

ASF

AUTORIDADE DE SUPERVISÃO  
DE SEGUROS E FUNDOS DE PENSÕES

REFE

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

**Junho | 2023**

## **FICHA TÉCNICA**

### **Título**

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

### **Edição**

Autoridade de Supervisão de Seguros e Fundos de Pensões

Av. da República, n.º 76  
1600-205 Lisboa, Portugal  
Telefone: (+351) 21 790 31 00  
Endereço eletrónico: [asf@asf.com.pt](mailto:asf@asf.com.pt)

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

Ano de Edição: 2023

# ASF

AUTORIDADE DE SUPERVISÃO  
DE SEGUROS E FUNDOS DE PENSÕES

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

---

Junho | 2023

Lisboa, 2023



# ÍNDICE

5	Siglas e acrónimos
7	Sumário executivo
13	<i>Executive summary</i>
19	<b>1 Desenvolvimentos macroeconómicos e dos mercados financeiros</b>
22	1.1 Evolução das variáveis macroeconómicas
	1.1.1 Economia mundial: Projeções do Fundo Monetário Internacional (FMI)
	1.1.2 Economias portuguesa e da área do euro: Crescimento económico, inflação e emprego
	1.1.3 Finanças públicas: défice orçamental e endividamento dos soberanos
	1.1.4 Desenvolvimentos de política monetária: Banco Central Europeu (BCE) e Sistema de Reserva Federal dos EUA (FED)
	1.1.5 Inflação e taxas de juro
	1.1.6 Mercado imobiliário
28	1.2 Evolução de indicadores relativos aos mercados financeiros
	1.2.1 Mercados obrigacionistas
	1.2.2 Mercados acionistas
	1.2.3 <i>Commodities</i> e cadeias globais de abastecimento
	1.2.4 Evolução das apreciações de qualidade creditícia por parte das agências de notação
39	<b>2 Caracterização e evolução do setor segurador e do setor dos fundos de pensões</b>
41	2.1 Caracterização das carteiras de investimentos
	2.1.1 Políticas de investimentos
	2.1.2 Perfil de durações e qualidade creditícia das carteiras obrigacionistas
	2.1.3 Principais Emitentes/Grupos Económicos
	2.1.4 Perfil de risco ambiental/climático
52	2.2 Evolução do setor segurador
	2.2.1 Solvabilidade

	2.2.2 Rendibilidade
	2.2.3 Atividade do Ramo Vida
	2.2.4 Atividade dos ramos Não Vida
69	2.3 Evolução do setor dos fundos de pensões
73	<b>3 Análise temática – Resultados da Análise de Sensibilidade 2022 ao Setor Segurador Nacional</b>
75	3.1 Enquadramento
77	3.2 Carteira de investimentos
	3.2.1 Caracterização do portefólio de investimentos
	3.2.2 Impacto no valor das carteiras de ativos decorrentes de variações de um conjunto de indicadores de mercado
	3.2.3 Quantificação dos impactos necessários para suprimir a totalidade do excesso de ativos sobre passivos
	3.2.4 Principais conclusões sobre os impactos nas carteiras de investimentos
86	3.3 Ramos Vida e Acidentes e Doença SLT
	3.3.1 Caracterização das responsabilidades Vida e Acidentes e Doença SLT
	3.3.2 Impactos decorrentes de variações dos pressupostos de inflação
	3.3.3 Impactos decorrentes de variações dos pressupostos de descontinuidade
	3.3.4 Principais conclusões sobre os impactos na carteira de responsabilidades Vida e Acidentes e Doença SLT
93	3.4 Ramos Não Vida e Acidentes e Doença NSLT
	3.4.1 Caracterização das responsabilidades Não Vida e Acidentes e Doença NSLT
	3.4.2 Impactos decorrentes de variações dos pressupostos de inflação
	3.4.3 Principais conclusões sobre os impactos na carteira de responsabilidades Não Vida e Acidentes e Doença NSLT
99	<b>Anexo I – Análise Temática: Resultados da Análise de Sensibilidade 2022 ao Setor Segurador Nacional</b>
99	1. Metodologia, âmbito e limitações
	1.1. Metodologia
	1.2. Âmbito e limitações
102	2. Pressupostos e simplificações subjacentes à análise à carteira de investimentos

# SIGLAS E ACRÓNIMOS

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



# Sumário executivo

O presente Relatório de Estabilidade Financeira do Setor Segurador e dos Fundos de Pensões (REF) da ASF, analisa a atividade dos setores segurador e dos fundos de pensões nacionais, com referência ao primeiro trimestre de 2023, procurando identificar os riscos a que estes se encontram expostos e os correspondentes impactos, de natureza conjuntural e estrutural, para o seu desempenho.

A presente edição do REF foi objeto de algumas alterações, com o intuito de facilitar a respetiva leitura, mantendo-se a sua estrutura base. Neste âmbito, os resultados do reporte do inquérito semestral *RiskOutlook2.0* passaram a constituir uma publicação autónoma, deixando de integrar o presente relatório.

No **capítulo primeiro** do relatório, são abordados os desenvolvimentos mais recentes da conjuntura macroeconómica global, ainda sob marcada influência da guerra na Ucrânia. Neste domínio, continua a assistir-se à confluência de níveis de inflação relativamente elevados, índices de crescimento económico frágeis, a par da (contínua) reversão das políticas monetárias acomodáticas dos principais bancos centrais, com reflexo na subida dos referenciais de taxas de juro, ainda que a um ritmo menos acelerado.

Não obstante, a economia portuguesa prossegue menos impactada pelo quadro geopolítico a nível europeu, apresentando níveis de projeção de inflação muito similares aos do agregado da área do euro, e uma desaceleração do crescimento do Produto Interno Bruto (PIB) em 2023 para um ritmo próximo dos 2,5% (acima dos cerca de 1% previstos para a área do euro<sup>1</sup>).

Ao nível do negócio segurador, as pressões inflacionistas deverão repercutir-se no aumento dos custos com sinistros Não Vida, com potencial impacto na rentabilidade do setor, caso não sejam adotadas medidas de compensação adequadas. Por outro lado, a inflação elevada,

---

1 De acordo com as projeções de junho do BCE.

em conjunto com o aumento do peso do serviço de dívida e do custo de vida, limita a capacidade de poupança das famílias, com reflexo potencial na procura de soluções de aforro e investimento disponibilizadas pelo setor.

A subida das taxas de juro, ainda que intrinsecamente favorável para os modelos de negócio tradicionais dos setores segurador e de fundos de pensões - por via do desconto dos passivos -, está associada à deterioração de outros riscos, em particular, do risco de crédito das famílias e empresas, podendo acarretar efeitos transversais ao sistema financeiro, inclusivamente de cariz sistémico.

Quanto às condições de financiamento dos soberanos, o serviço de dívida mais oneroso, num contexto de níveis de endividamento ainda elevados, constitui também um risco suscetível de penalizar o setor segurador e, em menor escala, o setor dos fundos de pensões, por via das exposições detidas em soberanos europeus nas carteiras de investimento, particularmente num cenário de agravamento do risco de fragmentação dos mercados financeiros da área do euro.

Persiste assim o risco generalizado de correções descendentes das cotações dos ativos financeiros, e de aumento da volatilidade, agora menos escudadas pela intervenção dos bancos centrais. Este risco é suscetível de impactar diretamente o setor segurador e o setor dos fundos de pensões, não só através da desvalorização das suas carteiras de investimentos, mas podendo também desencadear fenómenos de aumento dos resgates em produtos Vida de natureza financeira, que, em conjunto com a redução da produção, poderão gerar estrangulamentos de liquidez nas empresas de seguros. O panorama descrito é extensível às contribuições e resgates em planos individuais de pensões.

No atual cenário geopolítico, o risco de ciberataques a empresas e infraestruturas continua a assumir particular destaque, em particular para o setor segurador, dada a sua exposição nas vertentes de negócio e operacional, exigindo, nesta medida, a implementação tempestiva de medidas de gestão de risco e de mitigação adequadas.

No **capítulo segundo** do relatório, no âmbito da análise ao desempenho dos setores supervisionados pela ASF, verifica-se que, em março de 2023, o valor global da carteira de investimentos do setor segurador permaneceu globalmente estável face ao final de 2022, e abaixo do registado no final de 2021 (-1,4%<sup>2</sup>). Por sua vez, o total de ativos dos fundos de pensões sofreu uma quebra acentuada, para 18,3 mil milhões de euros, menos 24,2% que o valor observado em dezembro de 2021. Esta última evolução é justificada pela extinção do

---

<sup>2</sup> Esta evolução é influenciada pela aquisição, no quarto trimestre do ano 2022, por parte de uma empresa sob supervisão prudencial da ASF, da carteira de negócio de uma sucursal da UE. Sem o feito desta operação, estima-se uma quebra de 16,8%.

Fundo de Pensões do Pessoal da Caixa Geral de Depósitos (FPCGD)<sup>3</sup>, sendo de realçar que, expurgando esse efeito, a evolução do setor de fundos de pensões no primeiro trimestre de 2023, face ao final de 2022, teria sido positiva, com um crescimento de 1,5%.

Ao nível das políticas de investimento, assiste-se a um quadro de estabilidade, com o predomínio dos instrumentos de dívida pública e privada nas carteiras das empresas de seguros, exceto *unit-linked* (45% e 30%, respetivamente), e nas carteiras dos fundos de pensões (34% e 15%, respetivamente). Por seu turno, na carteira afeta a produtos de seguros ligados, os fundos de investimento mobiliário mantêm o predomínio alcançado desde finais de 2021 (51%).

As carteiras de investimentos das empresas de seguros, apesar das vulnerabilidades decorrentes da concentração de exposições na zona creditícia na fronteira da classificação *investment grade* (CQS3), continuam a registar uma tendência de melhoria da qualidade global, em termos médios, auxiliada pelas durações tipicamente mais curtas dos títulos obrigacionistas detidos. No caso do setor dos fundos de pensões, as vulnerabilidades face ao risco de desvalorização dos investimentos são, por um lado, mitigadas pela maior qualidade creditícia dos ativos detidos, e por outro lado, amplificadas pelas durações tendencialmente mais longas das posições.

No contexto ambiental, as carteiras de investimentos de ambos os setores revelam um baixo risco de transição climático - por via da reduzida alocação a setores considerados como climaticamente relevantes -, bem como alguma proteção face aos desafios ambientais, devido ao maior investimento em títulos classificados com risco ambiental médio e baixo.

O nível de solvência global do mercado segurador, medido pelo rácio de cobertura do SCR (requisito de capital de solvência), em março de 2023, fixou-se 198,2%, registando um ligeiro crescimento de 1,5 pontos percentuais face a 31 de dezembro de 2022. Na mesma data, é perceptível uma deterioração deste indicador, transversal aos vários operadores, face ao final de 2021, refletindo o comportamento dos mercados financeiros durante o ano 2022. Na análise do rácio de cobertura do MCR (requisito de capital mínimo), as conclusões são similares, com aquele indicador a diminuir 59,2 pontos percentuais durante o exercício de 2022, para 519%, e recuperando para 526%, no final de março de 2023.

Os capitais próprios das empresas de seguros sob supervisão prudencial da ASF, registaram uma quebra de 28,6%, provocada pelo impacto da desvalorização dos ativos financeiros

---

<sup>3</sup> Em resultado da transferência das responsabilidades, e dos correspondentes ativos, do Fundo de Pensões do Pessoal da Caixa Geral de Depósitos para a Caixa Geral de Aposentações, I. P., com conseqüente extinção desse fundo, com data de referência a 31 de dezembro de 2022. A análise mais detalhada dos impactos desta operação podem ser consultados no capítulo 2.3 - Evolução do Setor dos Fundos de Pensões.

no rendimento integral. Ainda assim, no exercício de 2022, o resultado líquido do mesmo conjunto de empresas, superou os 820 milhões de euros, notando-se, contudo, que o mesmo se encontra significativamente influenciado pelo efeito de uma operação extraordinária de uma entidade específica.

Após um aumento significativo em 2021, impulsionado pelo segmento *unit-linked*, a produção total do ramo Vida voltou a apresentar uma quebra em 2022, comportamento que se manteve no primeiro trimestre do ano 2023. O desempenho globalmente negativo dos mercados financeiros no ano 2022 e o contexto de elevada incerteza (que ainda se mantém), em conjunto com a alteração do panorama das taxas de juro, não favoreceu a prossecução de estratégias de negócio direcionadas para os produtos *unit-linked*, observando-se inclusive um agravamento dos resgates desses produtos no decurso do ano. Por outro lado, a remuneração mínima oferecida pelos seguros financeiros não ligados, especialmente em comparação com outros produtos de aforro disponíveis no mercado, não estará, de uma forma geral, a ser suficientemente atrativa para estimular a recuperação do negócio do ramo Vida.

A produção do conjunto dos ramos Não Vida continuou a exibir uma tendência positiva, transversal a todas as principais linhas de negócio. Os custos com sinistros acompanharam, embora a menor ritmo, o crescimento da produção, o que se traduziu num decréscimo da taxa de sinistralidade global Não Vida em 2022. Assim, nesse ano, o seguro Automóvel registou uma nova quebra dos resultados técnicos, agora para um patamar abaixo do verificado no período pré-pandemia. Na modalidade Acidentes de Trabalho, destaca-se a melhoria dos indicadores operacionais e técnicos, em larga medida devido ao efeito da subida das taxas de desconto no cálculo da provisão para sinistros. Por seu turno, o grupo de ramos de Incêndio e Outros Danos apresentou uma quebra pronunciada nos seus indicadores de desempenho, enquanto no ramo Doença se assistiu a um reforço da tendência crescente da produção, num quadro de relativa estabilidade dos restantes indicadores operacionais e técnicos.

O desempenho desfavorável dos mercados financeiros em 2022 traduziu-se em perdas nas carteiras de investimento dos fundos de pensões, com reflexo no valor total do seu património. No primeiro trimestre de 2023, a rentabilidade dos fundos de pensões foi globalmente positiva, permitindo assim a recuperação parcial das perdas registadas em 2022.

No **capítulo terceiro** deste relatório, são apresentados os principais resultados do exercício de Análise de Sensibilidade ao Setor Segurador Nacional, conduzido pela ASF no final de 2022 e início de 2023, com o objetivo de avaliar as vulnerabilidades, em termos individuais e agregados, do setor segurador nacional aos principais riscos decorrentes da conjuntura macroeconómica em presença – nomeadamente, aos riscos de inflação, de descontinuidade e de mercado. As análises foram efetuadas com referência a 30 de setembro de 2022,

e realizadas separadamente por 'blocos' de ativos e passivos, conduzidas, respetivamente, de forma central pela ASF, numa lógica *top-down*, e pelas empresas de seguros, numa lógica *bottom-up*.

Ao nível da carteira de investimentos, os resultados das análises de sensibilidade efetuadas demonstram que, para a maioria das entidades, o efeito isolado da variação de cada indicador de mercado é limitado, existindo ainda alguma margem ao nível do Excesso de Ativos sobre Passivos (AoL) para absorver as perdas apuradas. Sem prejuízo, observam-se, contudo, quebras relevantes ao nível do indicador de AoL em algumas entidades, designadamente para o impacto de 100 pontos base provocado no alargamento dos spreads dos títulos de dívida pública e no imobiliário.

Ao nível das responsabilidades de seguros, constata-se, também, que o efeito isolado dos choques testados, nas linhas de negócio Vida e Acidentes e Doença SLT e Não Vida e Acidentes de Doença NSLT, é limitado para a maioria das entidades. Não obstante, particularmente nos cenários mais gravosos, é possível observar vulnerabilidades materiais em algumas entidades, no caso de uma eventual materialização conjunta, ainda que parcial, dos cenários testados .

No conjunto de Ramos Vida e Acidentes e Doença SLT, o efeito isolado dos choques testados é contido, em termos médios, sem prejuízo de se observarem igualmente algumas entidades com impactos potenciais de maior relevância, particularmente no caso de materialização de um cenário de aumento da descontinuidade (*lapse*) dos produtos TAR e/ou de aumento de despesas. O mesmo se aplica relativamente ao agregado dos ramos Não Vida, embora com impactos médios potenciais mais contidos, mesmo no cenário mais gravoso testado.

A análise realizada suscita ainda um conjunto de recomendações por parte da ASF, em relação aos pressupostos de inflação utilizados e à qualidade da informação reportada. Em concreto, recomenda-se o aumento dos níveis de prudência, quer relativamente aos pressupostos de inflação esperada, quer às metodologias utilizadas para efeitos de cálculo da melhor estimativa das responsabilidades futuras por linha de negócio, em especial para as classes de negócio onde as responsabilidades assumem uma maior duração.



# Executive summary

**T**his ASF's Financial Stability Report of the Insurance and Pension Funds Sectors (FSR) analyses the activity of the national insurance and pension funds sectors, with reference to the first quarter of 2023, aiming to identify the main risks to which they are exposed, as well as the corresponding impacts, of conjunctural and structural natures, on their performance.

This edition of the FSR has been streamlined and subject to several modifications, aiming to facilitate its reading, while maintaining its basic structure. In this context, the results of the bi-annual RiskOutlook2.0 survey became a separate publication, and are no longer included in this report.

In the **first chapter** of the report, the most recent developments in the global macroeconomic environment, still under marked influence of the war in Ukraine, are addressed. In this domain, it continues to be observed the interplay between the relatively high levels of inflation, weak economic growth rates, and the reversal of the accommodative monetary policies by major central banks, leading to an increase in the reference interest rates, though, lately, at a slower pace.

Notwithstanding, at European level, the Portuguese economy continues to be less affected by the geopolitical situation, with projected inflation levels very similar to those of the euro area, and a GDP slowdown in 2023 to approximately 2.5% growth (above the around 1.0% forecast for the euro area<sup>4</sup>).

Regarding the insurance sector, at business level, inflationary pressures are expected to drive an increase in non-life claims costs, potentially affecting the sector's profitability, if adequate compensation measures are not implemented. On the other hand, high inflation combined with increasing debt service and living costs, limit the saving capacity of households, potentially affecting the demand for savings and investment solutions offered by the sector.

The rise in interest rates, although inherently favorable to the traditional business models of the insurance and pension fund sectors - through the discounting effect of liabilities -, is associated

---

4 According to the June ECB's projections.

with the deterioration of other risks, in particular credit risk for households and corporate entities, which may entail broad implications for the financial system, including of a systemic nature.

Regarding the financing conditions of sovereigns, the more onerous debt service, in the context of still high debt levels, constitutes a risk whose materialization could penalize the insurance sector and, to a lesser extent, the pension fund sector, due to the exposures to European sovereigns held in their investment portfolios, particularly in a potential scenario of fragmentation of the euro area financial markets.

The widespread risk of downward corrections in financial assets' prices and increased volatility persists, now less shielded by the intervention of central banks. This risk is likely to have a direct impact on the insurance and pension funds sectors, not only through the devaluation of their investment portfolios, but also by the potential to trigger a scenario of increased redemptions in life financial products, which, combined with the reduction in premiums, may generate liquidity constraints on insurance companies. The picture described extends to contributions and redemptions on individual pension plans.

In the current geopolitical scenario, the risk of cyberattacks on companies and infrastructures remains particularly important, especially for the insurance sector, given its exposure on both in the business and operational fronts, demanding the timely implementation of appropriate risk management and mitigation measures.

In the **second chapter** of the report, the performance of the sectors supervised by the ASF, is analysed. In March 2023, the overall value of the investment portfolio of the insurance sector remained broadly stable compared to the end of 2022, and below the value recorded at the end of 2021 (-1.4%<sup>5</sup>). In turn, the total assets of pension funds fell sharply to €18.3 billion, 24.2% less than the figure observed in December 2021. This latest development is justified by the extinction of Fundo de Pensões do Pessoal da Caixa Geral de Depósitos (FPCGD)<sup>6</sup>. Excluding this effect, the pension funds sector's development in the first quarter of 2023, compared to the end of 2022, would have been positive, with a growth of 1.5%.

Regarding the investment policies, there is overall stability, with the predominance of public and private debt instruments in both non-unit-linked insurance (45% and 30%, respectively)

---

5 This evolution is influenced by the acquisition, in the fourth quarter of 2022, by an entity under ASF's prudential supervision, of the business portfolio of an EU branch. Excluding the effect of this operation, a decline of 16.8% is estimated.

6 As a result of the transfer of the liabilities, and the corresponding assets, from Fundo de Pensões do Pessoal da Caixa Geral de Depósitos to Caixa Geral de Aposentações, I.P., with the consequent extinction of that pension fund, as of December 31, 2022. A more detailed analysis of the impacts of this operation can be found in Chapter 2.3 - Evolution of the Pension Funds Sector.

and pension funds (34% and 15%, respectively) investment portfolios. In turn, in the unit-linked portfolio, investment funds maintain the predominance observed since the end of 2021 (51%).

Despite the vulnerabilities arising from the concentration of exposures in the credit quality zone at the border of investment grade classification (CQS<sub>3</sub>), the investment portfolios of insurance undertakings continue to exhibit, on average, a trend of overall quality improvement, supported by the typically shorter durations of the bonds held. In the case of the pension funds sector, vulnerabilities to the risk of devaluation of investments are, on the one hand, mitigated by the higher credit quality of the assets held, and on the other hand, amplified by the generally longer duration of those positions.

In the environmental context, the investment portfolios of both sectors show a low climate transition risk – due to the reduced asset allocation to sectors considered as climate relevant –, as well as some protection against environmental challenges, due to the higher investment in securities classified with medium and low environmental risk.

In March 2023, the overall solvency level of the insurance market, measured by the SCR (Solvency Capital Requirement) coverage ratio, stood at 198.2%, registering a slight growth, of 1.5 percentage points, compared to 31 December 2022. On the same date, a deterioration of this indicator across entities, compared to the end of 2021, is visible, reflecting the behaviour of the financial markets during the year 2022. Similar conclusions are drawn when analysing the Minimum Capital Requirement (MCR) coverage ratio, with this indicator decreasing by 59.2 percentage points during 2022, to 519%, and recovering to 526% by the end of March 2023.

The shareholders' equity of the insurance undertakings under ASF's prudential supervision experienced a 28.6% decrease, caused by the impact of the financial assets' devaluation on the comprehensive income. Still, in the 2022 financial year, the net result of the same group of companies exceeded 820 million euros, noting, however, that this figure is significantly influenced by the effect of an extraordinary operation, carried out by one specific entity.

After a significant increase in 2021, driven by the unit-linked segment, the total premium volume of the Life segment declined again in 2022, a behaviour which continued in the first quarter of 2023. The overall negative performance of financial markets in 2022, and the context of high uncertainty (which remains), together with the changes in the market interest rates, did not favour the pursuit of business strategies directed towards unit-linked products, with increased redemptions actually been observed for such products throughout the year. On the other hand, the minimum return offered by non-unit-linked life insurance products, especially compared to other savings products available in the market, may not be sufficiently attractive to stimulate the recovery of the Life segment.

In contrast, the production of the non-life insurance segment continued to exhibit a positive trend across all main lines of business. Claims costs followed the growth in premiums, although at a slower pace, resulting in a decrease in the overall non-life claims ratio in 2022. However, in that year, the motor insurance business experienced another decline in technical results, reaching levels below those observed in the pre pandemic period. Regarding workers' compensation, the improvement of the operational and technical indicators stands out, largely due to the effect of higher discount rates on the calculation of the claims provision. For the Fire and Other Damages segment, a pronounced decline in performance indicators was observed, while the health segment witnessed a reinforcement of the upward trend on premium levels, in a context of relative stability of the other operational and technical indicators.

The unfavorable performance of financial markets in 2022 led to losses in the pension funds' investment portfolios, hence impacting the total value of their portfolio. In the first quarter of 2023, pension funds' profitability was generally positive, thus allowing for the partial recovery of losses registered in 2022.

In the **third chapter** of this report, the main results of the Sensitivity Analysis to the National Insurance Sector exercise, conducted by ASF in the end of 2022 and beginning of 2023, are presented. This exercise aimed to assess the vulnerabilities of the national insurance sector, both at individual and aggregate levels, to the main risks arising from the macroeconomic environment, namely inflation, lapse, and market risks. The analysis was carried out with reference date of 30<sup>th</sup> of September 2022, and performed separately by 'blocks' of assets and liabilities, conducted, respectively, by the ASF, following a top-down approach, and by the insurance undertakings, following a bottom up approach.

At the level of the investment portfolios, the results of the analysis show that, for most entities, the isolated impact of the variation of each market indicator (shock) is limited, with the availability of some margin in the excess of Assets over Liabilities (AoL) to absorb the estimated losses. However, for some entities, there were significant declines in the AoL, particularly for the shocks of 100 basis points increase in government bonds spreads and of real estate.

As for the liabilities' portfolio, it was also observed that the isolated effect of the tested shocks, both in Life and Health SLT and Non-Life and Health NSLT segments, is limited for most entities. Nevertheless, particularly for the most severe scenarios, material vulnerabilities can be observed for some undertakings, in case of joint materialization of the tested scenarios, even if of a partial nature.

For the Life and Health SLT segments, the isolated effect of the shocks is limited, on average. Without prejudice, some entities also show potentially significant impacts, particularly for the scenario of increased lapse of annually renewable term assurance (TAR) products and/or of increased expenses. The same applies to the aggregate of non-life segments, although, in this case, the potential impacts are more contained, on average, even for the most severe scenarios.

The performed sensitivity analysis led to a number of recommendations by the ASF, concerning the assumptions for the expected future inflation and the quality of reporting. For the former, an increase in prudence levels is recommended, regarding the assumptions for the expected future inflation and the methodologies used to calculate the best estimate of future liabilities per line of business, especially on business classes with longer durations.



# Desenvolvimentos macroeconómicos e dos mercados financeiros





## 1.1 Evolução das variáveis macroeconómicas

**D**epois de crescer a uma taxa de 3,5% em 2022, o FMI projeta que a economia mundial se expanda a taxas na ordem dos 3% nos dois anos seguintes. Na economia portuguesa, por sua vez, prevê-se uma desaceleração do crescimento do Produto Interno Bruto (PIB) em 2023, para um ritmo próximo dos 2,5% - ainda assim, acima dos cerca de 1,0% na área do euro<sup>7</sup>, sendo a inflação projetada para níveis muitos similares aos do agregado da área do euro.

Em matéria orçamental e de endividamento, a nível nacional, no ano de 2023, espera-se a continuidade da trajetória de redução observada desde o agravamento registado em contexto pandémico, e após um ano (2022) em o que défice estimado deverá ser inferior a 0,5% do PIB.

A persistência da inflação em níveis elevados tem conduzido os principais bancos centrais a empreender sucessivas subidas dos referenciais de taxas de juro, revertendo as políticas monetárias de cariz acomodatório praticadas anteriormente, o que se traduz num afastamento acelerado do ambiente de taxas de juro muito baixas. Os ajustes de política monetária empreendidos permitiram descontinuar a escalada da inflação, que ainda assim prossegue em níveis muito elevados.

Relativamente ao mercado imobiliário, designadamente no segmento residencial – que constitui um colateral de endividamento dos particulares relevante –, nos dois últimos anos, as trajetórias de valorização, no caso nacional, têm registado níveis de crescimento mais acentuado comparativamente à área do euro, em particular durante o ano 2022.

---

<sup>7</sup> De acordo com as projeções do BCE, de junho de 2023.

## 1.1.1 Economia mundial: Projeções do Fundo Monetário Internacional (FMI)

Em termos agregados, as projeções mais recentes de crescimento económico revelam ajustes limitados face às publicadas três meses antes. No seio das economias avançadas, os ajustes são muito comedidos, com exceção da revisão em alta para o Reino Unido. Destaca-se também que os países europeus em desenvolvimento revelam nova revisão favorável superior a meio ponto percentual.

