que configura a necessidade de tomar medidas de preparação e de alinhamento com o ritmo dos desenvolvimentos registados pelas finanças sustentáveis e alterações *climáticas*, e que impactarão as suas cadeias de valor e as suas operações. Desta forma, a ASF salienta a importância da adoção de uma atitude com um maior grau de dinamismo em matéria de alterações *climáticas* e finanças sustentáveis, bem como de avaliação dos seus impactos no modelo de negócio, nas práticas de governação, nas políticas de investimentos e de subscrição, e finalmente, na preparação e interpretação de informação relevante para aferição da *dimensão climática* da empresa, no seu relacionamento com *stakeholders*, investidores, clientes, tomadores de seguros e beneficiários.

---

75 Para mais detalhe, verificar Figura 4.15.

76 Referência à Figura 4.10 do estudo.

77 Recordando que este universo é formado por todas as empresas de seguros supervisionadas prudencialmente pela ASF, para as quais, no exercício da EIOPA, foram detetadas exposições, por via dos seus ativos, com *dimensão climática*.