### Variação do PIB real: projeções do FMI para a economia mundial

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

Figura 1.1

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

## 1.1.2 Economias portuguesa e da área do euro: Crescimento económico, inflação e emprego

A economia portuguesa, em termos de crescimento, prossegue menos impactada pelo quadro geopolítico a nível europeu, apresentando níveis projetados de inflação muito similares aos do agregado da área do euro (5,4% em 2023, e 3,0% em 2024). Referem-se, no entanto, as revisões em alta da taxa de desemprego para 2023 e 2024, ligeiramente acima das homólogas para a área do euro (de 6,5 e 6,4% para os mesmos anos<sup>8</sup>).

### Projeções económicas para a economia nacional

	BE junho 2023			BE março 2023		
	2022	2023 (p)	2024 (p)	2022 (p)	2023 (p)	2024 (p)
<b>PIB</b>	<b>6,7</b>	<b>2,7</b>	<b>2,4</b>	<b>6,7</b>	<b>1,8</b>	<b>2,0</b>
Consumo privado	5,8	1,6	1,7	5,7	0,3	1
Consumo público	1,7	1,5	1,4	2,0	1,9	1,2
Formação Bruta de Capital Fixo	3,0	3,1	5,3	2,7	2,3	5,2
Procura interna	4,5	1,1	2,4	4,5	0,8	1,8
Exportações	16,7	7,8	4,2	16,7	4,7	3,7
Importações	11,1	4,0	4,2	11	1,4	3,4
<b>Taxa de desemprego</b>	<b>6,0</b>	<b>6,8</b>	<b>6,7</b>	<b>6</b>	<b>7</b>	<b>6,9</b>
<b>Índice Harmonizado de preços no consumidor (IHPC)</b>	<b>8,1</b>	<b>5,2</b>	<b>3,3</b>	<b>8,1</b>	<b>5,5</b>	<b>3,2</b>

Figura 1.2

Fontes: Banco de Portugal (Boletins Económicos de junho de 2023 e março de 2023), INE e BCE (*Eurosystem Staff Macroeconomic Projections*, nos valores citados para a área do euro). Legenda: (p) – projetado.

## 1.1.3 Finanças públicas: défice orçamental e endividamento dos soberanos

A nível de endividamento, no ano de 2023, espera-se que o indicador nacional correspondente se posicione abaixo dos níveis pré-pandemia, e que a execução orçamental, em terreno de défice, seja na ordem de grandeza de 1%.

Sem prejuízo do referido, num quadro de aumento transversal da pressão sobre o serviço de dívida, motivada pela subida das taxas de juro, subsistem vulnerabilidades associadas à perceção de risco dos investidores sobre o endividamento soberano, cujos títulos detêm um elevado peso específico nas carteiras das empresas de seguros e dos fundos de pensões nacionais.

8 De acordo com as projeções do BCE.

O caso recente de maior visibilidade está associado aos EUA, com a necessidade de votação pelo Congresso de levantamento do teto de endividamento governamental (*debt ceiling*), de modo a prevenir uma potencial incursão em *default*, o que teria consequências extremamente nocivas e repercussões alargadas. As agências Fitch e DBRS colocaram o respetivo *outlook* em território negativo, sinalizando potencial *downgrade* face ao patamar de AAA.

### Finanças de Portugal e da área do euro - Dívida pública e execução orçamental (% PIB)



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

### 1.1.4 Desenvolvimentos de política monetária: Banco Central Europeu (BCE) e Sistema de Reserva Federal dos EUA (FED)

A persistência da inflação em níveis elevados tem conduzido os principais bancos centrais a empreender subidas sucessivas dos referenciais de taxas de juro. Paralelamente, observa-se o descontinuar, e inclusivamente a reversão, da componente não convencional de teor acomodatório, a partir do final do primeiro semestre de 2022.

As duas principais consequências destes ajustes de política monetária são:

- i. **Afastamento do ambiente prolongado de taxas de juro muito baixas**, dando lugar a um quadro de mais elevados custos de financiamento e de aumento transversal dos riscos de crédito;
- ii. **Aumento das preocupações relativas à estabilidade financeira**, uma vez que as valorizações dos títulos financeiros, menos escudadas pelas ações de política monetária,

apresentam-se mais vulneráveis à ocorrência de eventos de potencial sistémico, ao que acrescem os recentes episódios de instabilidade no sistema bancário<sup>9</sup>, em particular nos EUA.

### Ações de política monetária do BCE<sup>10</sup>

<ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Taxas de juro</b></li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• A 27 de julho, o BCE confirmou a nona subida das taxas de juro de referência desde o segundo semestre de 2022, em +25 bps, de 4% para 4,25% (<i>Main Refinancing Operations</i>). Este ajuste produz efeitos a partir de 2 de agosto.</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Programas de compras de ativos</b></li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Cessação das compras líquidas.</b> Ajustes à aplicação dos montantes resultantes dos títulos vencidos.</li> <li>• <b>[Asset purchasing programme (APP)]:</b> O portefólio associado ao programa APP reduz a sua envergadura a um ritmo previsível. Os títulos vencidos adquiridos ao abrigo deste programa deixaram de ser integralmente reinvestidos a partir de março de 2023. No segundo trimestre, o respetivo portefólio passou a ser reduzido a um ritmo mensal de EUR 15 bi (milhares de milhões). A partir de julho de 2023, o Conselho do BCE descontinua os reinvestimentos ao abrigo do APP.</li> <li>• <b>[Pandemic emergency purchase programme (PEPP)]:</b> Os montantes vencidos dos títulos adquiridos ao abrigo do programa PEPP serão reinvestidos, pelo menos, até ao final de 2024. O <i>roll-off</i> do portefólio será gerido no sentido de prevenir interferências indesejadas com os objetivos de política monetária.</li> </ul>

### Ações de política monetária da FED<sup>11</sup>

<ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Taxas de juro</b></li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• A 26 de julho, A FED concretizou a décima subida de taxas de juro desde março de 2022, com o rate primário a subir de 5,25% para 5,5%.</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Programas de compras de ativos</b></li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• A FED continua a reduzir as posições totais em títulos do Tesouro e MBS (<i>Mortgage-backed securities</i>). Este processo teve início em julho de 2022, nos termos do plano apresentado anteriormente<sup>12</sup>.</li> </ul>

9 Queda do SVB (*Silicon Valley Bank*), *Signature Bank*, em março, e *First Republic Bank*, em maio, no caso dos EUA, bem como turbulência em torno do *Credit Suisse*, no caso europeu (março 2023).

10 Decisões de política monetária do BCE: <https://www.ecb.europa.eu/press/govcdec/mopo/html/index.en.html>.

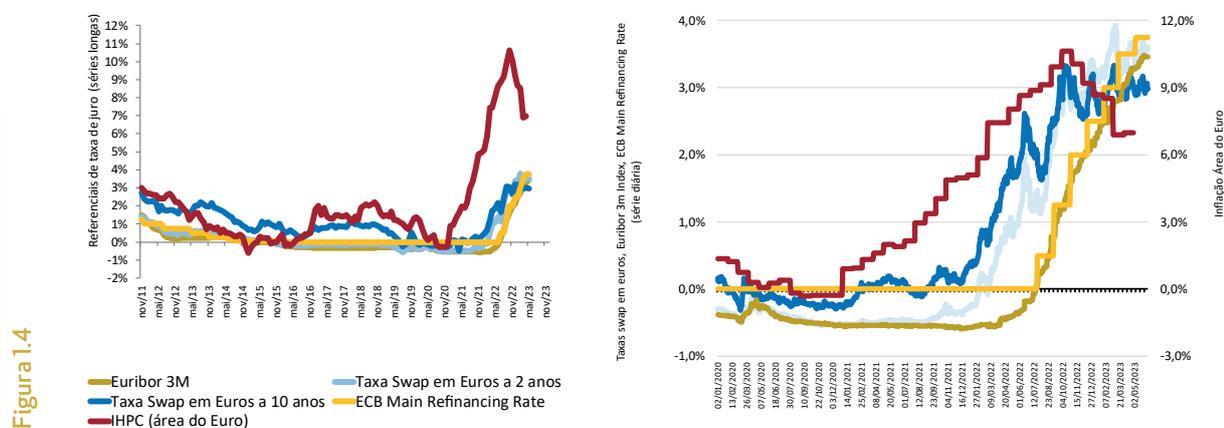
11 Sistema de Reserva Federal dos EUA, de acordo com os anúncios efetuados na sequência das sessões periódicas da *Federal Open Markets Committee* (FOMC).

12 Fonte: <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20220504b.htm>.

## 1.1.5 Inflação e taxas de juro

Os ajustes de política monetária conduziram a subida abrupta dos referenciais de taxa de juro, permitindo descontinuar a escalada da inflação, que, ainda assim, prossegue em níveis elevados. Deste modo, os meses mais recentes têm revelado subidas materiais das taxas *swap* em euros para os vários prazos – com inversão da posição relativa natural entre o curto e longo prazo<sup>13</sup> - bem como uma subida material das taxas *Euribor*. A taxa *Euribor* a 3 meses já transpôs os 3,5%, com repercussões importantes nos riscos de crédito dos agentes económicos.

### Evolução dos referenciais de taxas de juro e de inflação na área do euro



Fontes: BCE, Bloomberg.

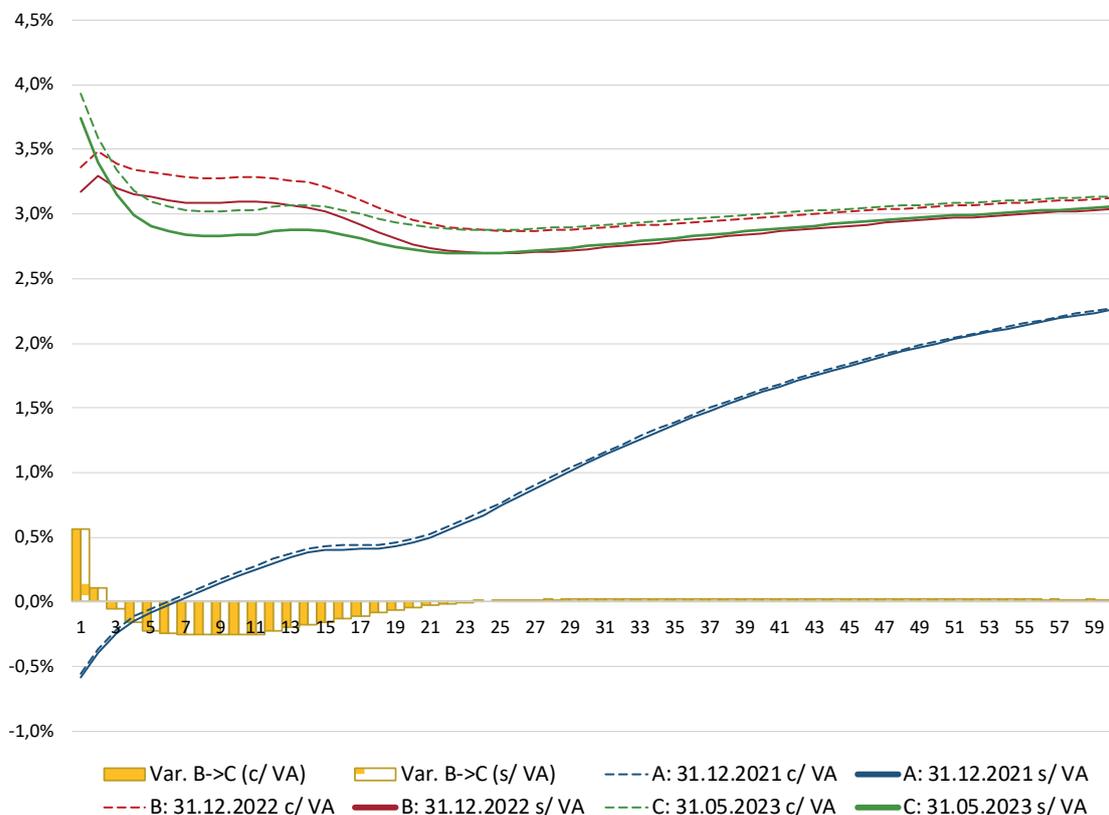
As tendências referidas refletem-se também na estrutura temporal de taxas de juro sem risco publicada mensalmente pela EIOPA<sup>14</sup>, que constitui a referência para o desconto dos passivos das empresas de seguros.

Assim, materializou-se o afastamento face ao ambiente prolongado e persistente de taxas de juro muito baixas – em particular no decurso do segundo semestre de 2022-, numa evolução intrinsecamente favorável para o modelo de negócio do setor segurador, designadamente no que concerne aos produtos de cariz financeiro, num quadro de disponibilidade de rendibilidades mais elevadas, que coexistem, contudo, com riscos de mercado intensificados.

<sup>13</sup> Curva EUR *swap* a 2 anos acima da curva análoga a 10 anos.

<sup>14</sup> Estrutura temporal de taxas de juro (ETTJ) da EIOPA, incluindo as curvas com e sem ajustamento de volatilidade (VA).

## Evolução das estruturas temporais de taxa de juro sem risco da EIOPA, incluindo as curvas com ajustamento de volatilidade (VA)

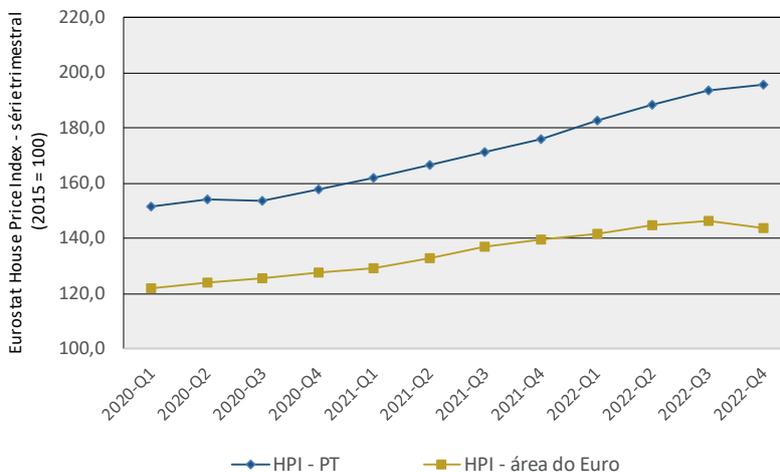


### 1.1.6 Mercado imobiliário

O imobiliário residencial, constituindo um colateral de endividamento dos particulares relevante, tem revelado, nos dois últimos anos, trajetórias de valorização superiores no caso nacional, comparativamente à área do euro, em particular durante 2022. Em 2021, a subida do indicador nacional foi de 12% (10% na área do euro), enquanto, em 2022, a diferença se alargou - com uma subida nacional de 11%, que compara com 3% no caso da área do euro. Em termos de trajetórias mais recentes, enquanto o mercado da área do Euro dá sinais de poder ter entrado em correção descendente, no caso nacional ainda se mantém uma tendência de crescimento, embora num ritmo mais contido face ao verificado em trimestres anteriores.

Figura 1.6

Evolução do índice de imobiliário residencial trimestral do Eurostat, *House Price Index (HPI)*<sup>15</sup>.



Fontes: Eurostat.

## 1.2 Evolução de indicadores relativos aos mercados financeiros

Os meses recentes têm vindo a revelar um aumento da probabilidade de materialização do risco de *decoupling* (ou de dissociação) entre a valorização dos ativos financeiros e as variáveis económico-financeiras de base, agora menos escudadas pelas ações de política monetária.

Nos mercados obrigacionistas, soberanos e privados, confirma-se um quadro de acréscimo transversal dos custos de financiamento e dos respetivos riscos de crédito associados. Os mercados acionistas vêm denotado volatilidade, e revelando uma tendência global de valorização desde o início do ano de 2023.

Neste quadro, que inclui também a persistência de inflação elevada e perspectivas de parco crescimento económico, não podem ser descartadas potenciais correções descendentes dos preços dos ativos. Adicionalmente, o aumento transversal dos riscos de crédito ou de episódios de liquidez, podem desencadear eventos com potencial sistémico. Os casos de turbulência em torno de alguns grupos bancários americanos e do Credit Suisse, em março de 2023, terão sido, até certo ponto, um exemplo dessa possibilidade.

15 Fonte: <https://ec.europa.eu/eurostat/web/housing-price-statistics/database>.

## 1.2.1 Mercados obrigacionistas

Nos mercados obrigacionistas soberanos assiste-se a uma notória subida das *yields* (YTM 10y), numa descontinuação do panorama que se vinha observando nos últimos anos, na área do euro, de custos de financiamento soberanos muito baixos. Não obstante, os *spreads* denotam alguma estabilização nos meses mais recentes, apresentando níveis tendencialmente inferiores aos máximos, ao longo do primeiro semestre de 2023.

**Evolução das YTM a 10 anos e dos CDS a 5 anos dos principais emittentes soberanos. Série longa e evolução diária recente**

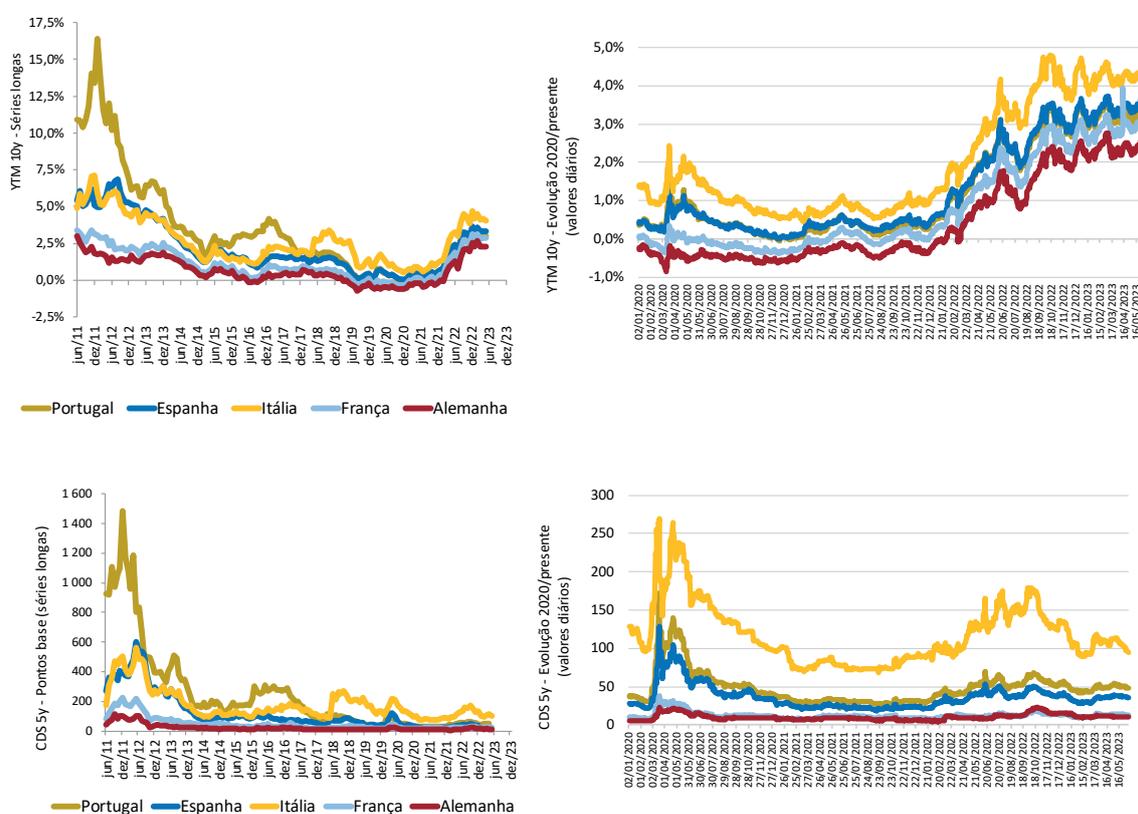


Figura 1.7

Fonte: Bloomberg<sup>16</sup>.

16 Complementada com fontes adicionais para o caso de Itália, devido a disrupções na série da Bloomberg: Italy CDS USD SR 5Y DI14.

Nos mercados obrigacionistas privados, os índices *iBoxx* confirmam um quadro de acréscimo transversal dos custos de financiamento privados e dos respetivos riscos de crédito.

### Evolução do *iBoxx euro corporate*, por classe de rating. Série longa e evolução diária recente

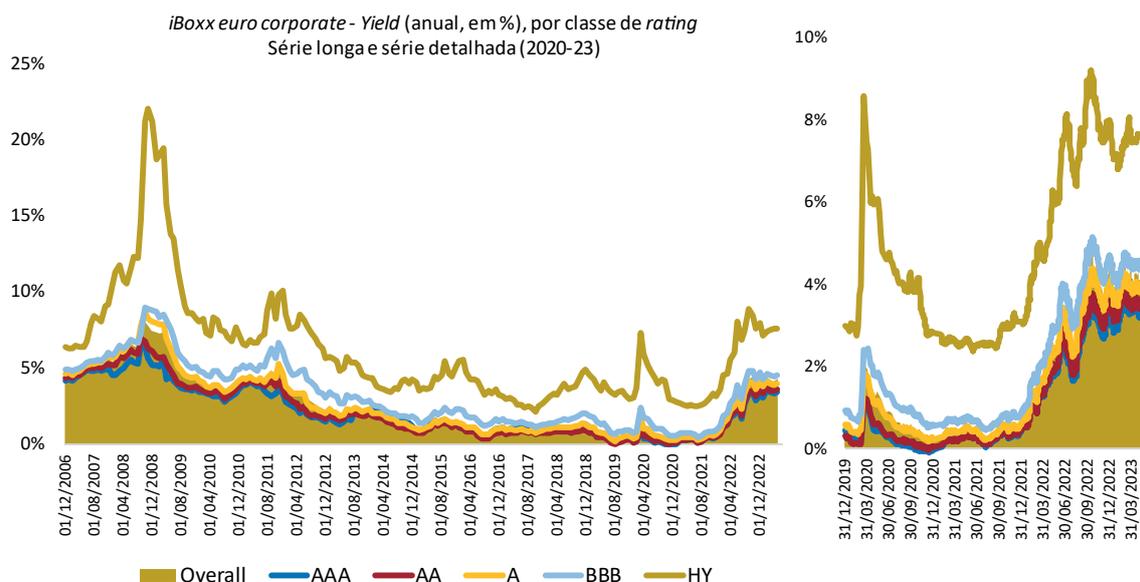


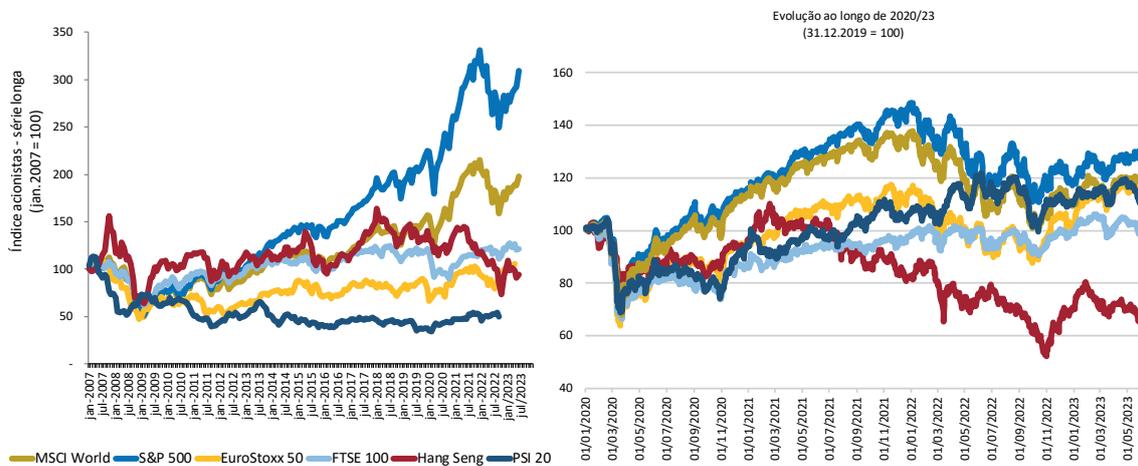
Figura 1.8

Fonte: *iBoxx*, *IHS Markit*.

## 1.2.2 Mercados acionistas

Os mercados acionistas têm denotado volatilidade, revelando uma tendência global de valorização desde o início do ano de 2023. Este segmento é identificável como suscetível de quebras abruptas – conforme atestado pelo episódio de março em torno de um conjunto restrito de instituições de crédito –, inclusivamente por via da ocorrência de eventos de cariz sistémico, articulados com alterações súbitas da perceção de risco por parte dos investidores, ou por necessidades de liquidez.

## Evolução dos índices acionistas - Série longa e evolução diária recente, e evolução normalizada



**Evolução normalizada dos índices acionistas**  
(Data avaliação 30.06.2023)

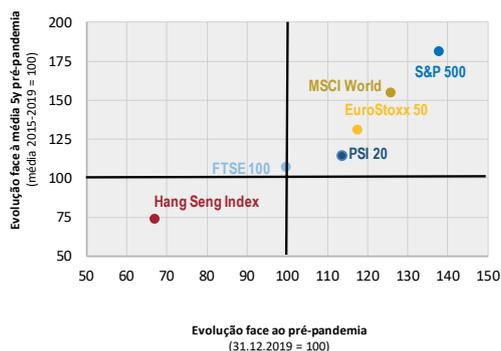


Figura 1.9

Fonte: Bloomberg e cálculos da ASF.

### 1.2.3 Commodities e cadeias globais de abastecimento

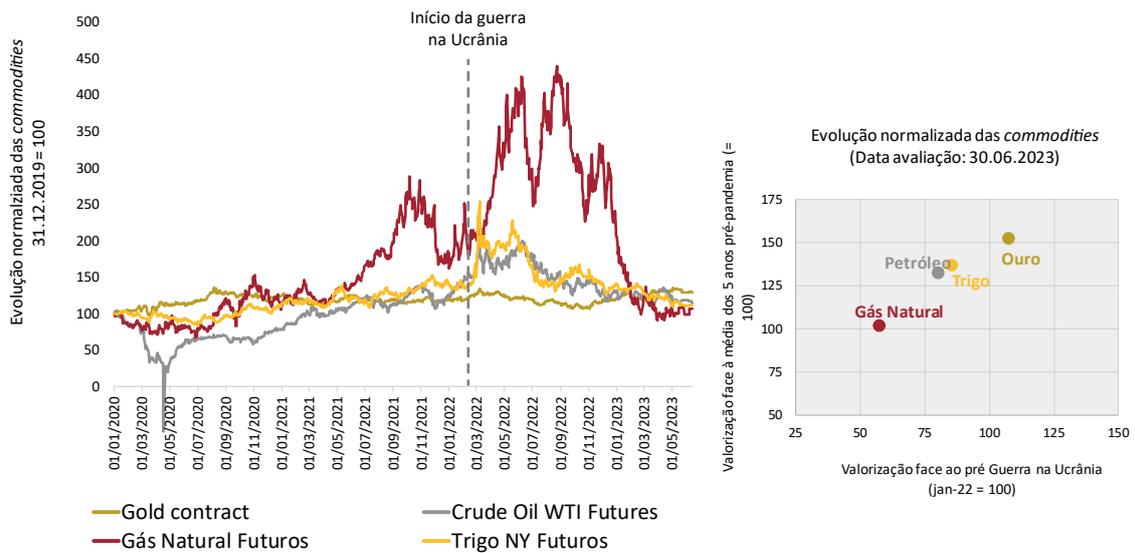
A pressão dos preços da energia<sup>17</sup> sobre a inflação tem-se vindo a atenuar materialmente no passado recente, fruto da estabilização dos respetivos preços. Não obstante, não pode ser descartado o regresso a um cenário de maior volatilidade, conexo com o aumento da turbulência geopolítica e com as discussões em curso dos principais produtores<sup>18</sup> quanto à redução do volume de produção.

<sup>17</sup> São analisados, em particular, *Crude Oil WTI Futures* e *Natural Gas Futures*.

<sup>18</sup> OPEC – Organização dos países exportadores de petróleo.

Destaca-se ainda a apreciação recente da cotação do ouro, a partir de março, conexas com o seu papel de ativo de refúgio. Esta commodity tende a denotar apreciação em períodos de maior receio dos investidores face aos ativos financeiros, conforme observável no período de turbulência recente num conjunto de instituições de crédito.

### Evolução das cotações das commodities, série recente e evolução normalizada, e das cadeias globais de abastecimento

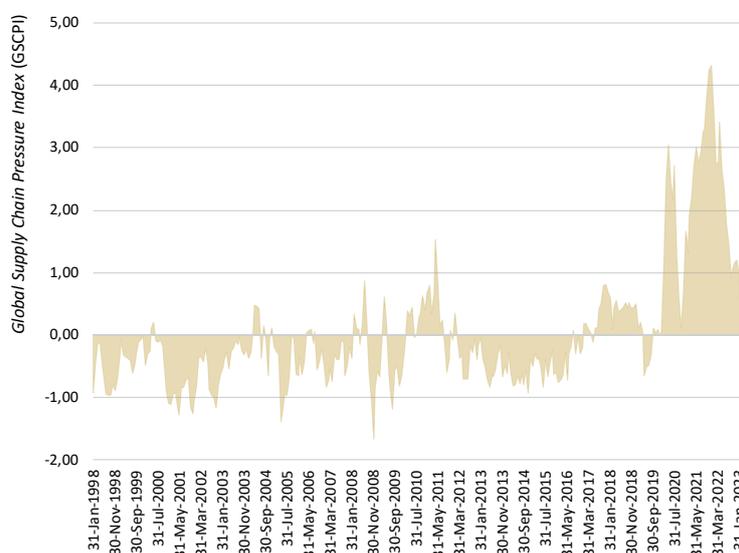


Fonte: Bloomberg e cálculos da ASF.

As pressões sobre as cadeias de abastecimento denotam uma importante amenização recente. Após o pico histórico decorrente dos efeitos acumulados da pandemia e do quadro geopolítico, é observável uma descida expressiva do índice que integra custos de transporte e indicadores de produção.

## Evolução das condições das cadeias globais de abastecimento

Figura 1.11



Fonte: Federal Reserve Bank of New York, *Global Supply Chain Pressure Index (GSCPI)*<sup>19</sup>.

### 1.2.4 Evolução das apreciações de qualidade creditícia por parte das agências de notação

A intervenção das agências de notação de risco de crédito sobre os soberanos revela um comportamento misto (entre revisões em alta e em baixa), enquanto as instituições de crédito vão acumulando revisões em alta, apesar do aumento transversal dos riscos de crédito. Ao nível dos soberanos, destaca-se um total de quatro revisões em alta para o caso português, acumuladas nos últimos 18 meses, a par da recente revisão de *outlook* em alta pela agência remanescente (*Moody's*, notando-se que a DBRS efetuou dois ajustes de *rating* no período temporal referido). Ao nível das instituições de crédito, as reapreciações favoráveis têm permitido a reentrada em território de investimento (CGD de acordo com a *Fitch* e Novo Banco de acordo com a *Moody's*), ou uma aproximação face a esse limiar.

19 <https://www.newyorkfed.org/research/gscpi.html>.

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

Figura 1.12

jul/23	S&P	Moody's	Fitch	DBRS	jul/23	S&P	Moody's	Fitch	DBRS
Alemanha	AAA →	Aaa →	AAA →	AAA →	BCP	BB+ ↑	Baa2 ↑	BB+ →	BBB(L) ↑
França	AA →	Aa2 →	AA- →	AA(H) →	CGD	- →	Baa2 ↑	BBB- →	BBB(H) →
Portugal	BBB+ →	Baa2 ↑	BBB+ →	A →	BPI	BBB+ →	Baa2 →	BBB →	- →
Espanha	A →	Baa1 →	A- →	A →	NB	- →	Baa3 ↑	- →	BB(L) →
Itália	BBB →	Baa3 ↓	BBB →	BBB(H) →	CaixaBank	A- →	Baa1 →	BBB+ →	A →
					Santander	A+ →	A2 →	A- →	A(H) →
					Montepio	- →	Ba1 →	B ↑	B (H) →

Fonte: Bloomberg.

Nota: as revisões de notação ou de *outlook*, com referência ao período decorrido desde o início de 2022, encontram-se sinalizadas com cor diferente – verde em caso de ajuste positivo, ou vermelho em caso de ajuste descendente.

### Caixa 1 – Principais Riscos de natureza estrutural e conjuntural a impactar os setores segurador e dos fundos de pensões

- Ao nível dos principais riscos que o setor segurador e o setor dos fundos de pensões enfrentam presentemente, destacam-se:
  - Em termos macroeconómicos persiste um quadro de curto/médio-prazo de coexistência de **elevada inflação** com **reduzido crescimento económico**, o que pode afetar negativamente a geração de negócio segurador, bem como afetar a capacidade dos associados em financiar os respetivos planos de pensões.
  - A possibilidade de **subidas adicionais das taxas de juro**, ainda que intrinsecamente favorável para os modelos de negócio tradicionais dos setores segurador e de fundos de pensões - por via do desconto dos passivos - está associada à deterioração de outros riscos, em particular, o **risco de crédito de famílias e empresas**, podendo acarretar efeitos transversais ao sistema financeiro, inclusivamente de cariz sistémico.
  - Ao nível do negócio, as pressões inflacionistas deverão repercutir-se no **aumento dos custos com sinistros Não Vida**, com potencial impacto na respetiva

rendibilidade, caso não sejam adotadas medidas de compensação adequadas. Por outro lado, a inflação elevada, em conjunto com o aumento do peso do serviço de dívida, e do custo de vida, **limita a capacidade de poupança das famílias**.

- O potencial de volatilidade e de **correções descendentes nas cotações dos ativos financeiros** – agora não escudadas pela ação monetária não convencional dos bancos – pode, para além dos impactos diretos nas carteiras de investimento das instituições financeiras, ser um fator dissuasor adicional à conservação de recursos financeiros em produtos de poupança / investimento, quando o consumidor esteja exposto a riscos de mercado. Salienta-se assim a provável necessidade de realinhamento adicional das estratégias de negócio Vida, que haviam sido direcionadas à oferta de produtos *unit-linked*.
- As dificuldades da conjuntura atual, em termos de custo de vida, poderão ainda desencadear fenómenos de **aumento dos resgates em produtos Vida** de natureza financeira, o que, conjugado com a redução da produção, poderá gerar **constrangimentos de liquidez** nas empresas de seguros. O panorama descrito é extensível às contribuições para planos individuais de pensões.
- Quanto às **condições de financiamento dos soberanos**, o serviço de dívida mais oneroso, num contexto de elevados níveis de endividamento, constitui também um risco suscetível de penalizar o setor segurador e, em menor escala, o setor dos fundos de pensões, por via das exposições detidas em soberanos europeus, particularmente em caso de agravamento do risco de fragmentação dos mercados financeiros da área do euro. Não obstante, o risco de reinvestimento é fortemente amenizado pela retoma de rendibilidades atrativas numa classe de ativos de considerável preponderância nas carteiras.
- Os **riscos cibernéticos** adquiriram destaque adicional com a aceleração recente do processo de digitalização e, posteriormente, com o contexto de conflito híbrido que se seguiu à invasão da Ucrânia pela Rússia. Frisa-se que, no caso do setor segurador, os riscos cibernéticos denotam potencial relevância acrescida, pelo facto de se poderem encontrar cobertos nas apólices de forma explícita, ou de forma omissa (*i.e.*, não estando incluídos, nem explicitamente excluídos dos contratos de seguro), impactando assim os operadores numa dupla vertente – operacional e de negócio.

- As **alterações climáticas e as finanças sustentáveis** acarretam riscos relevantes para os setores segurador e de fundos de pensões. Entre as principais tipologias de impactos, referem-se as áreas de investimento, de subscrição (setor segurador) e de conceção de produtos, a inclusão dos riscos de sustentabilidade na governação e ainda os aspetos legais / de *compliance* e reputacionais. Estes últimos são, de momento, particularmente desafiantes, fruto das crescentes necessidades de divulgação de informação, inclusivamente na relação com o consumidor.

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



Figura 1.13

Nota: O mapeamento dos riscos reflete uma síntese esquemática dos principais riscos para a estabilidade financeira, na perspetiva do setor segurador e 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).



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





## 2.1 Caracterização das carteiras de investimentos

No primeiro trimestre de 2023, o valor da carteira de investimentos do setor segurador permaneceu globalmente estável, enquanto o total de ativos dos fundos de pensões sofreu uma quebra, esta última justificada pela saída de um fundo de pensões do universo de supervisão da ASF.

No caso dos investimentos das empresas de seguros, continuam a assinalar-se as vulnerabilidades decorrentes da concentração de exposições em zona creditícia na fronteira da classificação *investment grade*, embora tal seja mitigado pelas durações tipicamente mais curtas dos títulos obrigacionistas detidos.

No caso do setor dos fundos de pensões, as vulnerabilidades face ao risco de desvalorização dos investimentos são, por um lado, mitigadas pela sua maior qualidade creditícia dos ativos detidos, e por outro lado, amplificadas pelas respetivas durações tendencialmente mais longas das posições.

Acrescem, em ambos os setores segurador e de fundos de pensões, vulnerabilidades decorrentes da concentração de exposições num número restrito de emittentes, destacando-se, no caso das empresas de seguros, a maior proporção da exposição a emittentes soberanos mais suscetíveis de evolução desfavorável num eventual cenário de fragmentação dos mercados financeiros da zona Euro.

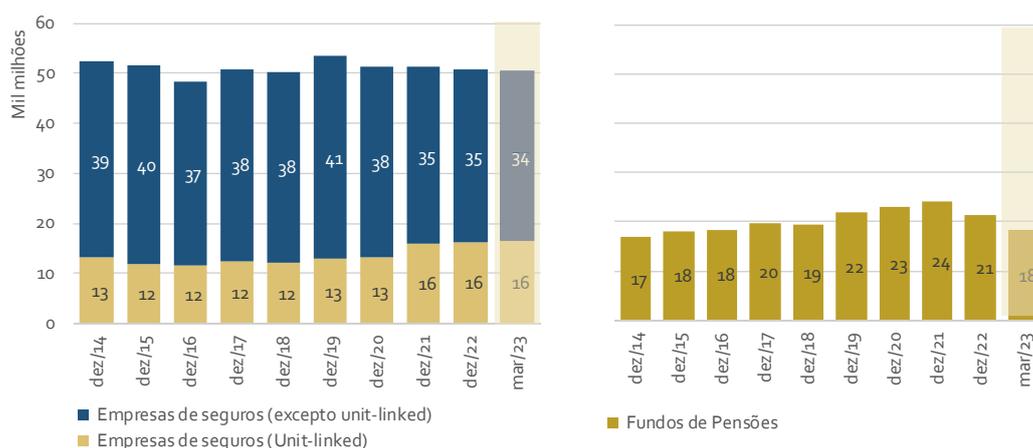
No contexto ambiental, as carteiras de investimentos dos setores em apreço revelam um baixo risco de transição climático - por via da reduzida alocação a setores considerados como climaticamente relevantes -, bem como alguma proteção face aos desafios ambientais, devido ao maior investimento em títulos classificados com risco ambiental médio e baixo. Adicionalmente, as carteiras de dívida evidenciam um risco limitado no potencial impacto das considerações ambientais na categoria CQS3 (que representa a gama de títulos mais passível de afetar os requisitos de capital).

No final do primeiro trimestre de 2023, o valor da carteira de investimentos do setor segurador ascendia a cerca de 50,6 mil milhões de euros, valor semelhante ao registado no final de 2022 e abaixo do verificado no final de 2021 (-1,4%<sup>20</sup>). Desta carteira, cerca de um terço corresponde a ativos afetos à carteira *unit-linked*, percentagem que tem registado um aumento global, apesar do recente abrandamento observado.

Por sua vez, o valor dos ativos do setor dos fundos de pensões registou quebras mais pronunciadas, fixando-se, em março de 2023, em 18,3 mil milhões de euros, menos 24,2% que o valor observado em dezembro de 2021. Importa, contudo, referir que a redução verificada no primeiro trimestre de 2023, face ao final do ano transato, é justificada pela extinção do Fundo de Pensões do Pessoal da Caixa Geral de Depósitos (FPCGD)<sup>21</sup>. Expurgando o efeito do FPCGD, a evolução do setor face ao final de 2022 teria sido positiva, com um crescimento de 1,5%.

### Total de ativos das empresas de seguros e total do património dos fundos de pensões

Figura 2.1



20 Esta evolução é influenciada pela aquisição, no quarto trimestre do ano, por parte de uma empresa sob supervisão prudencial da ASF, da carteira de negócio de uma sucursal da UE. Sem o feito desta operação, estima-se uma quebra de 16,8%.

21 Em resultado da transferência das responsabilidades, e dos correspondentes ativos, do Fundo de Pensões do Pessoal da Caixa Geral de Depósitos para a Caixa Geral de Aposentações, I.P., com consequente extinção desse fundo, com data de referência a 31 de dezembro de 2022. A análise mais detalhada dos impactos desta operação podem ser consultados no capítulo 2.3 - Evolução do Setor dos Fundos de Pensões.

## 2.1.1 Políticas de investimentos

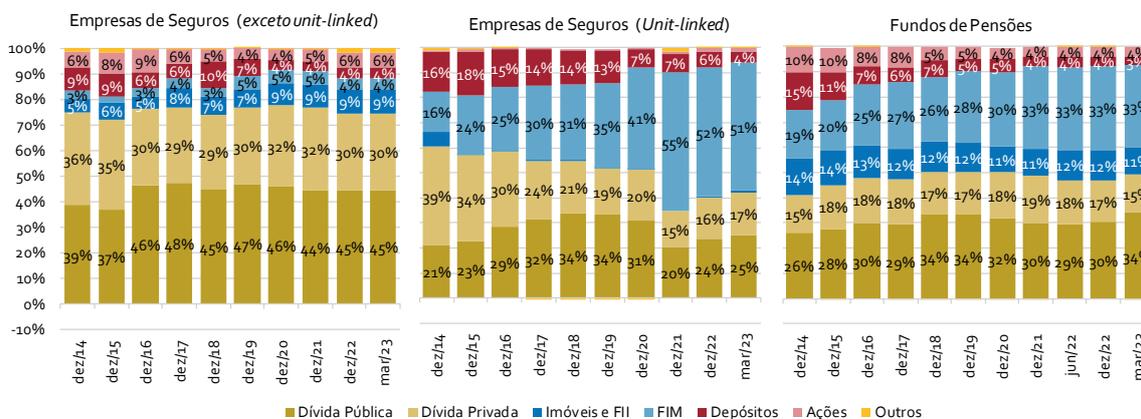
A política de investimentos das empresas de seguros continua a evidenciar alguma estabilidade, no que respeita ao perfil da carteira não afeta a seguros *unit-linked*, com os títulos obrigacionistas a assumirem a parcela maioritária (cerca de 75%).

No que concerne à carteira de ativos *unit-linked*, após o crescimento expressivo da categoria de FIM em 2021, verifica-se, a partir do final desse ano, uma diminuição progressiva do seu peso, permanecendo, ainda assim, como a classe maioritária. Por sua vez, os títulos obrigacionistas registaram a evolução oposta.

Em relação aos fundos de pensões, também se assiste a um quadro de relativa estabilidade da política de investimentos, destacando-se, apenas, entre o final de 2022 e o primeiro trimestre de 2023, o aumento da representatividade da dívida soberana e o decréscimo da dívida privada, evolução que resulta, em larga medida, do efeito da saída do FPCGD.

### Evolução da política de investimentos<sup>22</sup> das empresas de seguros e dos fundos de pensões

Figura 2.2



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

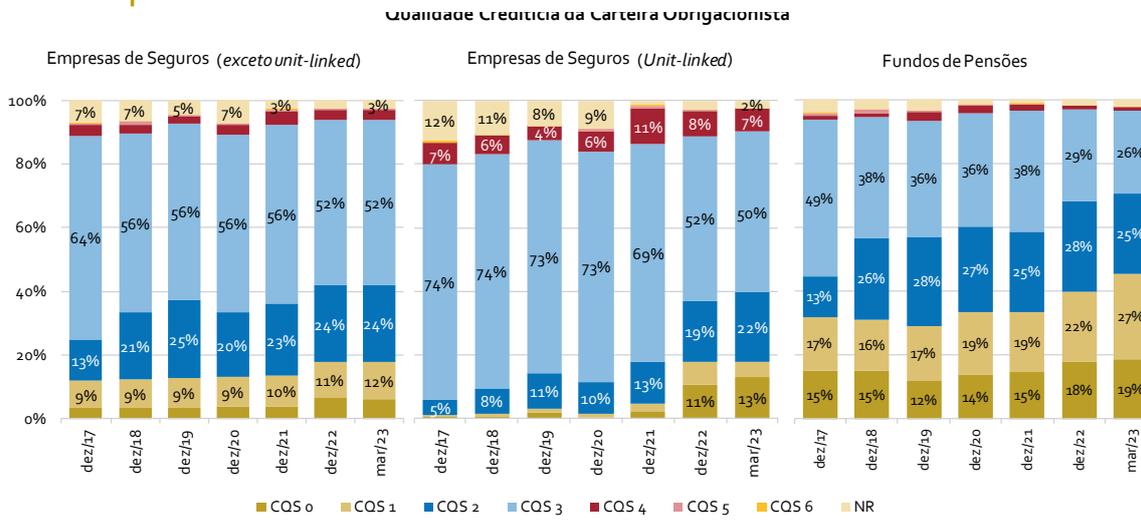
## 2.1.2 Perfil de durações e qualidade creditícia das carteiras obrigacionistas

Em ambos os setores segurador e de fundos de pensões, no que respeita às respetivas carteiras obrigacionistas, constata-se uma clara prevalência de títulos em território conotado como de investimento. Em particular, no caso das empresas de seguros, realça-se a predominância da categoria de CQS3, e, portanto, mais próxima da fronteira com o espaço considerado como especulativo/*high-yield*, enquanto, no caso dos fundos de pensões, se denota um peso superior de títulos com melhor avaliação creditícia.

Em termos evolutivos, observa-se, no entanto, uma tendência de redução progressiva do peso dos títulos de CQS 3, por contrapartida de ativos com notação creditícia superior, de forma transversal, sem prejuízo da magnitude de variações diferir entre carteiras.

Por sua vez, em termos do perfil de durações, verifica-se um quadro evolutivo de maior estabilidade, com o conjunto das empresas de seguros a apresentar durações tendencialmente mais curtas, i.e. até cinco anos, enquanto, no setor dos fundos de pensões, as durações são, de forma geral, mais longas. Não obstante, em março de 2023, assinala-se o aumento de 11 pontos percentuais no peso do conjunto das maturidades superiores a 10 anos, em parte justificada pela saída do FP CGD do universo de supervisão da ASF.

## Qualidade creditícia e duração das carteiras obrigacionistas das empresas de seguros e dos fundos de pensões



### Duração da Carteira Obrigacionista

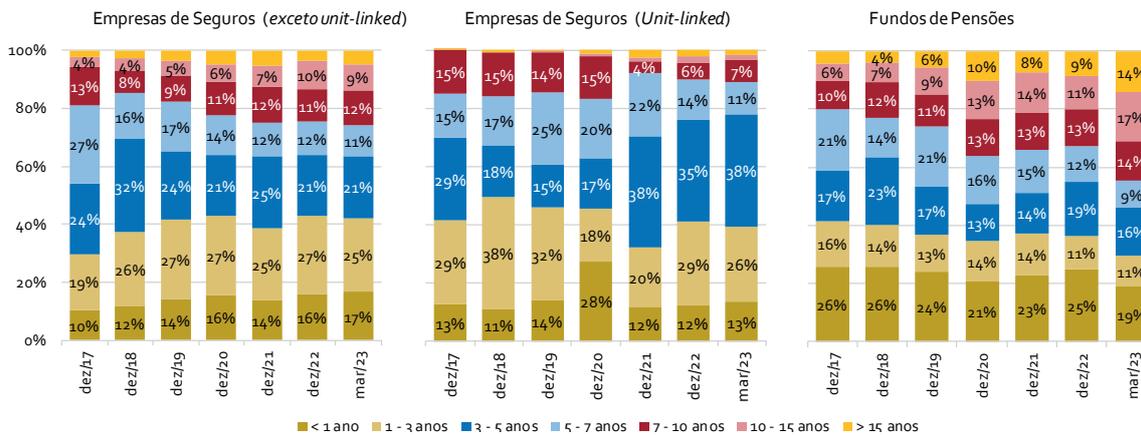


Figura 2.3

## Distribuição combinada da qualidade creditícia e da duração das carteiras obrigacionistas das empresas de seguros e dos fundos de pensões a 31 de março de 2023

% de representatividade	Empresas de seguros (excluindo unit-linked)								Empresas de Seguros (Unit-linked)								Fundos de pensões							
	< 1 ano	1 a 3 anos	3 a 5 anos	5 a 7 anos	7 a 10 anos	10 a 15 anos	> 15 anos		< 1 ano	1 a 3 anos	3 a 5 anos	5 a 7 anos	7 a 10 anos	10 a 15 anos	> 15 anos		< 1 ano	1 a 3 anos	3 a 5 anos	5 a 7 anos	7 a 10 anos	10 a 15 anos	> 15 anos	
CQS 0	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%		2%	5%		2%	5%				1%	4%	1%	3%	7%	4%		
CQS 1	3%	2%	2%	1%	3%	1%	1%		3%	1%	1%						4%	1%	4%	2%	5%	5%	5%	
CQS 2	4%	8%	5%	2%	3%	2%			3%	4%	13%	1%					6%	3%	3%	4%	2%	3%	4%	
CQS 3	8%	12%	12%	7%	5%	6%	2%		6%	14%	21%	8%	1%				7%	4%	5%	2%	4%	2%	2%	
CQS 4		1%	1%							1%	3%			1%	1%									
CQS 5																								
CQS 6																								
NR		1%	1%						1%								1%							

Figura 2.4

## 2.1.3 Principais Emitentes/Grupos Económicos

A análise das exposições por emitente ou grupo económico permite observar níveis de concentração globais relativamente elevados em ambos os setores, *segurador - unit-linked e não unit-linked* - e de fundos de pensões, a qual é suportada pelo facto de as cinco principais exposições de cada carteira representarem cerca de 50% do respetivo volume de investimentos.

Persiste também, em ambos os setores, uma concentração elevada em torno de emitentes soberanos e de ativos emitidos por grupos financeiros, com as primeiras a estarem tendencialmente mais disseminadas pelos diversos operadores, o que é evidente pelos baixos níveis do IHH. Refere-se também que, no caso do setor dos fundos de pensões, e comparativamente com o setor segurador, denota-se uma maior preferência por soberanos menos vulneráveis a potenciais fenómenos de fragmentação dos mercados financeiros.

Relativamente aos níveis de concentração, no primeiro trimestre de 2023, não se registaram alterações de relevo, notando-se apenas, no caso dos fundos de pensões, um reforço adicional do peso dos soberanos mais representados, nomeadamente Alemanha e França, evolução que resulta da já referida extinção e saída do FPCGD da esfera de supervisão da ASF.

Exposição por principal emitente / grupo económico nas carteiras de investimento das empresas de seguros e fundos de pensões, a 31 de março de 2023, e resultante nível de concentração

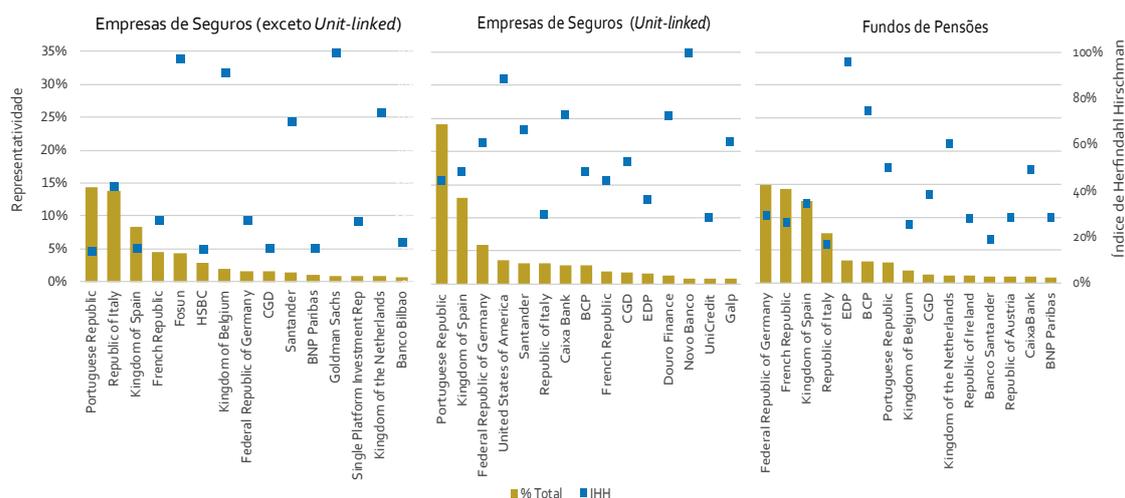


Figura 2.5

## 2.1.4 Perfil de risco ambiental/climático

A análise a 31 de março de 2023<sup>23</sup> revela que a maioria dos investimentos das carteiras de ambos os setores, segurador e de fundos de pensões, se encontra alocado a setores considerados como não climaticamente relevantes, consubstanciando, assim, um baixo risco de transição climático para as três carteiras analisadas.

Registe-se que o mapeamento e a classificação utilizados nesta análise recorre à metodologia de identificação dos setores climaticamente relevantes (CPRS)<sup>24</sup> - ou *Climate Policy Relevant Sectors* e ao *rating* ambiental disponibilizado pela *Bloomberg*, que, através da utilização dos códigos NACE reportados pelas empresas de seguros e entidades gestoras de fundos de pensões, permite avaliar o risco de transição climático.

### Exposição da carteira de investimentos das empresas de seguros e dos fundos de pensões aos setores climaticamente relevantes, a 31 de março de 2023<sup>25</sup>

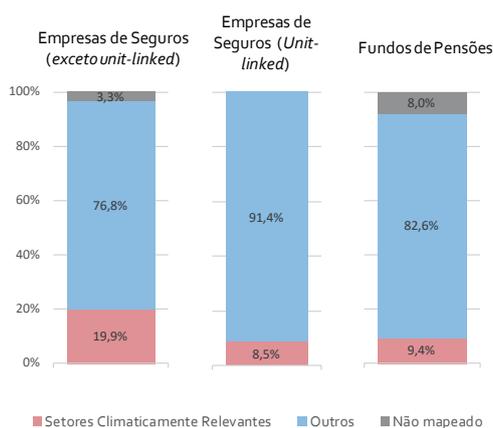


Figura 2.6

Fonte: Universidade de Zurique, cálculos da ASF.

23 As análises e conclusões apresentadas nesta secção não são diretamente comparáveis com a informação publicada em edições anteriores do Relatório de Estabilidade Financeira devido à utilização de prestadores de informação diferentes, com metodologias de *scoring* distintas.

24 Para mais informação, consulte a seguinte página: <https://www.finexus.uzh.ch/en/projects/CPRS.html>.

25 Informa-se que os fundos de investimento foram mapeados utilizando o código NACE do fundo, e não o dos ativos subjacentes. Adicionalmente, a metodologia dos setores climaticamente relevantes não considera a tecnologia utilizada pelas entidades. Assim, a exposição identificada como climaticamente relevante inclui o capital alocado a empresas consideradas sustentáveis e não sustentáveis, não sendo possível segmentar estes dois grupos.

O *rating* ambiental, disponibilizado pela *Bloomberg*,<sup>26</sup> considera uma segmentação baseada numa escala de 0 a 10<sup>27</sup>, e categorizada em cinco patamares, com o escalonamento constante da figura seguinte.

### Patamares de risco ambiental

0-2	2-4	4-6	6-8	8-10
Muito Alto	Alto	Médio	Baixo	Muito Baixo

Fonte: *Bloomberg*, mapa de risco elaborado pela ASF.

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

A análise efetuada resulta da utilização do *rating* ambiental dos emitentes e grupos económicos presentes nas carteiras de investimento das empresas de seguros e dos fundos de pensões. Dado o atual contexto de maturação, ainda incipiente, das avaliações ambientais, as análises apresentadas devem ser apreciadas de forma prudente.

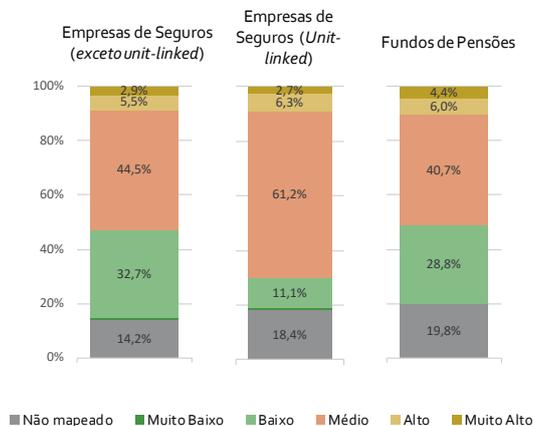
**O diagnóstico das três carteiras de investimentos evidencia uma maior representatividade dos investimentos alocados a classes de risco ambiental médio e baixo, sendo a expressão desta última classe de risco justificada pelo investimento em títulos de dívida pública conotados com um bom nível de sustentabilidade.** Adicionalmente, regista-se um menor investimento em títulos obrigacionistas e acionistas de *rating* ambiental baixo no portefólio de investimento das empresas de seguros (*unit-linked*), comparativamente com as outras duas carteiras.

26 O *rating* climático atribuído aos soberanos agrega a avaliação da transição carbónica do país, a transição do setor energético e o desenvolvimento de políticas climáticas. O *rating* ambiental dos grupos económicos avalia a performance ambiental das entidades. Para mais informações deve-se consultar a metodologia de scoring ESG da *Bloomberg*.

27 O escalonamento de risco apresentado foi elaborado pela ASF, e deve ser considerado apenas para finalidades exclusivas deste relatório.

## Proporção dos montantes investidos nas carteiras obrigacionistas e de ações das empresas de seguros e dos fundos de pensões, por classe de *rating* ambiental, a 31 de março de 2023

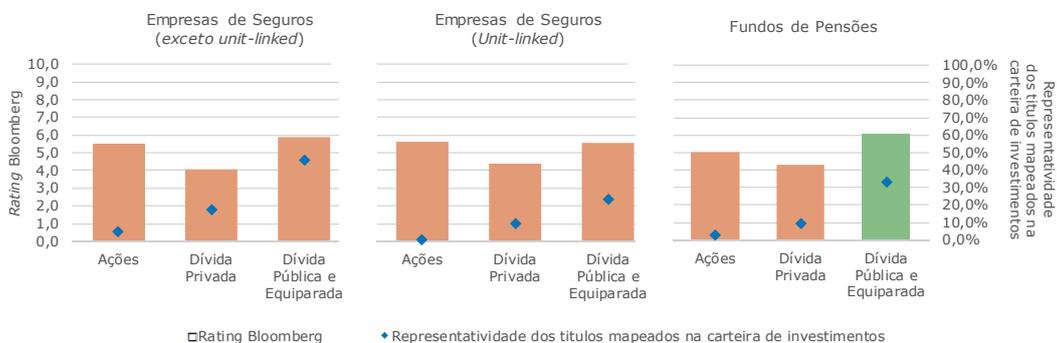
Figura 2.8



Fonte: Bloomberg, cálculos da ASF.

## Rating ambiental dos títulos obrigacionistas e acionistas mapeados e inseridos no portefólio de investimentos das empresas de seguros e dos fundos de pensões, a 31 de março de 2023<sup>28</sup>

Figura 2.9



Fonte: Bloomberg, cálculos da ASF.

A análise conjunta do *rating* ambiental da carteira de dívida, por CQS e por duração, indicia uma prevalência de títulos classificados com um *rating* ambiental médio, nas diversas conjugações de qualidade creditícia e duração. No âmbito das carteiras das empresas de seguros (exceto *unit-linked*) e dos fundos de pensões, verifica-se a existência de títulos com classificação de risco baixo na maioria dos intervalos de

<sup>28</sup> Informa-se que a representatividade dos títulos apresentados não é diretamente comparável com a revelada na secção de "Políticas de investimentos", por estes apenas incluírem os ativos com mapeamento ambiental.

durações da categoria CQS1, apresentando-se esta qualidade creditícia como a mais sustentável nas carteiras analisadas. Ao nível do CQS3, que representa a gama de títulos com o maior potencial de impacto nos requisitos de capital (dado serem mais passíveis de deterioração da qualidade creditícia, face ao aumento das considerações ambientais por parte dos mercados financeiros), regista-se uma classificação de risco médio.

### Categorização do rating ambiental e representatividade nas carteiras dos ativos mapeados, por qualidade creditícia e duração, a 31 de março de 2023<sup>29</sup>

Rating Bloomberg	Empresas de seguros (excluindo unit-linked)								Empresas de Seguros (Unit-linked)								Fundos de pensões							
	< 1 ano	1 a 3 anos	3 a 5 anos	5 a 7 anos	7 a 10 anos	10 a 15 anos	>15 anos	< 1 ano	1 a 3 anos	3 a 5 anos	5 a 7 anos	7 a 10 anos	10 a 15 anos	>15 anos	< 1 ano	1 a 3 anos	3 a 5 anos	5 a 7 anos	7 a 10 anos	10 a 15 anos	>15 anos			
	CQS 0	5,4	5,5	5,6	5,7	5,7	5,7	5,7	4,4	5,6	5,4	5,7	4,9		4,3	5,7	5,7	5,7	5,8	5,8	5,7	5,8		
CQS 1	6,1	5,4	5,4	6,0	6,4	6,3	6,2	5,9	5,7	5,0	5,9	6,5			5,4	6,2	6,6	6,4	6,6	6,5	6,5			
CQS 2	5,5	4,8	4,7	5,5	5,6	5,4	5,8	5,5	4,9	5,5	5,6	5,2	4,7	5,5	4,9	5,1	5,3	5,8	5,3	5,6	5,5			
CQS 3	5,4	4,5	5,4	5,6	5,8	5,9	5,7	5,3	5,1	5,3	5,4	5,4	2,8	5,8	5,3	5,1	5,2	4,7	5,7	5,8	5,7			
CQS 4	4,7	3,4	3,9	3,7	5,0		5,4	3,6	3,6	3,4	1,1	1,9	3,8	5,7	4,6	3,6	2,6	4,4						
CQS 5				0,4			2,7					0,4												
CQS 6																								
NR	4,6	4,4	3,6	4,7				4,7	5,9	5,8		5,9			5,3	6,1	5,2		5,5		4,7			
Representatividade dos títulos mapeados na carteira de dívida	CQS 0	0,7%	0,5%	0,5%	0,2%	0,6%	0,3%	0,7%	1,5%	3,6%	0,3%	0,9%	4,0%		0,3%	0,1%	1,2%	3,5%	0,7%	2,5%	6,2%	1,6%		
	CQS 1	2,6%	2,0%	1,2%	0,5%	2,7%	0,9%	0,8%	1,9%	1,0%	0,5%	0,2%	0,3%		0,3%	4,1%	1,2%	4,2%	2,1%	4,4%	4,7%	4,9%		
	CQS 2	3,5%	6,2%	4,3%	1,6%	2,9%	1,5%	0,4%	2,5%	3,8%	1,2%	0,9%	0,3%	0,2%	0,1%	6,2%	2,4%	2,4%	4,0%	1,7%	2,2%	4,0%		
	CQS 3	7,1%	7,9%	8,9%	5,9%	4,8%	5,5%	2,3%	5,5%	10,4%	17,5%	6,9%	0,9%	0,4%	0,3%	6,4%	2,6%	3,7%	1,2%	3,1%	1,8%	1,7%		
	CQS 4	0,2%	0,3%	0,2%	0,2%	0,1%	0,1%		0,1%	0,6%	1,1%	0,3%	0,4%	0,9%	0,8%	0,1%	0,3%	0,4%	0,1%					
	CQS 5				0,1%							0,1%												
	CQS 6																							
	NR	0,1%	0,7%	0,4%	0,1%			0,2%	1,4%	0,4%		0,3%			0,2%	0,3%	0,1%		0,1%		0,3%			

Figura 2.10

Fonte: Bloomberg, cálculos da ASF.

<sup>29</sup> Nas tabelas são apresentadas apenas exposições superiores a 0,05%. Adicionalmente, a representatividade dos títulos apresentados não é diretamente comparável com a revelada na secção de "Políticas de investimentos", por estes apenas incluírem os ativos com mapeamento ambiental.

A análise aos cinco principais emitentes ou grupos económicos, em termos de exposição da carteira, revela uma classificação de risco ambiental de nível médio ou baixo nas três carteiras avaliadas. Contudo, importa notar o menor nível de sustentabilidade no conjunto dos principais emitentes da carteira de empresas de seguros (*unit-linked*), face aos restantes dois portefólios de investimentos.

### Rating ambiental dos principais emitentes/grupos económicos nas carteiras de investimento das empresas de seguros e de fundos de pensões, a 31 de março de 2023

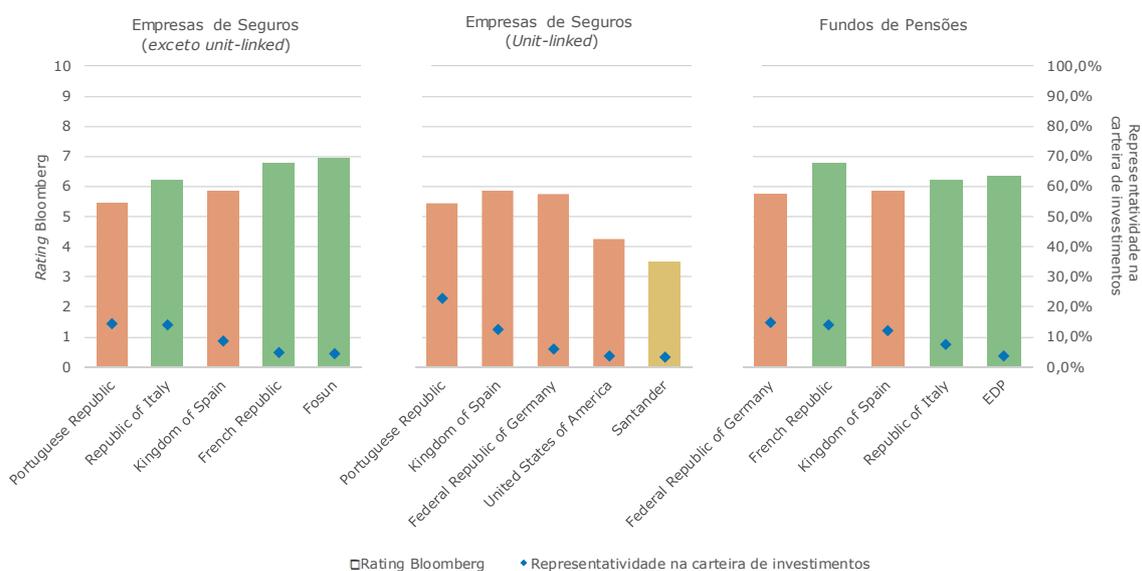


Figura 2.11

Fonte: Bloomberg, cálculos da ASF.

## 2.2 Evolução do setor segurador

Em 31 de dezembro de 2022, o rácio de cobertura do SCR diminuiu 10,5 pontos percentuais, face ao final de 2021, registando 196,7%. Por sua vez, no mesmo período, o rácio de cobertura do MCR, reduziu 59,2 pontos percentuais, fixando-se nos 519,5%.

Em termos de rentabilidade, no exercício de 2022, o resultado líquido das empresas de seguros sob supervisão prudencial da superou os 820 milhões de euros, o que representa um crescimento de 27,3% face ao período homólogo, notando-se, contudo, que este incremento é justificado pelo desempenho de uma entidade específica, cujo incremento no resultado do exercício face ao ano anterior foi de 266 milhões de euros<sup>30</sup>. Não obstante, os capitais próprios do mesmo conjunto de empresas registaram uma quebra de 28,6%, provocada pelo impacto da desvalorização dos ativos financeiros no rendimento integral.

Após um aumento significativo em 2021, impulsionado pelo segmento *unit-linked*, a produção total do ramo Vida voltou a apresentar uma quebra em 2022, comportamento que se manteve no primeiro trimestre do ano 2023. O desempenho globalmente negativo dos mercados financeiros em 2022 e o contexto de elevada incerteza que ainda se mantém, em conjunto com a alteração do panorama das taxas de juro, não favoreceu a prossecução de estratégias de negócio direcionadas para os produtos *unit-linked*, tendo-se observado ainda um agravamento dos resgates relativos a esses produtos no decurso do ano 2022. Por outro lado, a remuneração mínima oferecida pelos seguros financeiros não ligados, especialmente em comparação com outros produtos disponíveis no mercado, não estará, de uma forma geral, a ser suficientemente atrativa para estimular a recuperação do negócio do ramo Vida.

A produção do conjunto dos ramos Não Vida continuou a exibir uma tendência positiva, transversal a todas as principais linhas de negócio. Os custos com sinistros, seguiram, a menor ritmo, o crescimento da produção, traduzindo-se num decréscimo da taxa de sinistralidade global Não Vida em dezembro de 2022.

<sup>30</sup> Caso a empresa de seguros referida fosse expurgada da análise, o resultado líquido global teria registado um decréscimo de 20,9% entre 2022 e 2021.

Nos vários segmentos, no final de 2022, o seguro Automóvel, regista uma nova quebra dos resultados técnicos, agora para um patamar abaixo do verificado no período pré-pandemia. Na modalidade de Acidentes de Trabalho, destaca-se a melhoria dos indicadores operacionais e técnicos, em larga medida, devido ao efeito da subida das taxas de desconto no cálculo da provisão para sinistros. O grupo de ramos de Incêndios e Outros Danos apresenta uma quebra pronunciada nos seus indicadores de desempenho, enquanto no ramo Doença, assiste-se a um reforço da tendência crescente da produção, num quadro de relativa estabilidade dos restantes indicadores operacionais e técnicos.

## 2.2.1 Solvabilidade

O rácio de cobertura do SCR do conjunto das empresas sob supervisão prudencial da ASF fixou-se, no final de 2022, em 196,7%, o que representa uma redução de 10,5 pontos percentuais face a dezembro de 2021. Refira-se ainda que, durante o primeiro trimestre de 2023, este indicador cresceu 1,5 pontos percentuais, para 198,2%.

O conjunto de empresas de seguros que explora exclusivamente o ramo Vida continua a apresentar valores de cobertura do SCR superiores, por comparação com o conjunto de empresas de seguros que exploram exclusivamente os ramos Não Vida e mistas.

Da análise à distribuição dos rácios individuais de cobertura do SCR, é perceptível a deterioração transversal do rácio de cobertura do SCR, face ao final de 2021, refletindo o comportamento dos mercados financeiros em 2022, que provocaram uma diminuição global dos fundos próprios das empresas de seguros (por via da desvalorização dos ativos detidos).

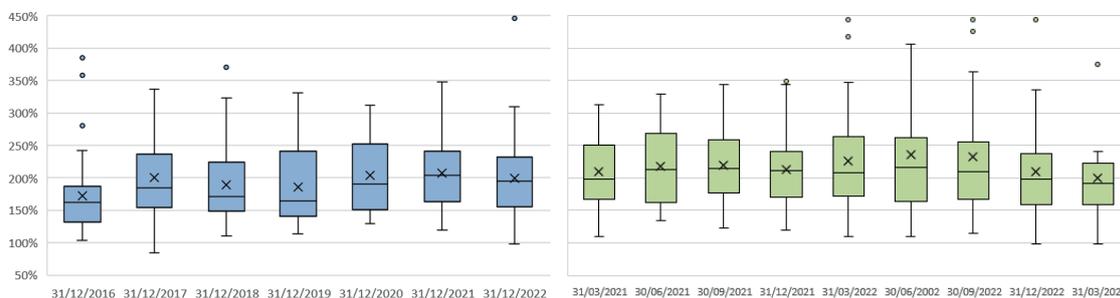
### Evolução dos rácios de cobertura do SCR, em base anual e detalhe trimestral



Figura 2.12

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

Figura 2.13



Na análise do rácio de cobertura do MCR, as conclusões são similares às obtidas para o rácio de cobertura do SCR, com este indicador a diminuir 59,2 pontos percentuais durante o exercício de 2022, para 519,5%. No entanto, ao longo do primeiro trimestre de 2023 verificou-se uma recuperação deste indicador, que atingiu 526% no final de março.

No final de 2022, pela primeira vez no período em análise, o conjunto das entidades que operam exclusivamente no ramo Vida deixou de apresentar o rácio de cobertura do MCR mais elevado, tendo sido ultrapassado pelo conjunto de empresas de seguros mistas.

Da análise à distribuição dos rácios individuais de cobertura do MCR, constata-se também uma diminuição transversal, não obstante a recuperação verificada no primeiro trimestre de 2023.

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

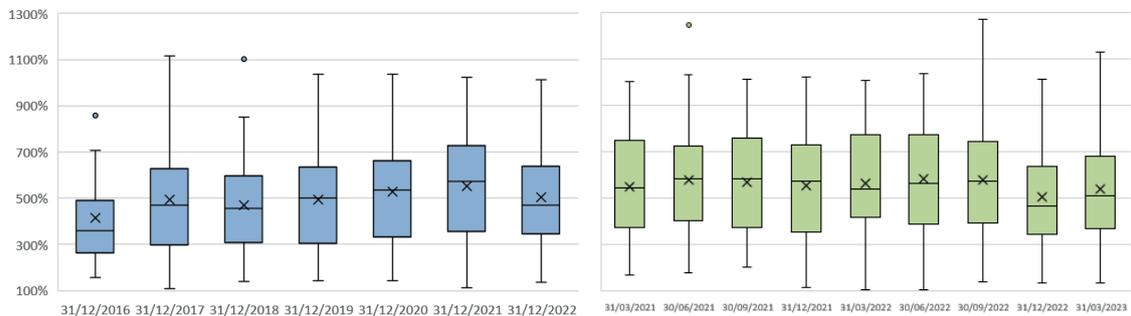
Figura 2.14



<sup>31</sup> Os gráficos apresentam os rácios mínimo, máximo, os quartis 25% e 75%, a mediana e a média simples, identificando ainda, de forma separada, 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 de cobertura do MCR, em base anual e detalhe trimestral

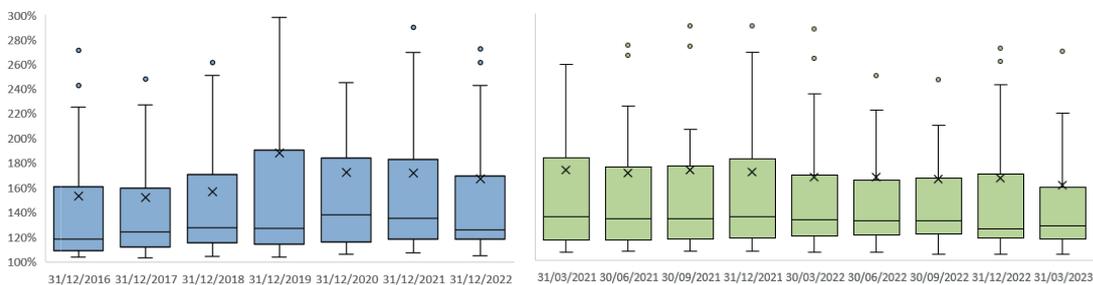
Figura 2.15



A evolução do rácio agregado de ativos sobre passivos (excluindo os seguros ligados) para as empresas de seguros sujeitas à supervisão prudencial da ASF evidencia o impacto da performance negativa dos mercados financeiros em 2022, revelando também uma diminuição, por comparação com a posição no final do ano de 2021.

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

Figura 2.16



### 2.2.2 Rendibilidade

No exercício de 2022, o conjunto das 37 empresas de seguros com sede em Portugal registou um aumento de 27,3% do resultado líquido, mantendo assim a trajetória ascendente observada desde 2019. No entanto, importa destacar que o crescimento de 176 milhões de euros registado pelo total do mercado, é justificado pela evolução de uma entidade específica, cujo resultado do exercício registou um incremento extraordinário de cerca de 266 milhões de euros face ao período homólogo<sup>32</sup>. Refira-se igualmente, que apenas quatro

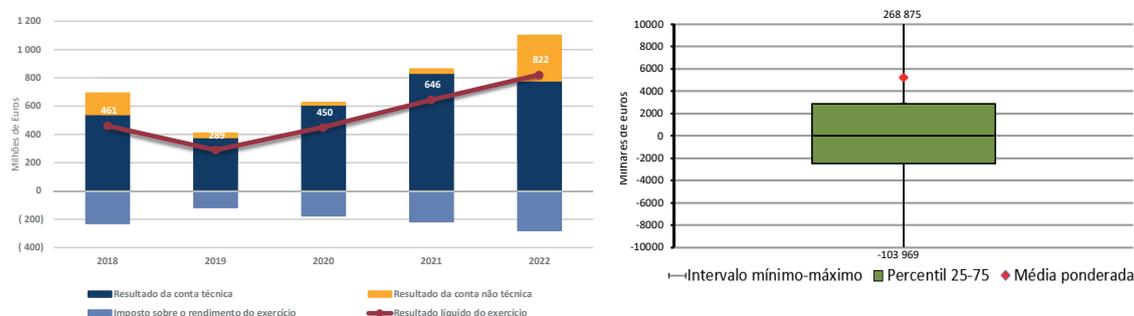
<sup>32</sup> Caso a empresa de seguros referida fosse expurgada da análise, o resultado líquido global teria registado um decréscimo de 20,9% entre 2022 e 2021.

entidades registaram prejuízos no ano referido, enquanto 18 empresas apresentaram um resultado do exercício abaixo do apurado em 2021.

O rendimento integral foi substancialmente negativo, de -1 186 milhões de euros, fruto, essencialmente, da já referida evolução negativa dos mercados financeiros em 2022. Esta situação explica a diminuição dos capitais próprios na ordem dos 28,6%, os quais atingiram, em 2022, 4 379 milhões de euros.

### Evolução dos resultados líquidos globais de 2022 e distribuição da variação dos resultados líquidos individuais entre 2022 e 2021

Figura 2.17

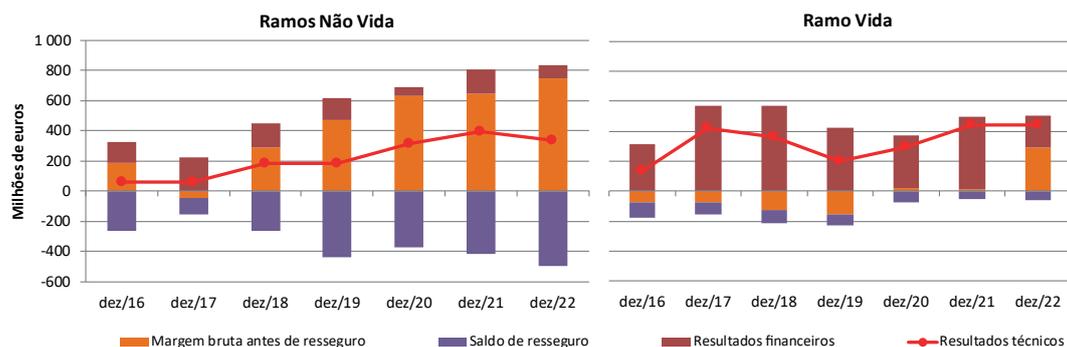


O resultado técnico global dos operadores sob supervisão prudencial da ASF recuou 6,3% face ao ano transato, fixando-se nos 779 milhões de euros, refletindo o decréscimo do resultado técnico dos ramos Não Vida (-14,3%). Nesse segmento, são de destacar as quebras ocorridas no grupo de ramos de Incêndio e outros danos (-90,1%) e no seguro Automóvel (82,3%), compensadas, parcialmente, pela modalidade Acidentes de trabalho (44,7%).

Por sua vez, o ramo Vida registou um crescimento de 0,9%, atingindo um resultado técnico de 443 milhões de euros no exercício de 2022. Neste âmbito, observou-se uma melhoria significativa da margem bruta antes de resseguro, enquanto, em sentido contrário, a função financeira, registou uma quebra de -56,5%.

### Evolução dos resultados técnicos globais dos ramos Não Vida e do ramo Vida

Figura 2.18



## 2.2.3 Atividade do Ramo Vida

A produção de seguro direto do ramo Vida das empresas de seguros sob supervisão prudencial da ASF apresentou uma quebra de 23,1% em 2022, comportamento que se continuou a verificar no primeiro trimestre de 2023, com uma redução homóloga de 30,2%.

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

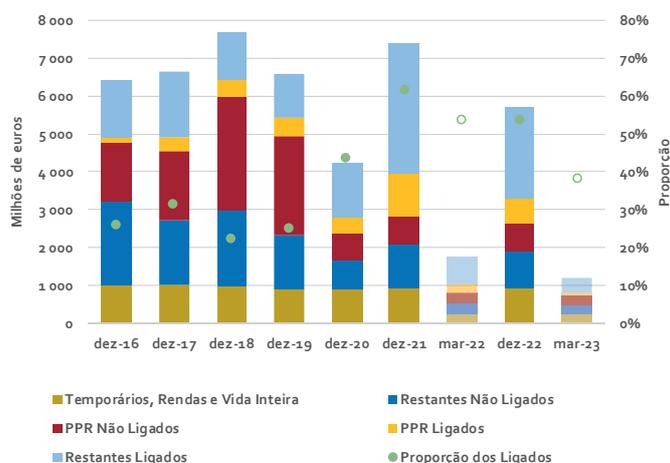


Figura 2.19

As entregas para os produtos *unit-linked*, que, em 2021, cresceram 146,9%, exibiram uma variação negativa acentuada, de 33,2% e 50,3%, respetivamente, em 2022 e no primeiro trimestre de 2023. Tal poderá ser, pelo menos em parte, explicado pelo desempenho desfavorável e pela elevada incerteza nos mercados financeiros que, face à ampliação do risco de ocorrência de perdas financeiras para os detentores desses produtos, se traduz na redução do apetite por soluções de investimento e / ou de poupança sem garantias de capital.

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

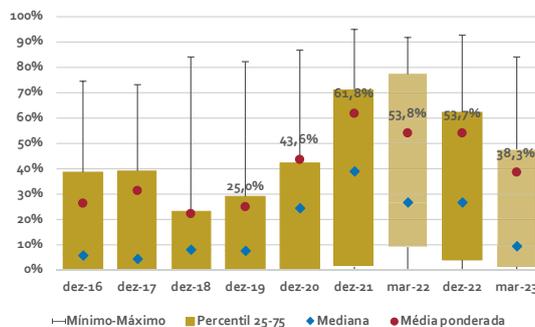


Figura 2.20

**Neste contexto, o crescimento futuro do ramo Vida dependerá, muito provavelmente, da expansão do segmento dos seguros não ligados.** No entanto, e apesar dos seguros de risco (i.e. temporários, rendas e vida inteira) e dos PPR não ligados terem apresentado uma evolução positiva, sobretudo nos primeiros meses do ano 2023, a produção dos restantes seguros não ligados continuou a exibir um comportamento de queda, concluindo-se que a oferta atual não se afigura suficientemente atrativa – em especial, quando comparada com as rendibilidades oferecidas por outras soluções de investimento e / ou de poupança como os Certificados de Aforro (ver Caixa 2) –, para captar o interesse dos particulares.

### **Caixa 2 – Comparação da evolução da procura de diferentes tipos de produtos de investimento e / ou de poupança**

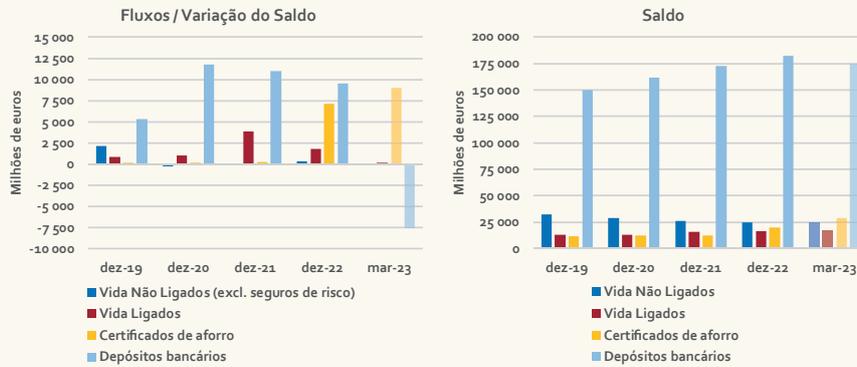
Em resultado da subida da taxa Euribor a três meses, a taxa de juro bruta para novas subscrições e capitalizações de Certificados de Aforro apresentou uma trajetória ascendente desde janeiro de 2022 – mês no qual a respetiva taxa de juro se cifrou nos 0,411% –, atingindo em março de 2023 a taxa máxima de 3,5% definida para a série E (sem considerar prémios de permanência).

A subida da taxa de remuneração da série E foi acompanhada por uma procura crescente por parte dos aforradores portugueses, em detrimento de outros produtos de investimento e / ou de poupança, cuja rendibilidade mínima garantida se situou, de uma forma geral, aquém da oferecida por estes certificados durante o horizonte temporal analisado.

De referir, no entanto, que as novas subscrições para a série E foram suspensas a 2 de junho, tendo a mesma sido substituída pela série F, com uma remuneração máxima de 2,5% (sem considerar prémios de permanência), o que tenderá a reduzir o hiato entre as rendibilidades oferecidas pelos diferentes tipos de produtos.

Figura 2.21

### Evolução das entregas, líquidas de saídas, e dos valores acumulados nos diferentes tipos de produtos de investimento e / ou poupança



Fonte: Certificados de Aforro – IGCP; Depósitos bancários – Banco de Portugal

Notas: Para o segmento Vida, os fluxos correspondem aos prémios / entregas deduzidos dos sinistros (montantes pagos), e o saldo, ao valor dos ativos afetos ao ramo Vida. Em relação aos Certificados de Aforro, os fluxos foram apurados pela diferença entre as emissões e amortizações e, para os depósitos bancários, calculou-se a variação do saldo entre períodos.

Figura 2.22

### Evolução da taxa de juro média de novos depósitos a prazo até 1 ano dos particulares e da taxa técnica média dos seguros financeiros não ligados



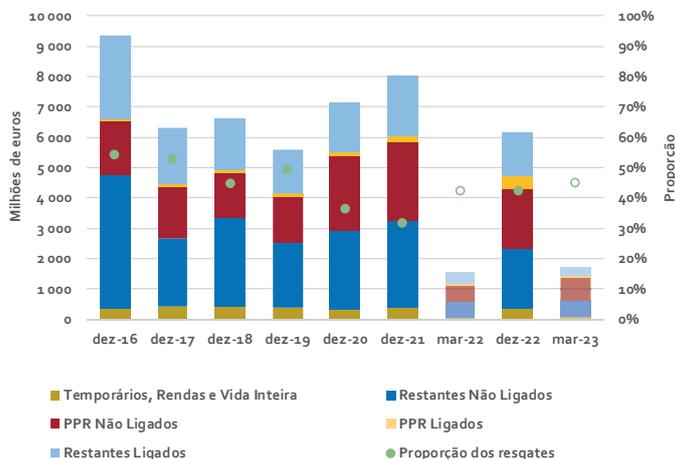
Fonte: Depósitos bancários – Banco de Portugal

Nota: As taxas técnicas são usadas como aproximação às taxas mínimas garantidas oferecidas pelos seguros financeiros não ligados, tendo sido incluídos neste conjunto os seguros sob a forma de capitais diferidos, mistos, PPR, Universal Life e operações de capitalização.

Em 2022, os custos com sinistros decresceram 23,3%, apesar de o valor relativo aos PPR ligados ter duplicado face ao ano anterior, essencialmente pelo efeito dos resgates.

### Evolução dos montantes pagos de seguro direto do ramo Vida

Figura 2.23

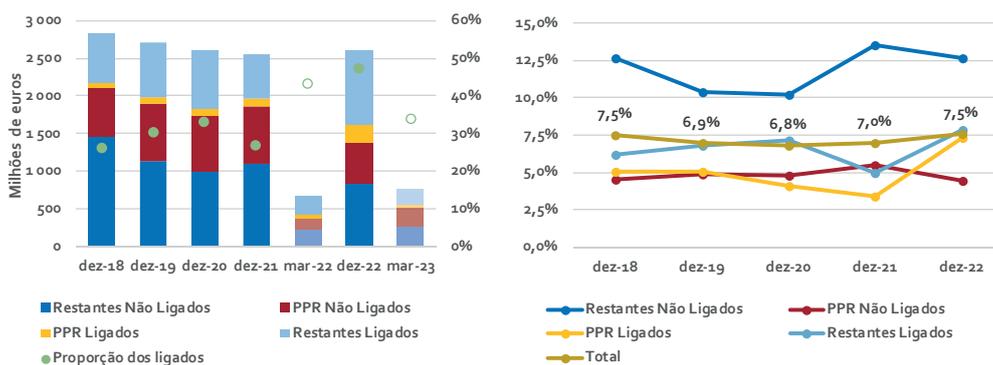


O valor total de resgates em 2022 manteve-se relativamente próximo do apurado em 2021, mas observou-se uma alteração na respetiva estrutura de pagamentos, com os produtos *unit-linked* a representarem 47,1% do total (26,8% em 2021).

Já a variação homóloga a março de 2023 reflete um incremento dos resgates nos seguros não ligados, de 36,2%, enquanto o valor referente aos produtos *unit-linked* reduziu-se 8,1%.

### Evolução dos montantes pagos por resgate e taxa média de resgates

Figura 2.24

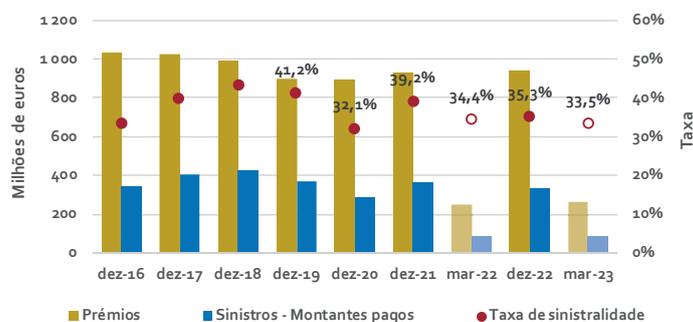


Notas: Taxa de resgate = resgates (período n) / (((Provisões e passivos financeiros de produtos resgatáveis (início do período n) + Provisões e passivos financeiros de produtos resgatáveis (final do período n)) / 2)

Quanto aos seguros de risco, cujos prémios têm vindo a apresentar uma evolução positiva desde 2021, observa-se uma descida da taxa de sinistralidade nos períodos analisados.

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

Figura 2.25



Notas: Taxa de sinistralidade = rácio entre os sinistros (montantes pagos) e os prémios brutos emitidos para o conjunto dos seguros temporários, rendas e vida inteira

## 2.2.4 Atividade dos ramos Não Vida<sup>33</sup>

### 2.2.4.1 Produção e sinistralidade global dos ramos Não Vida

A produção de seguro direto do conjunto dos ramos Não Vida das empresas de seguros sob supervisão prudencial da ASF continuou a apresentar uma tendência positiva, com aumentos homólogos de 7,9% e 10,5%, em dezembro de 2022 e março de 2023, respetivamente. Esta evolução é transversal a todas as principais linhas de negócio, mantendo-se o destaque para o ramo Doença, tal como será analisado nas próximas secções. O seguro Automóvel permanece, no entanto, como maioritário, com quase um terço do total da produção.

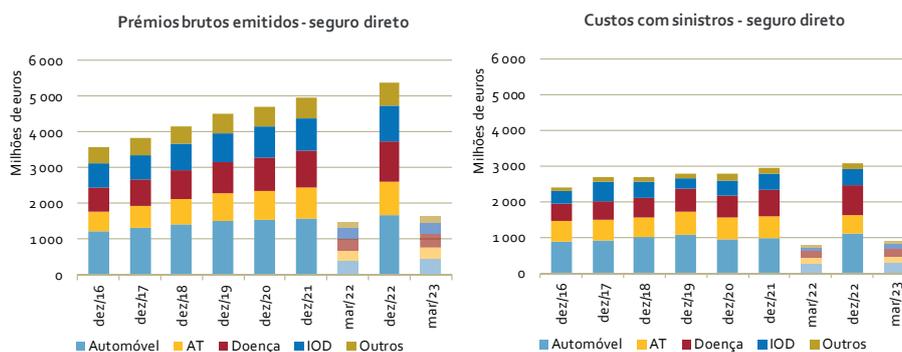
Os custos com sinistros do conjunto dos ramos Não Vida seguiram, embora a menor ritmo, a tendência de crescimento da produção, registando um aumento, em termos homólogos, de 4,9% no final de 2022 (11,7% em março de 2023), apresentando, no entanto, evoluções heterogéneas entre os diferentes segmentos de negócio.

<sup>33</sup> Na presente secção é apresentada a informação obtida no âmbito do regime de Solvência II, à exceção dos resultados técnicos que têm por base as contas estatutárias.

As referidas evoluções resultaram no decréscimo da taxa de sinistralidade global dos ramos Não Vida em dezembro de 2022, face ao ano transato. Por sua vez, em março de 2023, a evolução homóloga foi contrária, com um aumento dos custos com sinistros acima da produção.

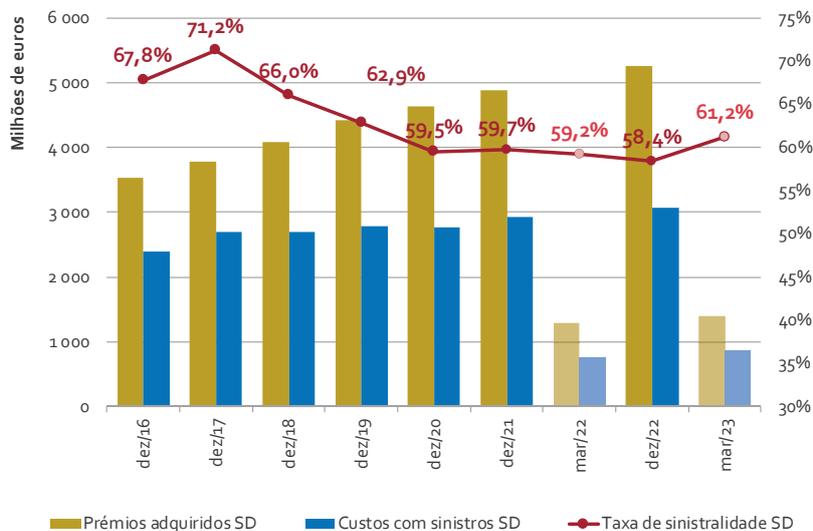
### Evolução da produção e dos custos com sinistros de Não Vida

Figura 2.26



### Evolução da taxa de sinistralidade de Não Vida

Figura 2.27



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

## 2.2.4.2 Evolução da exploração do seguro Automóvel

No seguro Automóvel, no final de 2022, os custos com sinistros mantiveram um crescimento superior à produção, conduzindo ao aumento, pelo segundo ano consecutivo, da taxa de sinistralidade e do rácio combinado (o rácio de despesas manteve-se globalmente estável), no sentido da sua aproximação aos níveis pré-pandemia. Com efeito, verificou-se uma nova quebra dos resultados técnicos, que se fixaram abaixo dos valores observados em 2019, no período pré-pandemia.

A evolução global anteriormente descrita é também observável na distribuição trimestral (por empresa de seguros) da taxa de sinistralidade individual neste segmento. Não obstante, no final de 2022, evidencia-se uma ligeira reversão da tendência ascendente, para um conjunto de empresas que apresentaram rácios de sinistralidade mais baixos, reforçada no primeiro trimestre de 2023 de uma forma mais generalizada.

Relativamente ao índice de provisionamento do seguro automóvel, este manteve-se relativamente estável, face ao ano transato.

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

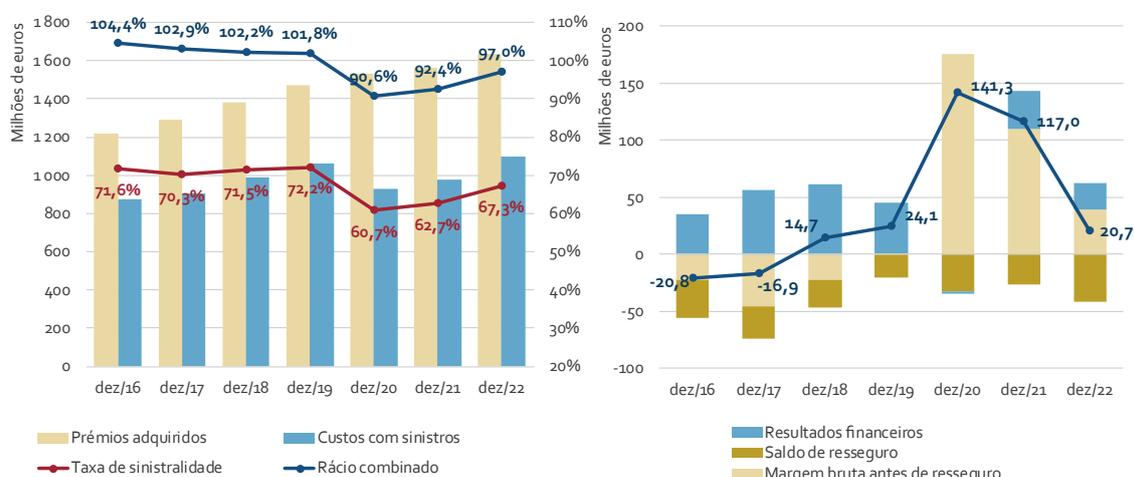


Figura 2.28

Figura 2.29

### Evolução trimestral da distribuição da taxa de sinistralidade do seguro Automóvel<sup>34</sup>

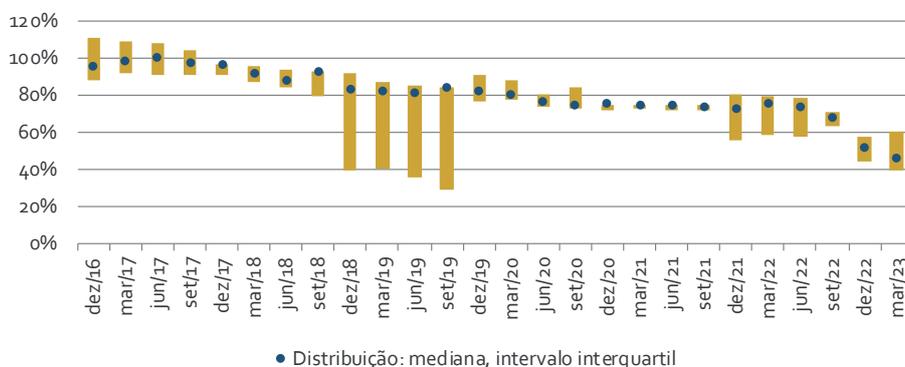
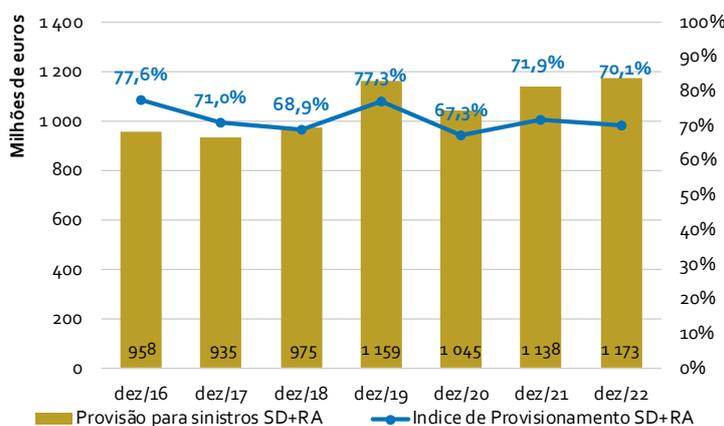


Figura 2.30

### Evolução do índice de provisionamento do seguro Automóvel



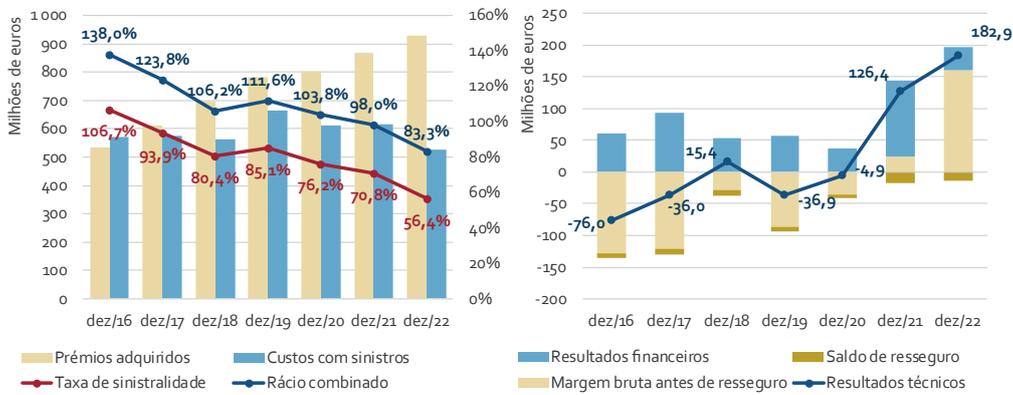
#### 2.2.4.3 Evolução da exploração da modalidade Acidentes de Trabalho

Na modalidade Acidentes de Trabalho assistiu-se a um reforço da tendência decrescente dos indicadores operacionais, com reflexo no aumento dos resultados técnicos no final de 2022. A melhoria observada em 2022 resulta, no entanto, em larga medida, dos efeitos decorrentes do aumento das taxas de juro no desconto das responsabilidades - com peso relevante nesta modalidade, dada a elevada duração média das responsabilidades abrangidas, comparativamente aos restantes ramos Não Vida. Tais efeitos são observáveis na redução do valor da melhor estimativa da provisão para sinistros, por via da revisão dos pressupostos de cálculo, impactando, consequentemente, o valor dos custos com sinistros e dos índices de provisionamento, e em última instância, os resultados técnicos.

34 A distribuição da taxa de sinistralidade é ponderada pela quota de mercado das empresas a operar no respetivo segmento e consideram-se, para efeitos do cálculo da taxa de sinistralidade, os valores anualizados da produção e dos custos com sinistros (metodologia de cálculo utilizada no Painel de Riscos do Setor Segurado da ASF).

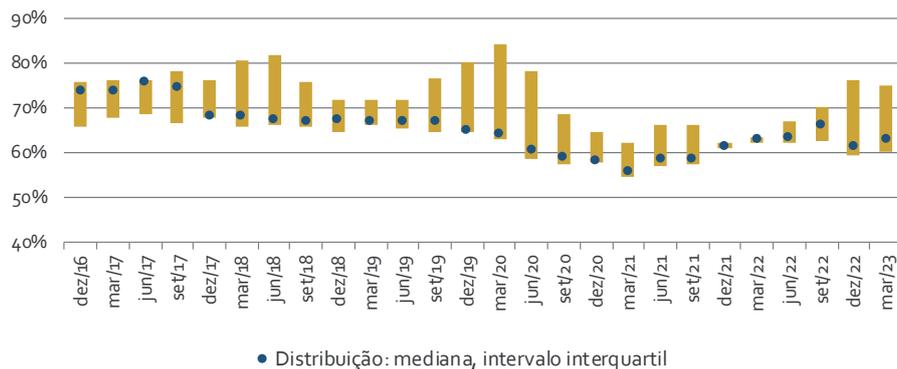
## Evolução dos indicadores operacionais e dos resultados técnicos da modalidade Acidentes de Trabalho

Figura 2.31



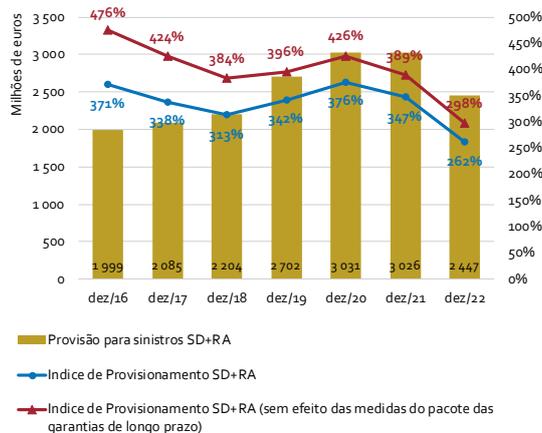
## Evolução trimestral da distribuição da taxa de sinistralidade da modalidade Acidentes de Trabalho<sup>35</sup>

Figura 2.32



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

Figura 2.33



<sup>35</sup> A distribuição da taxa de sinistralidade é ponderada pela quota de mercado das empresas a operar no respetivo segmento, considerando-se, no seu cálculo, os valores anualizados da produção e dos custos com sinistros e a metodologia utilizada no Painel de Riscos do Setor Segurador da ASF.

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

No grupo de ramos de Incêndio e Outros Danos, constatou-se uma ligeira redução dos indicadores operacionais no final de 2022, pelo segundo ano consecutivo, com efeitos no aumento da margem bruta antes de resseguro. Não obstante, essa evolução foi acompanhada por um aumento expressivo do saldo (negativo) de resseguro - instrumento que assume um papel fundamental na mitigação da volatilidade inerente aos resultados operacionais deste ramo - o que se traduziu, finalmente, numa redução dos resultados técnicos globais para o nível mais baixo dos últimos anos (apenas superando os resultados apurados em 2017, ano que foi particularmente afetado pelos incêndios de grandes proporções que devastaram o país).

Em março de 2023, destaca-se, contudo, um aumento da taxa de sinistralidade de forma transversal às empresas de seguros com atividade neste grupo de ramos, evolução que deverá refletir os impactos decorrentes dos eventos da natureza que assolaram o território nacional no final do ano 2022 e início de 2023, potencialmente agravados pela materialização da inflação nos custos com sinistros.

O índice de provisionamento deste grupo de ramos manteve-se globalmente estável.

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

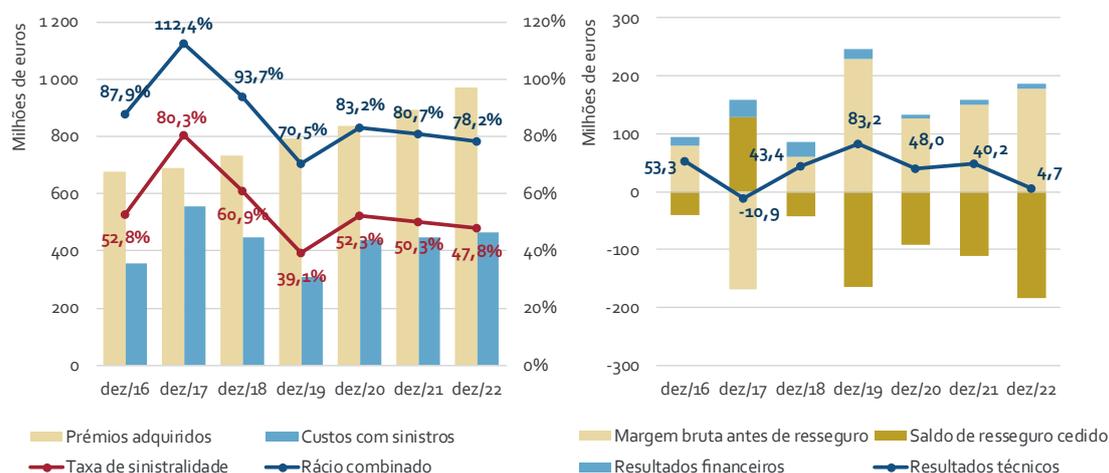


Figura 2.35

### Evolução trimestral da taxa de sinistralidade do grupo de ramos de Incêndio e Outros Danos<sup>36</sup>

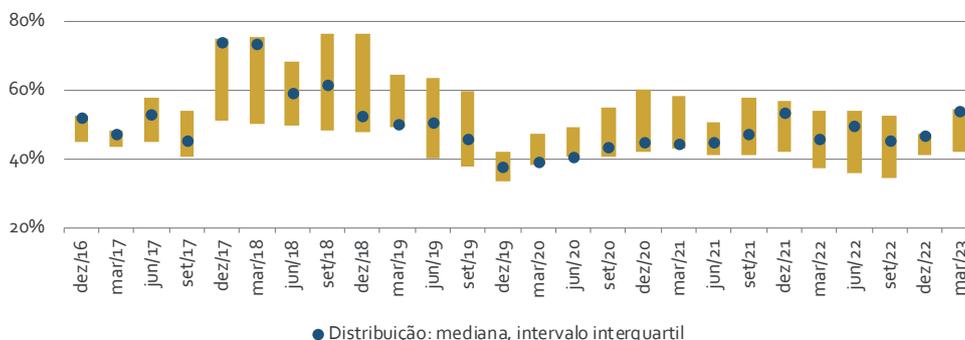
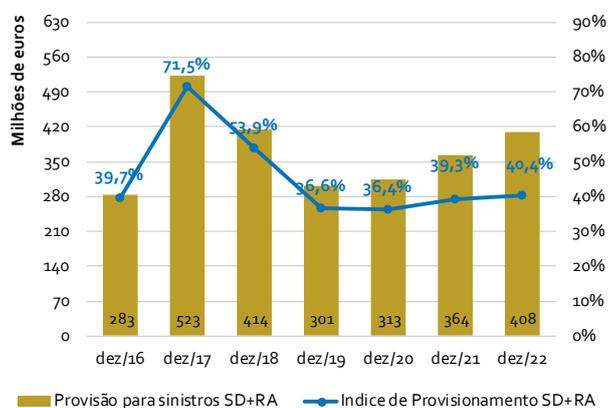


Figura 2.36

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



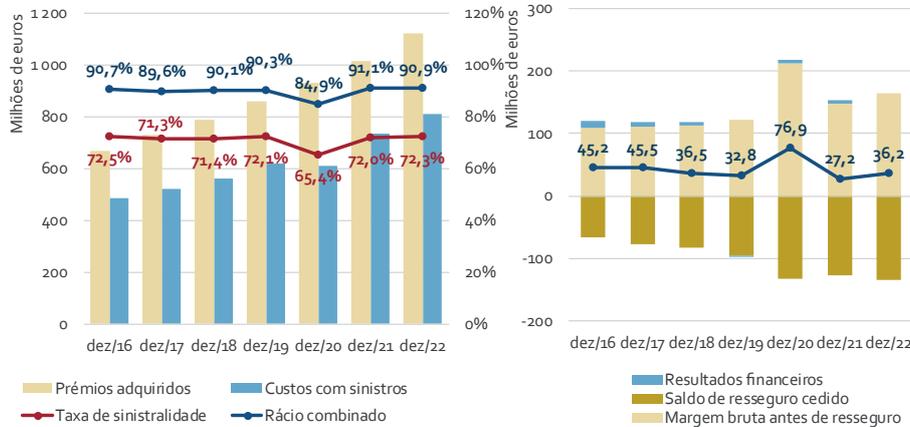
#### 2.2.4.5 Evolução da exploração do ramo Doença

No que respeita ao ramo Doença, assistiu-se a um quadro de estabilidade ao nível dos principais indicadores operacionais e técnicos. Este panorama beneficia, no entanto, do continuado crescimento do volume de produção, tendência que tem caracterizado o segmento desde há vários anos. Efetivamente, no final de 2022, a produção fixou-se 10,4% acima da registada no ano anterior, e, efetuando-se a análise num período de tempo mais alargado, verifica-se que, desde 2016, esta apresentou um crescimento acumulado de quase 70%, demonstrando a crescente preocupação da população no acesso a cuidados de saúde complementares ao Serviço Nacional de Saúde.

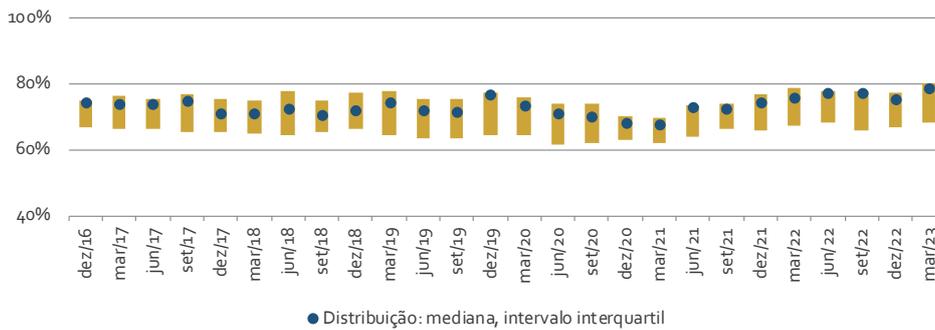
O índice de provisionamento deste segmento, em dezembro de 2022, reflete a tendência de aumento da produção.

<sup>36</sup> A distribuição da taxa de sinistralidade é ponderada pela quota de mercado das empresas a operar no respetivo segmento, considerando-se, no seu cálculo, os valores anualizados da produção e dos custos com sinistros e a metodologia utilizada no Painel de Riscos do Setor Segurador da ASF.

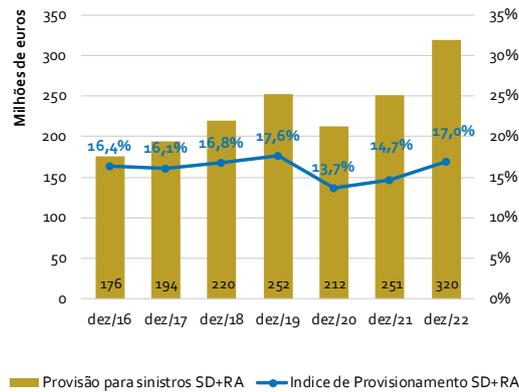
## Evolução dos indicadores operacionais e dos resultados técnicos de Doença



## Evolução trimestral da taxa de sinistralidade de Doença<sup>37</sup>



## Evolução do índice de provisionamento de Doença



<sup>37</sup> A distribuição da taxa de sinistralidade é ponderada pela quota de mercado das empresas a operar no respetivo segmento, considerando-se, no seu cálculo, os valores anualizados da produção e dos custos com sinistros e a metodologia de cálculo utilizada no Painel de Riscos do Setor Segurador da ASF

## 2.3 Evolução do setor dos fundos de pensões

O desempenho desfavorável dos mercados financeiros em 2022 traduziu-se em perdas nas carteiras de investimento dos fundos de pensões, com reflexo no valor total do seu património. Para este efeito, contribuíram ainda a diminuição das contribuições e o aumento dos benefícios pagos. A alteração da conjuntura das taxas de juro de mercado refletiu-se num alívio nas necessidades de financiamento dos planos BD - por via da redução do valor atual esperado das responsabilidades -, apesar da revisão em alta dos pressupostos de crescimento salarial e das pensões.

Por seu turno, no primeiro trimestre de 2023 a rentabilidade dos fundos de pensões foi globalmente positiva, recuperando parcialmente das perdas registadas em 2022. Não obstante, o decréscimo nos montantes geridos à data de 31 de março de 2023 é atribuível à transferência das responsabilidades, e dos correspondentes ativos, do Fundo de Pensões do Pessoal da Caixa Geral de Depósitos para a Caixa Geral de Aposentações, I. P., com conseqüente extinção desse fundo de elevada dimensão, com data de referência a 31 de dezembro de 2022.

Em 2022, o valor total do património dos fundos de pensões apresentou uma quebra de 11,6%, para 21,3 mil milhões de euros, explicada essencialmente pelo desempenho desfavorável dos mercados financeiros, que se traduziu em perdas financeiras significativas nas carteiras de investimento dos fundos. Com efeito, em relação a esse período, apurou-se uma rentabilidade média negativa de 10%, a par de uma diminuição, em cerca de 40%, das contribuições e de um aumento, em 5,5%, dos benefícios pagos.

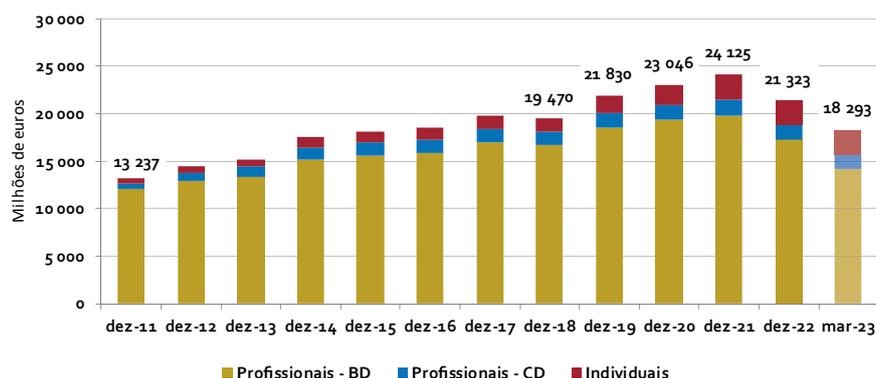
Sem prejuízo, relativamente aos planos de benefício definido (BD), apurou-se uma melhoria considerável do nível médio de financiamento, motivada pelo incremento do fator de desconto no cálculo do valor das responsabilidades, refletindo a descolagem do ambiente prolongado de taxas de juro muito baixas.

No primeiro trimestre de 2023, a rentabilidade dos fundos de pensões situou-se, de um modo global, em terreno positivo. Não obstante, a transferência para a Caixa Geral de Aposentações, I. P., das responsabilidades asseguradas através do Fundo de Pensões do Pessoal da Caixa Geral de Depósitos (FPCGD), bem como do valor correspondente de ativos

para fazer face às mesmas, e consequente extinção do FPCGD a 31 de dezembro de 2022<sup>38</sup>, conduziu a uma diminuição dos montantes geridos do setor em 14,2%. Expurgando o efeito do FPCGD, a evolução do setor teria sido positiva, com um crescimento de 1,5%.

### Evolução do montante dos fundos de pensões

Figura 2.40



As contribuições para os planos BD diminuiram 41,3% em 2022, e apresentaram uma redução homóloga de quase 90% nos primeiros três meses do ano de 2023, prolongando o comportamento já verificado em 2020 e 2021. Esta variação resulta essencialmente da alteração da conjuntura das taxas de juro, que contribuiu para um alívio nas necessidades de financiamento dos planos BD, por via da redução do valor atual esperado das responsabilidades - ver Figuras 2.43 e 2.44.

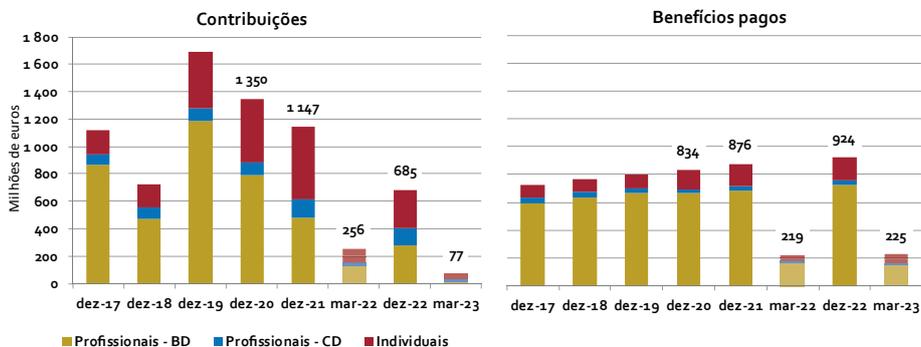
É de destacar, ainda, que as entregas para os planos individuais também registaram descidas acentuadas em 2022 (46,5%) e no primeiro trimestre de 2023 (62,6%, face ao período homólogo), contrariando a tendência crescente registada nos últimos anos.

Por sua vez, o valor total dos benefícios pagos manteve uma trajetória ascendente.

38 Pelo Decreto-Lei n.º 14/2023, de 24 de fevereiro. Salienta-se que, a 31 de dezembro de 2022, o FPCGD representava 15,5% do total do setor de fundos de pensões nacional, tendo a liquidação do fundo ocorrido durante o primeiro trimestre de 2023, pelo que o respetivo valor ainda foi considerado nos montantes apresentados para o final de 2022.

## Evolução do montante das contribuições e dos benefícios pagos

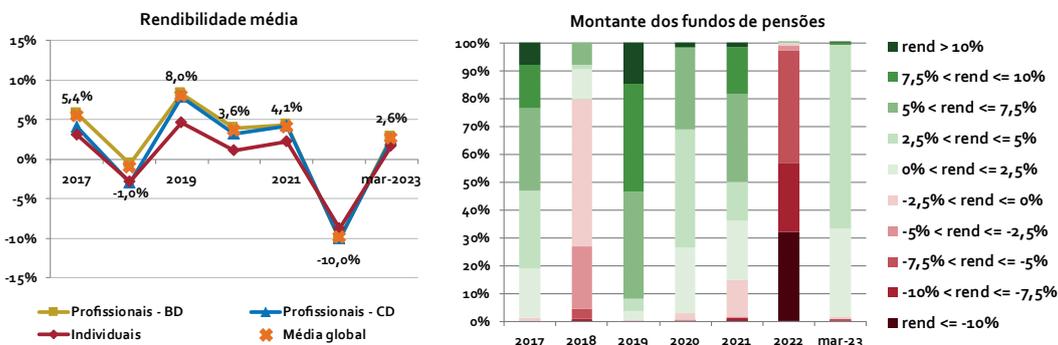
Figura 2.41



O desempenho financeiro dos fundos de pensões registou, em termos médios, uma **rendibilidade negativa de 10%**, que compara, a título de referência, com uma rendibilidade média de -1% no ano 2018 e de aproximadamente -6% no primeiro trimestre de 2020 (correspondendo, este último, ao período em que os mercados financeiros foram fortemente afetados pelo impacto da eclosão da pandemia de Covid19).

## Evolução da rendibilidade dos fundos de pensões<sup>39</sup>

Figura 2.42



No âmbito dos planos BD, o valor das responsabilidades calculado sob o cenário de financiamento apresentou uma diminuição de cerca de 20% em 2022, que se deveu, em grande medida, a uma subida acentuada das taxas de juro geralmente tidas como referência na definição dos pressupostos de desconto financeiro, designadamente as taxas de juro das obrigações privadas com notação de qualidade creditícia "AA". É, no entanto, de referir que, em relação a uma parte dos planos, e acompanhando o sentido de evolução da inflação, observou-se uma revisão em alta dos pressupostos de crescimento salarial e das pensões,

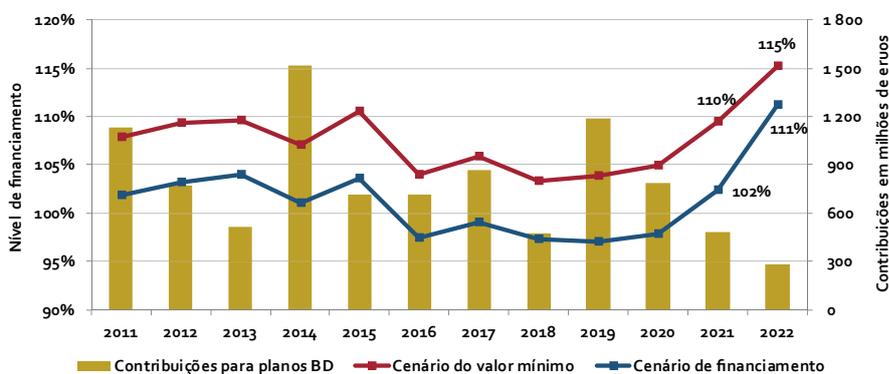
39 A rendibilidade média apresentada corresponde à média ponderada pelo valor dos fundos de pensões ou da respetiva quota-parte.

com uma proporção considerável do valor total das responsabilidades a ser avaliado utilizando pressupostos distintos em função do horizonte temporal de projeção, tendencialmente mais elevados no primeiro ou nos primeiros anos.

A diminuição do valor das responsabilidades permitiu, em média, compensar o decréscimo, de aproximadamente 13%, dos montantes geridos afetos a esses planos.

### Evolução do nível médio de financiamento dos planos BD<sup>40</sup> e das respetivas contribuições

Figura 2.43



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

Figura 2.44



Fonte: Euro AA a 15 anos - Bloomberg

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

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

**Análise temática  
– Resultados da Análise  
de Sensibilidade 2022  
ao Setor Segurador  
Nacional**





## 3.1 Enquadramento

A envolvente macroeconómica tem sido fortemente influenciada pelas tensões geopolíticas e pelos níveis persistentemente elevados de inflação que têm motivado a prossecução de políticas monetárias contracionistas pelos principais bancos centrais, consubstanciadas na subida das taxas de juro de referência, as quais se conjugam com sinais de desaceleração do crescimento económico.

Relativamente ao setor segurador, o aumento dos custos com sinistros motivado pela inflação pode colocar pressão ao nível da margem técnica – principalmente para os ramos não vida – num cenário pouco propício ao crescimento do negócio.

Em paralelo, nos mercados financeiros, vem-se assistindo a um elevado nível de volatilidade, mantendo-se latente a possibilidade de desvalorizações adicionais – que se podem materializar por via de episódios de *stress* que, ainda que pontuais ou circunscritos, podem propagar-se rapidamente num contexto de menor confiança dos investidores. Essas desvalorizações impactam as carteiras de investimentos do setor segurador, materialmente expostas a variações dos prémios de risco de obrigações de emitentes soberanos e privados.

O agravamento acentuado dos riscos com potencial sistémico decorrentes da atual conjuntura macroeconómica, a nível europeu, levou o *European Systemic Risk Board* (ESRB) a publicar um *warning*, em 29 de setembro de 2022,<sup>41</sup> alertando e incentivando as autoridades competentes a promoverem iniciativas com vista à preservação e reforço da resiliência do setor financeiro europeu e à abordagem eficaz de quaisquer riscos para a estabilidade financeira.

---

41 Alerta do Comité Europeu do Risco Sistémico, de 22 de setembro de 2022, relativo a vulnerabilidades no sistema financeiro da União (CERS/2022/7), disponível em [https://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/warnings/esrb.warning220929\\_on\\_vulnerabilities\\_union\\_financial\\_system-6ae5572939.pt.pdf](https://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/warnings/esrb.warning220929_on_vulnerabilities_union_financial_system-6ae5572939.pt.pdf).

Neste enquadramento, a ASF decidiu conduzir um exercício de análise de sensibilidade aos principais riscos que caracterizam a atual conjuntura económica, com data de referência de 30 de setembro de 2022, com o objetivo de avaliar as vulnerabilidades, individuais e agregada, do setor segurador nacional. O âmbito e metodologia do exercício realizado são detalhados no Anexo I ao presente relatório.

Importa referir que a generalidade dos impactos testados neste exercício supera as variações efetivamente observadas no período compreendido entre 30 de setembro de 2022 e 30 de junho de 2023. No referido intervalo temporal, a ETTJ publicada pela EIOPA registou uma deslocação paralela ascendente média de 81,3 pontos base nos prazos até 5 anos, e descendente, ou residual, nos prazos entre 6 e 20 anos. No mesmo período, verificou-se um alargamento dos *spreads* dos títulos de dívida pública em cerca de 29 pontos base. No contexto dos *spreads* dos títulos de dívida privada<sup>42</sup>, registou-se um alargamento entre os 7 e 27 pontos base para as obrigações associadas a *ratings* creditícios de A a AAA e uma contração dos *spreads* nos restantes níveis de *rating*. Finalmente, os principais índices acionistas apresentaram uma rendibilidade positiva, e, no mercado imobiliário, assistiu-se a um crescimento dos preços no primeiro trimestre de 2023<sup>43</sup>, não sendo expectável que essa trajetória se tenha revertido no segundo trimestre de 2023.

Nas secções subsequentes, procede-se à apresentação dos cenários testados no âmbito do exercício de Análise de Sensibilidade 2022 ao Setor Segurador Nacional, à análise dos impactos verificados e às principais conclusões, relativamente às carteiras de investimentos, de responsabilidades Vida e Acidentes e Doença SLT<sup>44</sup> e de responsabilidades Não Vida e Acidentes e Doença NSLT<sup>45</sup>, respetivamente.

---

42 Com base nos índice *iBoxx*.

43 Com base no *House price index* publicado pelo Eurostat.

44 *Similar to Life Techniques*

45 *Non-similar to Life Techniques*

## 3.2 Carteira de investimentos

Nesta secção, são apresentados os resultados da análise de sensibilidade da carteira de investimentos do setor segurador nacional, mais propriamente das carteiras de dívida pública e privada, ações, fundos de investimento mobiliário e imobiliário e imóveis.

### Cenários testados para a carteira de investimentos:

<b>Deslocação paralela ascendente da estrutura temporal das taxas de juro (ETTJ):</b>	<b>+50 / +100 pontos base</b> (abrangendo os impactos nos ativos e passivos)
<b>Alargamento dos <i>spreads</i> dos títulos de dívida em carteira:</b> <ul style="list-style-type: none"><li>• Dívida pública</li><li>• Dívida privada</li></ul>	<b>+50 / +100 pontos base</b> (separadamente)
<b>Quebras no valor de mercado das exposições acionistas e de imobiliário:</b> <ul style="list-style-type: none"><li>• Ações e fundos de investimento mobiliário</li><li>• Imóveis e fundos de investimento imobiliário</li></ul>	<b>-10%</b> (separadamente)

Esta análise tem por base a informação reportada pelas empresas de seguros na data de referência de 30 de setembro de 2022, tendo sido realizada numa perspetiva *top-down*<sup>46</sup>, e abrangendo a carteira de investimentos das 37 empresas de seguros supervisionadas prudencialmente pela ASF, àquela data.

Contudo, no que se refere à sensibilidade a deslocações paralelas ascendentes da ETTJ, a análise efetuada abrange apenas 35 empresas de seguros, uma vez que a informação reportada relativamente aos fluxos de caixa das responsabilidades por duas empresas apresentava lacunas que inviabilizaram a sua inclusão<sup>47</sup>.

46 Isto é, os cálculos foram efetuados centralmente pela ASF, com base na informação disponível.

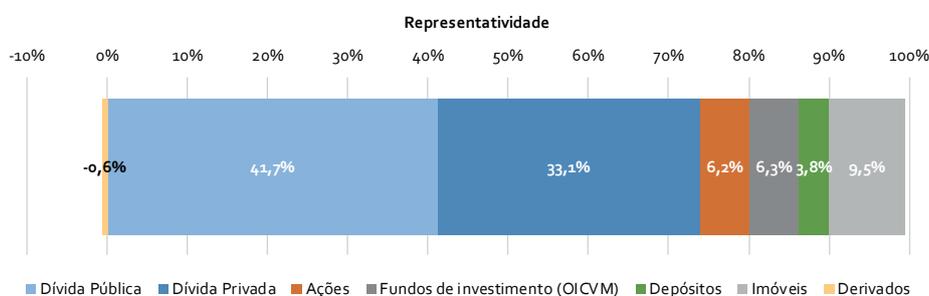
47 Vd. Anexo I - Análise Temática: Resultados da Análise de Sensibilidade 2022 ao Setor Segurador Nacional

### 3.2.1 Caracterização do portefólio de investimentos

Na data de referência da análise, a carteira de investimentos (exceto *unit-linked*) das empresas de seguros abrangidas ascendia a 30,5 mil milhões de euros, sendo que, neste conjunto, regista-se a elevada representatividade das obrigações privadas e soberanas (cerca de 74,8% do total do portefólio). Dada a sua relevância nesta análise, importa ainda realçar as componentes acionista e imobiliária, com 6,2% e 9,5% de peso em carteira, respetivamente, e os fundos de investimento, que representam 6,3% do capital alocado.

#### Carteira de investimentos (exceto *unit-linked*) das empresas de seguros, em setembro de 2022

Figura 3.1

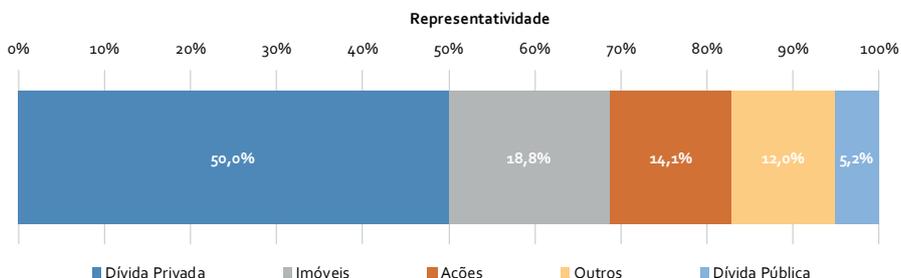


Nota: Os dados não são diretamente comparáveis com os publicados no relatório de estabilidade financeira do setor segurador e dos fundos de pensões de dezembro de 2022, devido a diferenças na metodologia aplicada às várias tipologias de ativos. A categoria de dívida privada compreende as obrigações privadas, empréstimos, dívida estruturada e garantida. Em relação aos imóveis, estes incorporam investimento direto em imobiliário e empréstimos a / ações de sociedades imobiliárias. No que concerne à categoria acionista, esta compreende o investimento em ações e empréstimos considerados como capital. Por fim, os fundos de investimento consideram fundos mobiliários e imobiliários.

No que concerne à tipologia de ativos subjacente aos fundos de investimento integrantes da carteira de investimentos (exceto *unit-linked*) das empresas de seguros, constata-se a elevada representatividade da componente obrigacionista privada (50,0%) comparativamente ao capital alocado em dívida soberana (5,2%). Por seu turno, as componentes imobiliária e acionista representam 18,8% e 14,1% do portefólio, respetivamente.

## Representatividade dos ativos subjacentes aos fundos de investimento (OICVM) presentes na carteira de investimentos (exceto *unit-linked*) das empresas de seguros, em setembro de 2022

Figura 3.2



Nota: A categoria de outros inclui depósitos, derivados, fundos de investimento e outras tipologias de ativos.

### 3.2.2 Impacto no valor das carteiras de ativos decorrentes de variações de um conjunto de indicadores de mercado

A magnitude dos impactos nos vários cenários testados, evidencia que a sensibilidade relativa ao alargamento dos spreads dos títulos (AST) de dívida pública em 100 pontos, é a que se revela mais material, tanto na perspetiva agregada como na individual (para a maioria das empresas do setor), sendo este resultado expectável, fruto da maior representatividade em carteira deste tipo de ativo.

Seguidamente são evidenciados os impactos das diferentes análises de sensibilidades testadas, mensurados relativamente (i) ao total de ativos, (ii) ao total de fundos próprios elegíveis para a cobertura do requisito de capital de solvência (EOF) e (iii) ao excesso de ativos sobre passivos (AoL) das empresas de seguros.

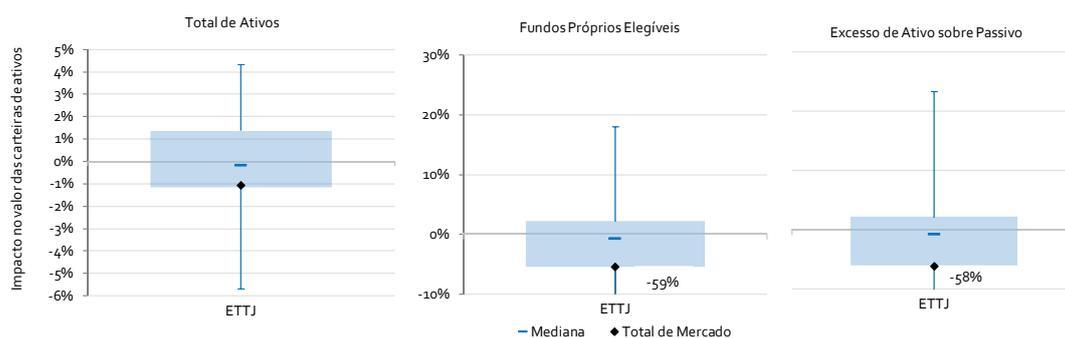
#### 3.2.2.1 Impacto decorrente da deslocação paralela ascendente da ETTJ no valor das carteiras de ativos (líquido do impacto na melhor estimativa das provisões técnicas)

Ao nível das variações na carteira de investimentos das empresas de seguros provocadas pela deslocação paralela ascendente da estrutura temporal das taxas de juro em 100 pontos base, verifica-se que cerca de 57% das entidades beneficiam do efeito do referido alargamento, por via de um decréscimo no valor da melhor estimativa superior ao decréscimo do valor dos ativos.

A análise dos resultados permitiu constatar que 75% das empresas de seguros registam uma redução do montante de EOF e do AoL em 2%, ou menos, no cenário descrito, existindo, contudo, três entidades para as quais essa materialização redundaria numa quebra superior a 10% dos montantes mencionados.

**Distribuição, por empresa, do impacto da variação paralela ascendente da ETTJ em 100 pontos no valor da carteira de ativos<sup>48</sup>, em termos de perdas no total de ativos, EOF e AoL**

Figura 3.3



### 3.2.2.2 Impacto decorrente do alargamento dos spreads dos títulos (AST) de dívida pública no valor das carteiras de ativos

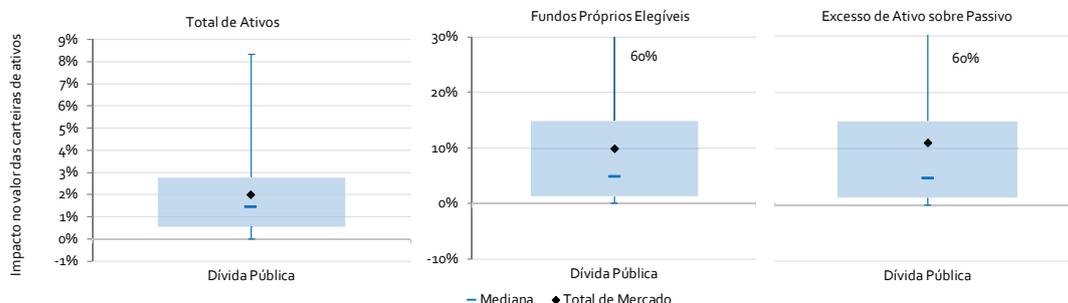
No contexto do alargamento dos spreads dos títulos de dívida soberana em carteira em 100 pontos base, cerca de metade das entidades registariam uma redução não despreciable, pelo menos, 5% dos EOF ou do AoL. De entre as entidades mais expostas a este risco, destacam-se quatro, para as quais a materialização do alargamento resultaria numa quebra do AoL entre 25% e 30%, e outras três para as quais a redução do mesmo indicador seria superior a 45%.

Em detalhe, constata-se que a dívida soberana nacional e a do conjunto dos restantes países da União Europeia são as que mais contribuem para os impactos referidos. Se, por um lado, o efeito identificado na dívida nacional é justificável pela maior alocação de investimentos em obrigações soberanas portuguesas, o maior impacto na dívida da UE é motivado pela duração globalmente superior destas obrigações face às das restantes jurisdições.

48 Líquido do impacto no valor da melhor estimativa das provisões técnicas.

Figura 3.4

### Distribuição, por empresa, do impacto decorrente do AST de dívida pública em 100 pontos no valor da carteira de ativos, em termos de perdas no total de ativos, EOF e AoL



### 3.2.2.3 Impacto decorrente do alargamento dos spreads dos títulos (AST) de dívida privada no valor das carteiras de ativos

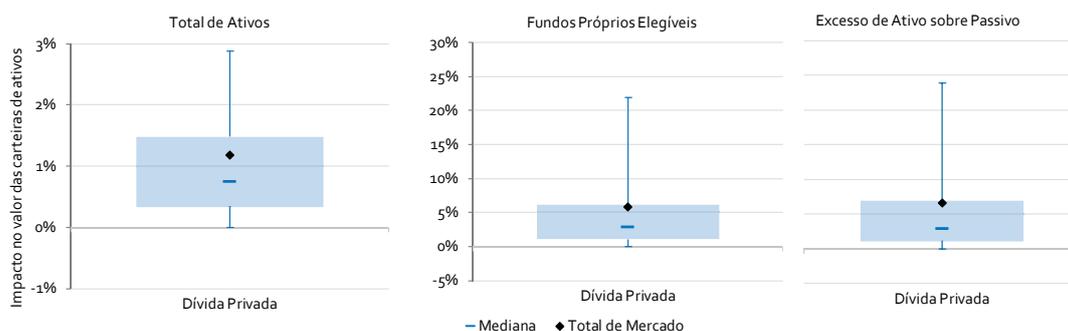
Em relação ao impacto na carteira das empresas de seguros provocado pelo alargamento dos *spreads* dos títulos de obrigações privadas, assiste-se a um cenário menos gravoso, quando comparado com o resultado das variações nos *spreads* da dívida pública, justificável pelo efeito conjunto da menor representatividade deste tipo de dívida no total da carteira e das durações globalmente inferiores.

Neste cenário, os EOF e o AoL das empresas de seguros são reduzidos em 7% ou menos em 75% das entidades. Não obstante, regista-se que, para seis entidades, o impacto do alargamento dos *spreads* de dívida privada consubstancia um decréscimo mínimo de 10% do montante de pelo menos um dos indicadores mencionados.

Numa análise detalhada, regista-se que a dívida privada estrangeira determina este comportamento, facto explicado pela elevada representatividade dessas obrigações no total da carteira de dívida privada.

### Distribuição, por empresa, do impacto decorrente do AST de dívida privada em 100 pontos no valor da carteira de ativos, em termos de perdas no total de ativos, EOF e AoL

Figura 3.5

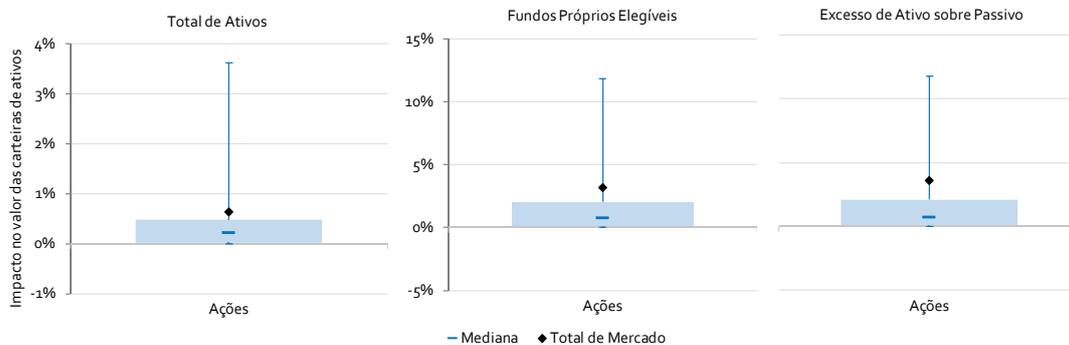


### 3.2.2.4 Impacto no valor das carteiras de ativos decorrente de quebras nos mercados acionistas (QMA)

Os ativos acionistas, caracterizados pela menor representatividade na carteira global, são, naturalmente, os que apresentam o menor impacto global nos EOF e do AoL. No cenário de materialização de quebras de 10% no valor de mercado das exposições acionistas, 75% das empresas de seguros apresentam uma redução de 2% ou menos nos dois indicadores mencionados, observando-se, contudo, uma entidade, na qual a manifestação da quebra no mercado acionista repercute uma desvalorização superior a 10% em ambas as somas especificadas.

#### Distribuição, por empresa, do impacto decorrente de QMA em 10% no valor da carteira de ativos, em termos de perdas no total de ativos, EOF e AoL

Figura 3.6



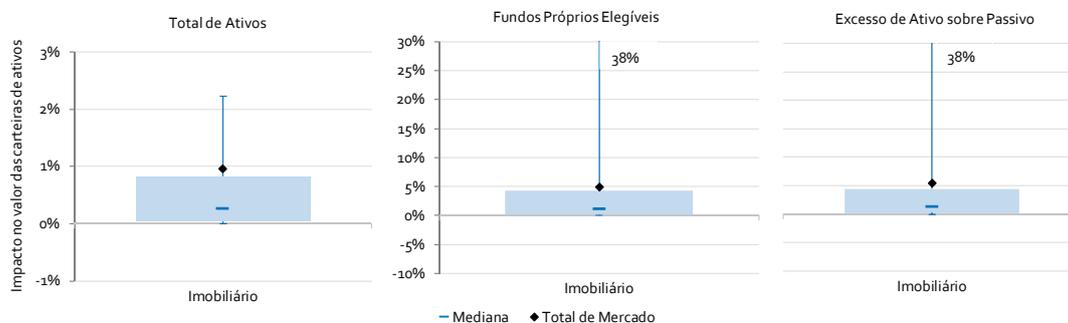
### 3.2.2.5 Impacto no valor das carteiras de ativos decorrente de quebras nos mercados imobiliários (QMI)

No que concerne às exposições imobiliárias, no quadro de materialização de um decréscimo de 10% no valor de mercado do imobiliário, cerca de 75% das entidades consomem 4% ou menos dos seus EOF ou do AoL. Ainda assim, destacam-se duas entidades para as quais a efetivação do cenário descrito conduziria a uma contração de 10%, em uma entidade, e de 38%, na outra, dos indicadores referidos.

Em detalhe, verifica-se que os ativos imobiliários situados em Portugal são os que potencialmente afetarão em maior magnitude os indicadores mencionados, sendo esta conclusão justificada pela maioria da carteira estar alocada no setor imobiliário nacional.

## Distribuição, por empresa, do impacto decorrente de QMI em 10% no valor da carteira de ativos, em termos de perdas no total de ativos, EOF e AoL

Figura 3.7



### 3.2.3 Quantificação dos impactos necessários para suprimir a totalidade do excesso de ativos sobre passivos

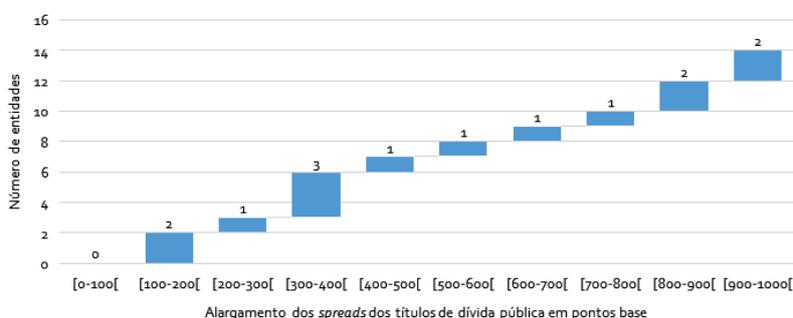
Para o universo das empresas de seguros, procede-se, de seguida, à análise detalhada dos impactos necessários, para cada análise de sensibilidade efetuada, para se observar a eliminação integral do AoL apresentado pelas entidades na data de referência.

Quando se considera o efeito conjunto da **deslocação paralela ascendente da estrutura temporal das taxas de juro** nos ativos e nas responsabilidades das empresas de seguros, conclui-se que o alargamento teria de se cifrar em pelo menos 369 pontos base para extinguir por completo o valor do excesso de ativos sobre passivos para duas empresas do setor. Para a grande maioria das restantes entidades (26) ser afetada desta forma, seria necessário que o alargamento superasse os 1 000 pontos base.

No que concerne ao portefólio de obrigações soberanas, identificada como a categoria de ativos com maior representatividade na carteira global, conclui-se que a maioria das entidades (19) se encontra preparada para um potencial **alargamento dos spreads dos títulos de dívida pública** em carteira até dez pontos percentuais. Apesar de as carteiras de dívida soberana se encontrarem globalmente diversificadas por diversas jurisdições, importa, no entanto, sinalizar que, para algumas empresas de seguros nacionais, seriam suficientes alargamentos médios dos *spreads* relativamente reduzidos para que o seu AoL fosse totalmente consumido. Em particular, assinalam-se três entidades para as quais um alargamento médio dos *spreads* dos títulos de dívida pública em carteira de 222 pontos base, levaria à eliminação completa do montante mencionado.

## Quantificação, por empresa, do AST de dívida pública necessário para eliminar o AoL

Figura 3.8



Nota: A figura apenas exibe as empresas para as quais um alargamento médio dos *spreads* dos títulos de dívida pública máximo de 1000 pontos base eliminaria o AoL.

Em relação à carteira de investimentos alocada direta ou indiretamente a dívida privada, nota-se uma menor suscetibilidade de situações de esgotamento do AoL, quando comparado com as decorrentes do alargamento dos *spreads* da dívida pública. Nesta categoria de ativos, seria necessário um **alargamento médio nos *spreads* de obrigações corporate** superior a 400 pontos base, para eliminar integralmente esse valor em uma das entidades de seguros supervisionada pela ASF.

Ao nível das **quebras no valor de mercado das exposições acionistas**, dada a reduzida representatividade deste tipo de instrumento financeiro no quadro de ativos analisados, verifica-se que apenas uma entidade apresenta um montante total de exposição suficiente para suprimir por completo o AoL num cenário adverso. Ainda assim, importa notar que a desvalorização média no mercado acionista teria de superar os 85%, para que o indicador dessa entidade fosse inteiramente consumido.

Quanto à componente imobiliária do portfólio de investimentos, identificam-se apenas duas entidades para as quais uma **quebra no valor de mercado imobiliário** tem o potencial de reduzir por inteiro o AoL, sendo que este decréscimo teria de ser superior a 30% e 90%, respetivamente.

### 3.2.4 Principais conclusões sobre os impactos nas carteiras de investimentos

A análise realizada permite extrair as seguintes principais conclusões, em matéria de sensibilidade das carteiras de investimentos aos cenários testados:

- Para a maioria das entidades, o efeito isolado de cada análise de sensibilidade é limitado, existindo ainda alguma margem ao nível do AoL para absorver as perdas apuradas;
- Observam-se, contudo, quebras relevantes ao nível do indicador AoL em algumas entidades, designadamente para o impacto de 100 pontos base provocado no alargamento dos *spreads* dos títulos de dívida pública – com quatro empresas de seguros a apresentarem reduções entre os 30% e 60% –, e no imobiliário – em que uma entidade exibe uma contração de 38%;
- Nas análises de sensibilidade efetuadas, observa-se que cinco entidades registariam impactos relevantes ao nível dos seus fundos próprios, num cenário de materialização simultânea de quebras de mercado em múltiplos tipos de ativos;
- Finalmente, o exercício de *reverse stress testing* realizado para cada indicador de mercado permitiu constatar a existência de entidades para as quais a materialização de quebras nos mercados financeiros um pouco superiores às simuladas na presente análise levariam à extinção integral do excesso de ativos sobre passivos. Este resultado é observado em três entidades, quando o alargamento médio dos *spreads* dos títulos de dívida pública em carteira atinge os 222 pontos base, bem como em uma empresa do setor, num quadro de materialização de uma quebra de 30% no mercado imobiliário.

### 3.3 Ramos Vida e Acidentes e Doença SLT

A análise deste capítulo incide sobre um conjunto de 24 empresas de seguros, 12 do ramo Vida<sup>49</sup>, quatro mistas e ainda oito operadores dos ramos Não Vida<sup>50</sup> que reportaram informação sobre responsabilidades de Acidentes e Doença com bases técnicas semelhantes às do ramo Vida (SLT), seguindo uma metodologia *bottom-up*.

No exercício, solicitou-se a avaliação do impacto da materialização de dois riscos: o risco de despesas e o risco de descontinuidade (*lapse*).

#### Cenários testados para a carteira de responsabilidades Vida e Acidentes e Doença SLT:

##### Risco de Despesas:

- D1:** Aumento permanente de 1 ponto percentual a adicionar ao pressuposto considerado para a inflação das despesas no cálculo da melhor estimativa das provisões técnicas de Vida e de Acidentes e Doença SLT;
- D3:** Aumento permanente de 3 pontos percentuais a adicionar ao pressuposto considerado para a inflação das despesas no cálculo da melhor estimativa das provisões técnicas de Vida e de Acidentes e Doença SLT.

##### Risco de descontinuidade - Produtos TAR:

- L5:** Aumento permanente de 5 pontos percentuais das taxas de descontinuidade;
- L15:** Aumento permanente de 15 pontos percentuais das taxas de descontinuidade;

##### Risco de descontinuidade - Produtos financeiros:

- L20:** Aumento instantâneo de 20 pontos percentuais das taxas de descontinuidade para o próximo ano – para produtos financeiros não ligados e PPRs ligados e não ligados;
- L30:** Aumento instantâneo de 30 pontos percentuais das taxas de descontinuidade para o próximo ano – para produtos ligados, exceto PPRs.

49 Salienta-se que uma empresa de seguros apenas completou o exercício para parte da sua carteira de negócio.

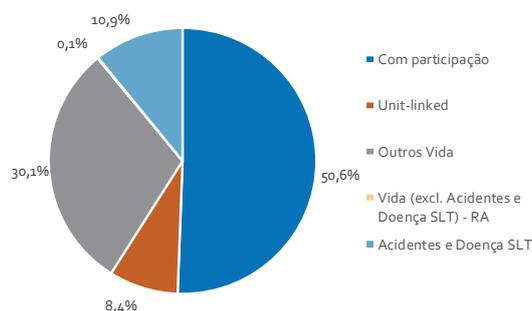
50 Por motivos de falta de qualidade da informação reportada, esta análise não inclui os resultados de uma empresa de seguros relativos às anuidades decorrentes de contratos Não Vida e relacionadas com Acidentes e Doença.

### 3.3.1 Caracterização das responsabilidades Vida e Acidentes e Doença SLT

De acordo com o reporte regular à ASF, à data de referência da análise, o valor da melhor estimativa, líquida de resseguro, das provisões técnicas Vida e Acidentes e Doença SLT ascendia a 22,3 mil milhões de euros, sendo cerca de metade desse total referente a contratos de seguro com participação nos resultados.

#### Distribuição da melhor estimativa, líquida de resseguro, a 30 de setembro de 2022

Figura 3.9



Salienta-se ainda que, à mesma data, o valor total da melhor estimativa, líquida de resseguro, relativa aos TAR correspondia a um valor negativo de 806 milhões de euros.

### 3.3.2 Impactos decorrentes de variações dos pressupostos de inflação

Em relação ao risco de despesas, foi solicitado o recálculo da melhor estimativa das provisões técnicas de Vida e Acidentes e Doença SLT com base nos cenários D1 e D3, anteriormente descritos, de aumento da inflação<sup>51</sup> incidente sobre o valor das despesas.

**No que diz respeito aos pressupostos de inflação assumidos na avaliação das responsabilidades à data de referência da análise, constatou-se que parte das empresas de seguros aplicam valores distintos em função do horizonte temporal de projeção.**

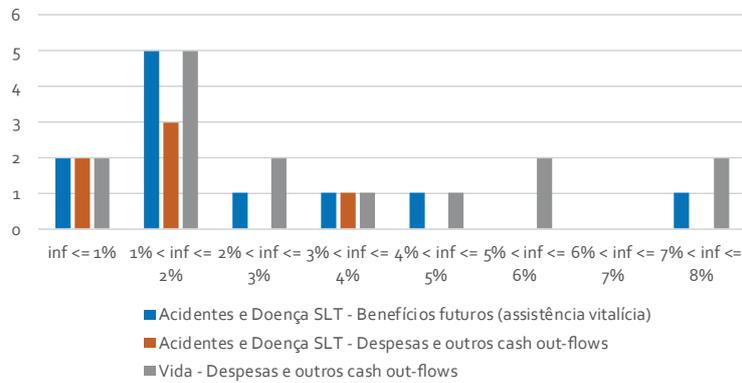
Considerando os pressupostos reportados para o primeiro ano de projeção, em termos aproximados, a taxa de inflação média – ponderada pelo valor descontado dos *cash flows* relevantes – era igual a 4,3%, para os benefícios de assistência vitalícia, e a 3,3% e a 3,4%, respetivamente para as despesas relativas a Vida e Acidentes e Doença SLT.

<sup>51</sup> No caso das responsabilidades decorrentes da modalidade de acidentes de trabalho, os choques em causa eram também aplicáveis à componente de prestações de assistência vitalícia.

Para as empresas de seguros que aplicam pressupostos variáveis no tempo, no mais longo prazo as percentagens tendem a variar entre os 1,75% e os 2,9%.

### Distribuição dos pressupostos de inflação no Cenário Base por entidade e ramo

Figura 3.10

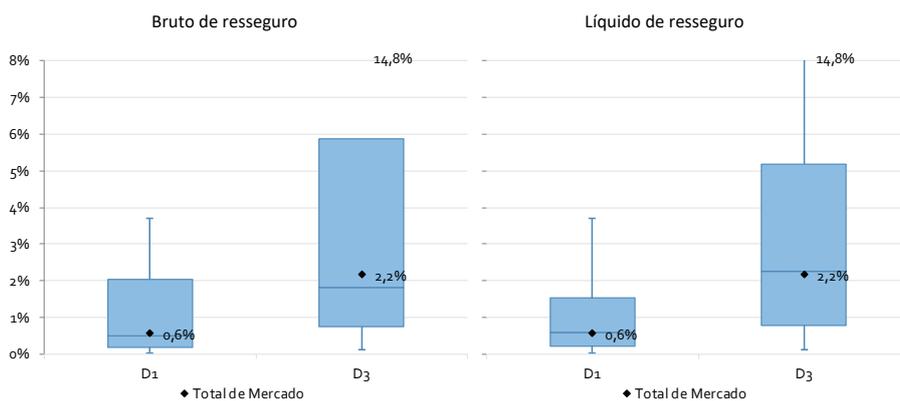


Nota: Nos casos em que são assumidos pressupostos distintos em função do horizonte temporal considerou-se, para efeitos da distribuição apresentada, o valor reportado para o primeiro ano de projeção.

O impacto dos cenários de aumento da inflação sobre a melhor estimativa, líquida de resseguro, situou-se, em termos de média ponderada, nos 0,6% no cenário D1 e nos 2,2% no cenário D3, sendo de assinalar a menor dispersão dos impactos registados pelos operadores em redor daqueles valores centrais, no que concerne à melhor estimativa líquida de resseguro (em relação ao respetivo valor bruto).

### Distribuição, por empresa, do aumento da melhor estimativa, bruta e líquida de resseguro

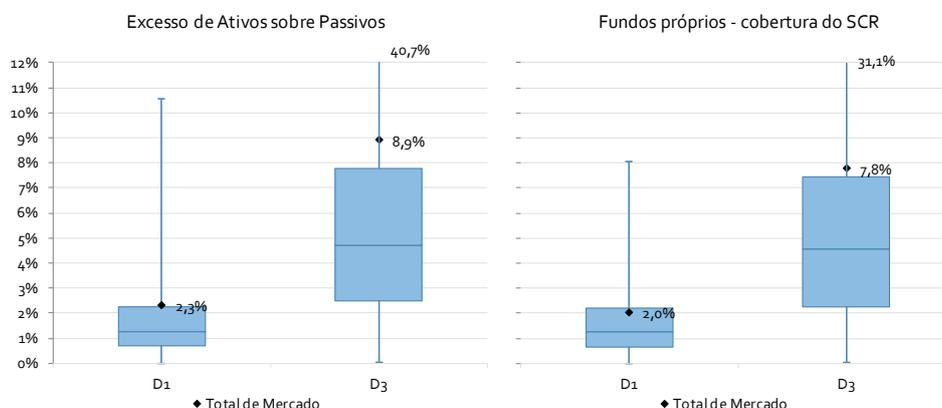
Figura 3.11



No que diz respeito à distribuição do impacto da variação da melhor estimativa, em termos de perdas nos EOF e AoL, verifica-se, principalmente no cenário D3, que a média ponderada é fortemente influenciada pelos resultados de uma entidade, situando-se acima de uma parte significativa das restantes observações.

## Distribuição, por empresa, do impacto da variação da melhor estimativa, líquida de resseguro, em termos de perdas nos EOF e AoL

Figura 3.12



### 3.3.3 Impactos decorrentes de variações dos pressupostos de descontinuidade

A fim de testar a sensibilidade das responsabilidades do ramo Vida ao impacto combinado da inflação e da subida das taxas de juro, foi solicitada a consideração dos cenários de descontinuidade dos seguros temporários anuais renováveis (TAR) – cenários L5 e L15 –, e de resgates dos produtos de natureza financeira – cenários L20 e L30 –, anteriormente apresentados.

#### 3.3.3.1 Produtos TAR

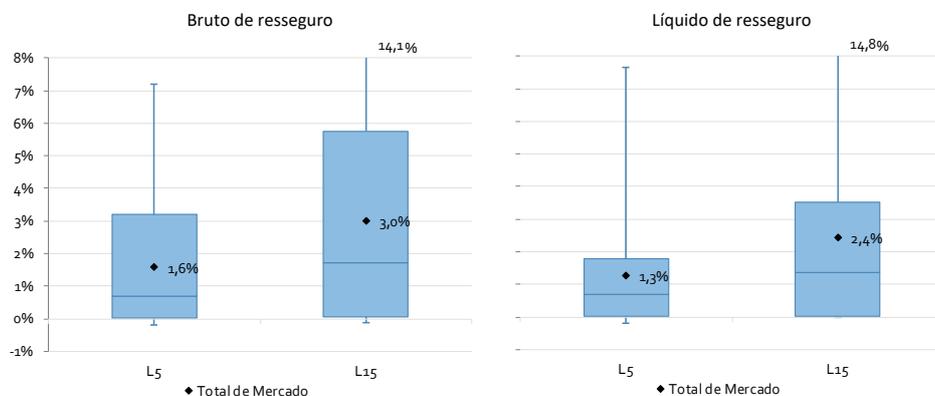
Esta análise baseia-se na informação reportada por 16 empresas de seguros com responsabilidades referentes a produtos TAR.

À data de referência, o valor total da melhor estimativa, líquida de resseguro, relativa aos TAR correspondia ao valor negativo de cerca de 806 milhões de euros<sup>52</sup>. Nos cenários L5 e L15, esse valor aumentaria, respetivamente, 275 milhões e 528 milhões de euros. A comparação dos impactos na melhor estimativa bruta e líquida de resseguro, em ambos os cenários testados, aponta para uma ligeira redução dos impactos médios verificados, a par de um menor nível de dispersão em redor daqueles valores, quando em presença do efeito do resseguro.

<sup>52</sup> O valor negativo da melhor estimativa deve-se, essencialmente, à dilatação do prazo dos seguros TAR, ou seja, ao reconhecimento de lucros esperados incluídos nos prémios futuros (EPIFP).

### Distribuição, por empresa, do aumento da melhor estimativa bruta e líquida de resseguro, dos produtos TAR em relação ao total da melhor estimativa, bruta e líquida de resseguro

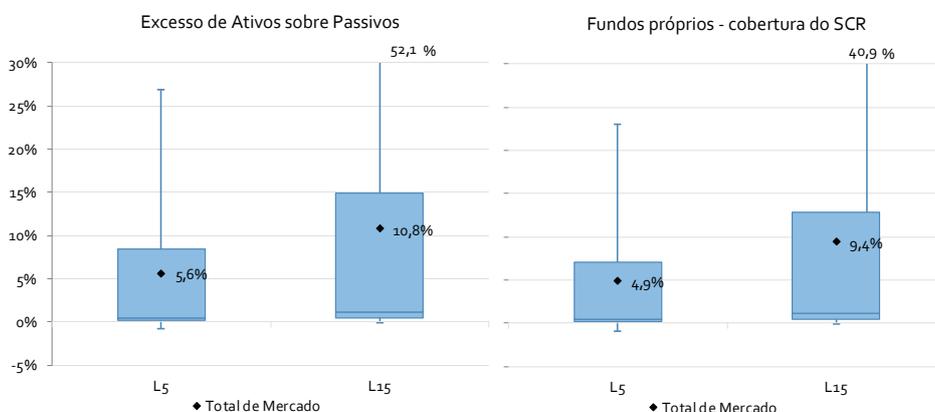
Figura 3.13



Em relação ao cenário mais severo, L15, conclui-se que, para uma parte significativa de entidades, a materialização do choque de descontinuidade nos produtos TAR tende a não consumir mais de 15% dos fundos próprios elegíveis ou do excesso de ativos sobre passivos.

### Distribuição, por empresa, do impacto da variação da melhor estimativa, líquida de resseguro, dos produtos TAR, em termos de perdas nos EOF e AoL

Figura 3.14



#### 3.3.3.2 Produtos financeiros

Do universo das empresas de seguros que operam no ramo Vida, 15 reportaram informação sobre responsabilidades com produtos financeiros não ligados e PPRs e 13 sobre responsabilidades com produtos ligados (exceto PPRs)<sup>53</sup>.

<sup>53</sup> Esta análise não inclui uma empresa de seguros, que, apesar de ter produtos financeiros, não reportou os *cash flows* relativos a esse segmento de negócio, nem os resultados para os cenários L20 e L30.

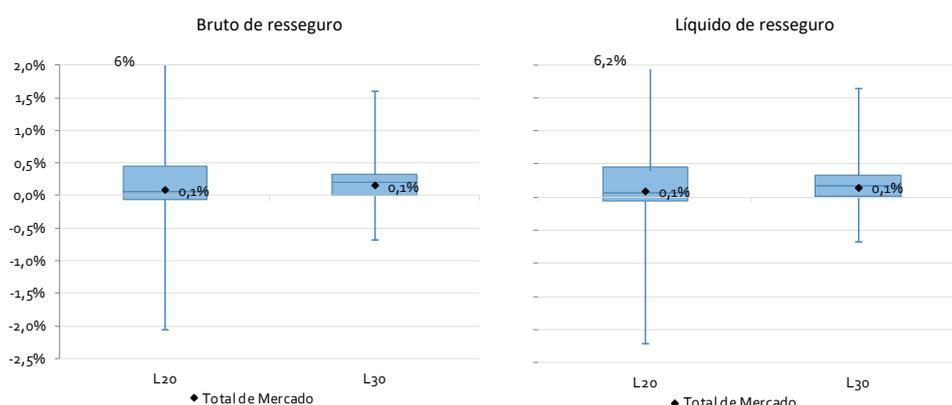
No que se refere aos produtos financeiros não ligados e PPRs, a soma da respetiva melhor estimativa, líquida de resseguro, alcançava 84,4% de representatividade do total da melhor estimativa (líquida de resseguro), das 15 entidades incluídas nesta análise. Nestes segmentos, assinala-se a variação residual do impacto na melhor estimativa líquida, em ambos os cenários, face a uma situação de ausência de resseguro.

Já em relação aos produtos ligados (exceto PPRs) a percentagem era igual a 7,1%.

É de salientar que, à data de referência, foi reportado um valor total de quase 13 mil milhões de euros de provisões técnicas calculadas como um todo, tipicamente associado a produtos ligados, que não está a ser considerado nesta análise relativa à variação da melhor estimativa. Em todo o caso, o valor referido manteve-se inalterado nos cenários testados.

### Distribuição, por empresa, do aumento da melhor estimativa, bruta e líquida de resseguro, dos produtos financeiros em relação ao total da melhor estimativa, líquida de resseguro

Figura 3.15

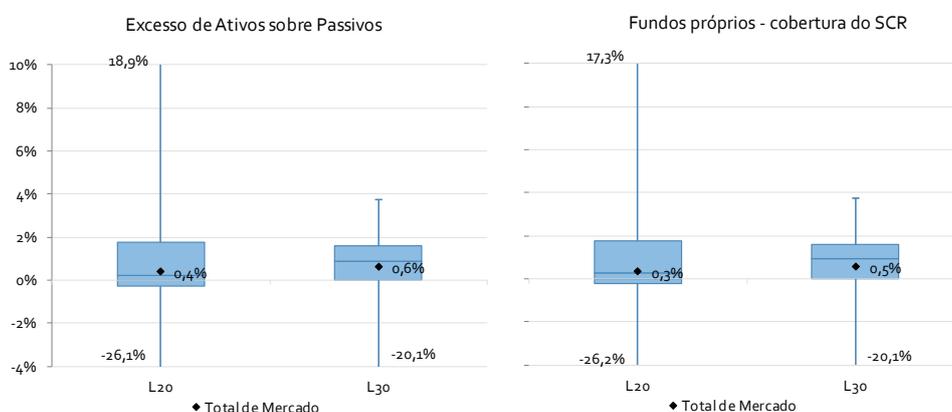


Para cerca de 75% das entidades, um aumento da melhor estimativa decorrente de um incremento de 20 pontos percentuais na taxa de descontinuidade dos produtos financeiros não ligados e PPRs (cenário L20) consumiria menos de 2% dos fundos próprios elegíveis ou do excesso de ativos sobre passivos.

Apesar de se ter testado um choque mais severo, o impacto do cenário L30 em termos de perdas nos fundos próprios elegíveis e no excesso de ativos sobre passivos é relativamente reduzido para a maior parte das entidades, dado o peso limitado da componente de melhor estimativa referente a estes produtos face ao valor total.

Distribuição, por empresa, do impacto da variação da melhor estimativa, líquida de resseguro, dos produtos financeiros, em termos de perdas nos fundos próprios elegíveis para a cobertura do SCR e no excesso de ativos sobre passivos

Figura 3.16



### 3.3.4 Principais conclusões sobre os impactos na carteira de responsabilidades Vida e Acidentes e Doença SLT

Com a análise realizada é possível extrair as seguintes principais conclusões, relativamente à sensibilidade aos cenários testados, das carteiras de responsabilidades do conjunto de Ramos Vida e Acidentes e Doença SLT:

- Para a maioria das entidades, o efeito isolado dos choques testados é limitado, existindo ainda alguma margem ao nível do excesso de ativos sobre passivos para absorver as perdas apuradas;
- Em termos de fundos próprios elegíveis, a conclusão final dependerá também do nível de cobertura do SCR à data de referência;
- Não obstante, em algumas entidades, os impactos potenciais assumem relevância, particularmente no caso de materialização de um cenário de aumento da descontinuidade dos produtos TAR e / ou de aumento de despesas;
- Foi identificada a utilização de diferentes abordagens na assunção dos pressupostos de inflação. As entidades que recorrem a uma curva ao invés de um pressuposto fixo tendem a assumir taxas de inflação mais ajustadas ao atual ambiente macroeconómico e às expectativas de evolução da inflação, i.e., mais elevadas nos primeiros anos e que convergem para um pressuposto de longo prazo;

- No que se refere aos pressupostos de descontinuidade, as entidades tendem a assumir diferentes valores em função do produto / tipo de produto / grupo de risco homogéneo e/ ou ano de subscrição, o que requer uma análise caso a caso, não sendo possível agregar a informação reportada.

### 3.4 Ramos Não Vida e Acidentes e Doença NSLT

Na presente secção, procede-se à análise do impacto da materialização do risco de inflação no âmbito dos ramos Não Vida e Acidentes e Doença NSLT. Pretende-se, mais concretamente, avaliar o impacto que o aumento dos custos com sinistros decorrente da inflação pode acarretar.

O estudo incide sobre um conjunto de 24 empresas de seguros que reportaram informação sobre responsabilidades dos ramos em análise, seguindo uma metodologia *bottom-up*, tendo, para o efeito, sido considerados dois cenários cujos detalhes são apresentados de seguida.

#### Cenários testados para a carteira de responsabilidades Não Vida e Acidentes e Doença NSLT:

##### Risco de Inflação:

- I<sub>1</sub>: Aumento permanente de 1 ponto percentual a adicionar ao pressuposto considerado para a inflação no cálculo da melhor estimativa das provisões técnicas de Não Vida e de Acidentes e Doença NSLT;
- I<sub>3</sub>: Aumento permanente de 3 pontos percentuais a adicionar ao pressuposto considerado para a inflação no cálculo da melhor estimativa das provisões técnicas de Não Vida e de Acidentes e Doença NSLT.

Como nota prévia, regista-se que, devido a problemas de qualidade de informação, os dados referentes a duas entidades foram retirados do presente estudo no que se refere, num dos casos, às classes de negócio de Despesas Médicas, Proteção de Rendimento e Incêndio e Outros Danos em Coisas (IODC) e, no outro caso, à classe de negócio de Proteção de Rendimento

### 3.4.1 Caracterização das responsabilidades Não Vida e Acidentes e Doença NSLT

Como ponto de partida para a análise dos impactos dos cenários definidos no âmbito do presente exercício, ao nível do Cenário Base, importa apresentar a repartição do valor da melhor estimativa das provisões técnicas Não Vida e Acidentes e Doença NSLT por linha de negócio, no valor global de 2,4 mil milhões de euros.

Conforme esperado, o seguro Automóvel abrange uma fatia muito significativa deste valor, alcançando 56,5% da melhor estimativa das responsabilidades entre os segmentos de Responsabilidade Civil (46,4%) e de outras coberturas (10,1%), logo seguido de IODC (13,1%) e de Acidentes de Trabalho (11,3%).

#### Distribuição da melhor estimativa das responsabilidades Não Vida e Acidentes e Doença NSLT a 30 de setembro de 2022 – Cenário Base<sup>54</sup>

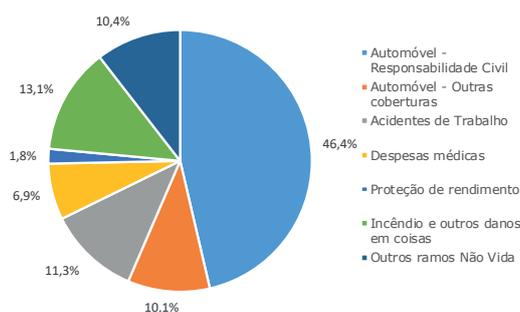


Figura 3.17

### 3.4.2 Impactos decorrentes de variações dos pressupostos de inflação

A informação reportada em relação aos pressupostos de base para o cálculo da melhor estimativa das provisões técnicas em matéria de inflação, por ramo/segmento e por ano de projeção, na posição reportada a 30 de setembro de 2022 (Cenário Base), indicia que a maioria dos operadores continua a assumir que as taxas de inflação históricas (implícitas) permitem explicar o comportamento futuro da inflação, ou que a inflação futura não irá ultrapassar os 2%, o que se afigura desajustado e pouco prudente, face ao cenário macroeconómico em presença.

As restantes entidades aplicam pressupostos para a inflação bastante díspares entre si, sendo que apenas um conjunto muito reduzido de empresas aplica pressupostos de inflação

<sup>54</sup> Relembra-se que a informação relativa à modalidade Acidentes de Trabalho exclui as responsabilidades com pensões e assistência vitalícia para efeitos da análise apresentada na presente secção

diferenciados em função do horizonte temporal de projeção, o que, aliado ao facto de não ser possível determinar os níveis de inflação implícita nos dados históricos das empresas de seguros, não permite aferir o valor médio assumido pelo mercado para esta variável.

### Distribuição dos pressupostos de inflação no Cenário Base por entidade e ramo

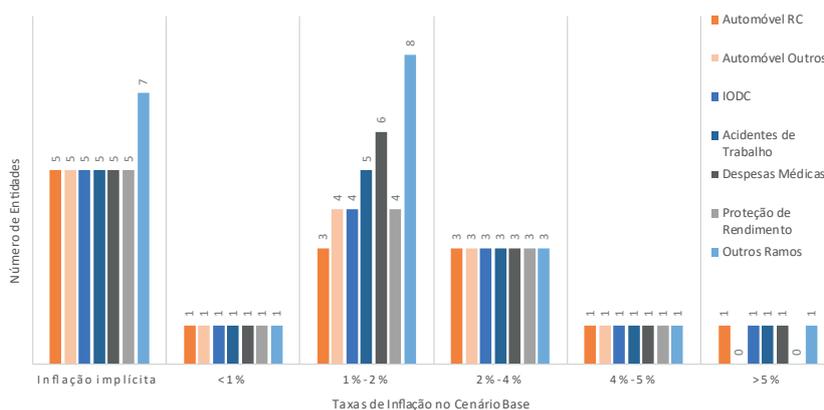


Figura 3.18

A sensibilidade da carteira de responsabilidades dos ramos Não Vida e Acidentes de Doença NSLT ao risco de inflação foi avaliado através da aplicação dos cenários I<sub>1</sub> e I<sub>3</sub>, anteriormente descritos.

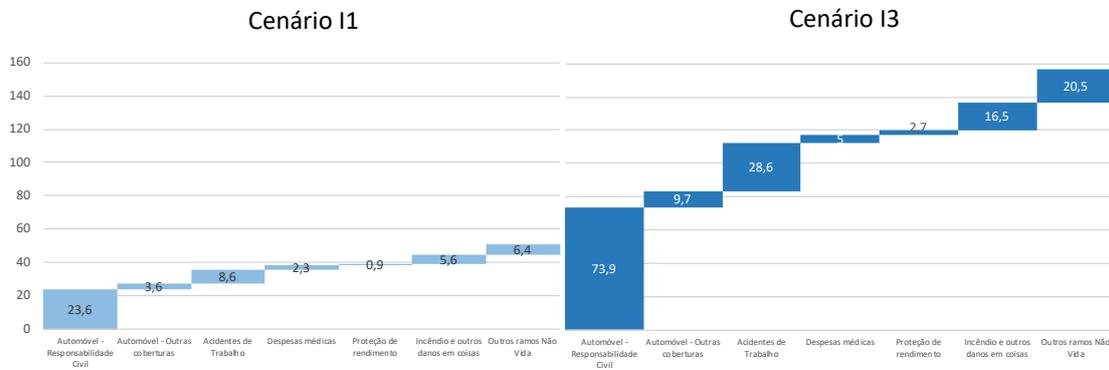
O contributo de cada linha de negócio para a variação total da melhor estimativa líquida de resseguro, do conjunto de ramos Não Vida e Acidentes e Doença NSLT, em ambos os cenários testados, é observável na figura que se segue.

De acordo com o esperado, o Cenário I<sub>3</sub> é bastante mais severo na perda líquida que representa para o total do mercado, face ao Cenário Base. O segmento Automóvel – Responsabilidade Civil é, com larga distância, o que maior peso relativo apresenta, nesta variação. Tal facto deve-se, por um lado, à sua elevada representatividade na carteira do mercado, e, por outro lado, à duração média das responsabilidades relativamente mais alargada, quando comparada com as restantes linhas de negócio Não Vida. O mesmo se aplica em relação à modalidade Acidentes de Trabalho<sup>55</sup>, que se apresenta como registando o segundo maior impacto em ambos os cenários testados, sendo o segmento que apresenta um maior incremento relativo da perda entre cenários. De destacar, ainda, o agregado dos Outros ramos Não Vida, e o grupo de Ramos de IODC que incluem uma grande diversidade de coberturas e responsabilidades, caracterizadas pelo comportamento mais volátil do seu negócio de base.

<sup>55</sup> Sendo de recordar que, no âmbito desta análise, esta modalidade não abrange as componentes de pensões e assistência vitalícia no que à provisão para sinistros diz respeito.

## Variação da melhor estimativa líquida de resseguro repartida por linha de negócio Não Vida e Acidentes e Doença NSLT

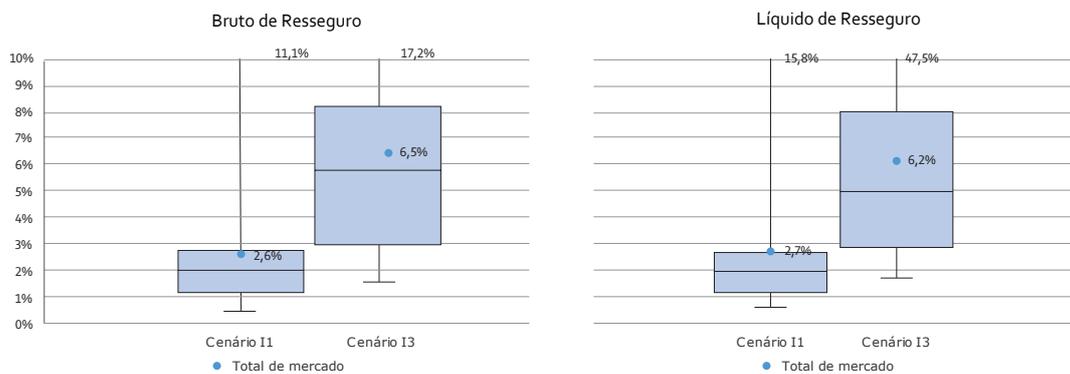
Figura 3.19



A comparação dos impactos na melhor estimativa bruta e líquida de resseguro, em ambos os cenários testados, revela apenas 0,1 pontos percentuais de diferença no cenário I1, o que, para o agregado dos ramos não vida, parece refletir um impacto residual face a um cenário de materialização do risco de inflação. Já na passagem para o Cenário I3, há uma descida de -0,3 pontos percentuais, parecendo existir, neste caso, algum efeito do resseguro, ainda que ligeiro.

## Distribuição, por empresa, da variação da melhor estimativa bruta e líquida de resseguro - responsabilidades Não Vida e Acidentes e Doença NSLT

Figura 3.20

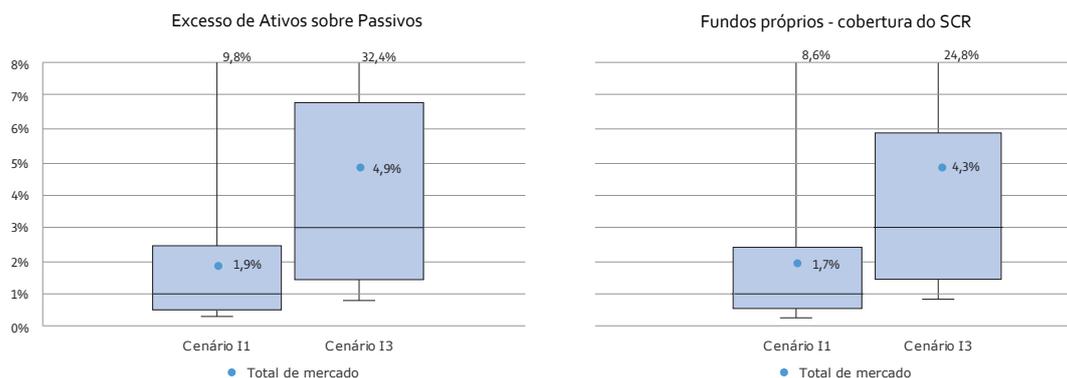


No que diz respeito à distribuição do impacto da variação da melhor estimativa líquida de resseguro, em relação ao Excesso de Ativos sobre Passivos, ou em relação ao valor dos fundos próprios elegíveis, verifica-se que, para 75% das entidades, a materialização dos choques de inflação no conjunto dos ramos Não Vida e Acidentes e Doença NSLT tende a consumir até 7% do excesso de ativos sobre passivos, ou até 6% dos fundos próprios elegíveis.

Os impactos mais elevados, em termos individuais, dizem respeito a quatro entidades, todas com impactos relativos acima de 10%, no Cenário I<sub>3</sub>.

### Distribuição, por empresa, do impacto da variação da melhor estimativa líquida de resseguro no Excesso de ativos sobre passivos e nos Fundos próprios elegíveis de cobertura do SCR – responsabilidades Não Vida e Acidentes e Doença NSLT

Figura 3.21



### 3.4.3 Principais conclusões sobre os impactos na carteira de responsabilidades Não Vida e Acidentes e Doença NSLT

Da análise realizada, é possível extrair as seguintes principais conclusões, relativamente à sensibilidade aos cenários testados, para as carteiras de responsabilidades do conjunto de Ramos Não Vida e Acidentes e Doença NSLT:

- Em ambos os cenários testados, o seguro automóvel destaca-se, em termos globais, com um contributo superior a 50%, para a variação total da melhor estimativa líquida de resseguro do conjunto de ramos Não Vida e Acidentes e Doença NSLT, em especial no segmento Automóvel – Responsabilidade Civil, com 46,2% e 47,1% de contribuição nos Cenários I<sub>1</sub> e I<sub>3</sub>, respetivamente. Seguem-se, por ordem decrescente, enquanto linhas de negócio mais afetadas pela materialização do risco de inflação, a modalidade Acidentes de Trabalho e o agregado de Outros Ramos Não Vida, logo seguido do grupo de ramos de IODC. A hierarquia apresentada coloca em evidência as características fundamentais das tipologias de negócio subjacentes, que num caso se reveste de uma duração média das responsabilidades mais alargada – Automóvel - Responsabilidade Civil e Acidentes de Trabalho –, e, no outro caso, à volatilidade intrínseca associada ao negócio de base.

- Para a maioria das entidades, mesmo no caso do cenário I3, cujo impacto é manifestamente mais acentuado, o efeito dos choques no agregado dos ramos Não Vida e Acidentes e Doença NLST, é contido, subsistindo alguma margem, quer em termos do excesso de ativos sobre passivos, quer dos fundos próprios elegíveis para efeitos de cobertura do SCR, suscetível de absorver as perdas apuradas. Na análise dos efeitos em termos de contribuição por linha de negócio, é confirmada a ordem de materialidade entre ramos já identificada no ponto anterior.
- Relativamente ao peso relativo assumido pelos recuperáveis de resseguro, registam-se diferenças assinaláveis entre operadores, nas várias linhas de negócio, com destaque para uma entidade, face ao peso relativo bastante elevado que assume em termos globais. Em alguns ramos, observa-se ainda que, embora (aparentemente) reduzido em termos médios, o efeito do resseguro se traduz numa redução tendencial dos níveis de dispersão dos impactos dos cenários testados, em torno dos valores médios de mercado.
- Na posição do Cenário Base, a 30 de setembro de 2022, a maioria dos operadores continuava a assumir que as taxas de inflação históricas (implícitas) permitiam explicar o comportamento futuro da evolução dos preços, ou que esta não ultrapassaria os 2%, revelando um posicionamento pouco prudente face à conjuntura macroeconómica em presença. Em algumas linhas de negócio, observou-se ainda uma diversidade assinalável quanto aos pressupostos assumidos pelos diferentes operadores.

## Anexo I – Análise Temática: Resultados da Análise de Sensibilidade 2022 ao Setor Segurador Nacional

### 1. Metodologia, âmbito e limitações

#### 1.1. Metodologia

O exercício consistiu na execução de um conjunto de análises de sensibilidade para mensuração dos impactos instantâneos, separadamente por 'blocos' de ativos e passivos, em resultado da variação de um conjunto de indicadores.

As análises de sensibilidade foram efetuadas sobre as carteiras de ativos e de responsabilidades detidas pelas empresas de seguros a 30 de setembro de 2022.

Os cálculos aplicáveis às responsabilidades foram efetuados pelas empresas de seguros participantes, numa lógica *bottom-up*, em base individual, através do preenchimento de um modelo de reporte disponibilizado pela ASF, o qual teve por base os *templates* de reporte prudencial regular.

Por seu turno, os cálculos aplicáveis às carteiras de investimentos foram realizados centralmente pela ASF, numa lógica *top-down*, com base no reporte regular dos investimentos título a título, diminuindo assim substancialmente a sobrecarga colocada às empresas de seguros. Neste análise foram assumidos alguns pressupostos e simplificações.

Em concreto, procedeu-se à execução de análises de sensibilidade aos seguinte fatores:

#### a) Carteiras de responsabilidades:

##### i) Não Vida e Acidentes e Doença NSLT

###### Risco de Inflação:

- I<sub>1</sub>: Aumento permanente de 1 ponto percentual a adicionar ao pressuposto considerado para a inflação no cálculo da melhor estimativa das provisões técnicas de Não Vida e de Acidentes e Doença NSLT;
- I<sub>3</sub>: Aumento permanente de 3 pontos percentuais a adicionar ao pressuposto considerado para a inflação no cálculo da melhor estimativa das provisões técnicas de Não Vida e de Acidentes e Doença NSLT.

ii) Vida e Acidentes e Doença SLT

Risco de Despesas:

- D1:** Aumento permanente de 1 ponto percentual a adicionar ao pressuposto considerado para a inflação das despesas no cálculo da melhor estimativa das provisões técnicas de Vida e de Acidentes e doença SLT;
- D3:** Aumento permanente de 3 pontos percentuais a adicionar ao pressuposto considerado para a inflação das despesas no cálculo da melhor estimativa das provisões técnicas de Vida e de Acidentes e Doença SLT.

Risco de Descontinuidade (Lapse):

- L5:** Produtos TAR: 5 pontos percentuais de aumento permanente das taxas de descontinuidade da carteira, face à posição reportada a 30 de setembro de 2022;
- L15:** Produtos TAR: 15 pontos percentuais de aumento permanente das taxas de descontinuidade da carteira, face à posição reportada a 30 de setembro de 2022;
- L20:** Produtos financeiros não ligados e PPRs ligados e não ligados: 20 pontos percentuais de aumento instantâneo na taxa de descontinuidade da carteira para o próximo ano, face ao considerado na posição reportada a 30 de setembro de 2022;
- L30:** Produtos ligados (exceto PPRs): 30 pontos percentuais de aumento instantâneo na taxa de descontinuidade da carteira para o próximo ano, face ao considerado na posição reportada a 30 de setembro de 2022.

**b) Carteiras de investimentos**

Deslocação paralela ascendente da estrutura temporal das taxas de juro (ETTJ):

+50 / +100 pontos base (abrangendo os impactos nos ativos e passivos).

Alargamento dos *spreads* dos títulos de dívida em carteira:

+50 / +100 pontos base, separadamente para:

- Dívida pública
- Dívida privada

Quebras no valor de mercado das exposições acionistas e de imobiliário:

-10%, separadamente para:

- Ações e fundos de investimento mobiliário
- Imóveis e fundos de investimento imobiliário

## 1.2. Âmbito e limitações

O exercício foi dirigido à totalidade das empresas de seguros sob a supervisão prudencial da ASF (37), tendo decorrido no período entre o último trimestre de 2022 e o primeiro trimestre de 2023.

Verificaram-se algumas lacunas de reporte e insuficiências na qualidade de informação que não foram possíveis solucionar num prazo razoável, apesar dos esforços da ASF e da continuada interação com as empresas participantes. Por esse motivo, as análises realizadas e respetivos resultados apresentados nem sempre consideram a totalidade das empresas supervisionadas pela ASF.

Em concreto:

- A insuficiente qualidade da informação reportada por uma empresa, inviabilizou a realização das análises relativas às responsabilidades em alguns ramos Não Vida;
- A insuficiente qualidade da informação reportada por uma empresa, inviabilizou a realização das análises relativas tanto às responsabilidades de alguns ramos Não Vida, como às anuidades decorrentes de contratos Não Vida e relacionadas com Acidentes e Doença;

- Uma empresa apenas completou o exercício para parte da sua carteira de negócio;
- As insuficiências referidas nos pontos anteriores, inviabilizaram também a inclusão da informação reportada relativamente aos fluxos de caixa das responsabilidades dessas entidades, na análise de sensibilidade a deslocações paralelas ascendentes da ETTJ.

## 2. Pressupostos e simplificações subjacentes à análise à carteira de investimentos

Na análise realizada à carteira de investimentos, realizada numa perspetiva *top-down*, foram assumidos os seguintes pressupostos e simplificações:

- a) Foram excluídos da análise todos os investimentos afetos a carteiras *unit-linked*, uma vez que, teoricamente, o impacto em fundos próprios das flutuações das variáveis de mercado seria residual ou nulo, tornando desproporcional o esforço necessário para o seu processamento;
- b) Foram igualmente excluídos os instrumentos financeiros derivados, dada a insuficiência dos dados disponibilizados no reporte regular nesta área, que, para a realização das análises pretendidas, implicaria a necessidade de um pedido de reporte adicional ao mercado, ou o recurso substancial a simplificações e à assunção de pressupostos com o consequente risco de serem produzidos resultados com desvios materiais ou mesmo de sinal contrário<sup>56</sup>;
- c) Os fundos de investimento mobiliário e imobiliário foram decompostos nos ativos subjacentes (nomeadamente, dívida pública, dívida privada, ações e imóveis), de forma que os resultados das análises de sensibilidade reflitam, na medida do possível, os riscos de mercado a que as entidades se encontram efetivamente expostas, ou seja, foi seguida uma abordagem baseada na transparência (*look-through approach*), semelhante à prevista no regime Solvência II para o cálculo do requisito de capital de solvência dos fundos de investimento. Os ativos subjacentes aos fundos de investimento foram mapeados considerando a informação reportada pelas empresas de seguros, bem como

---

<sup>56</sup> Em regra, o recurso a instrumentos financeiros derivados pelas empresas de seguros destina-se à cobertura de riscos e/ou à gestão eficiente da carteira (por oposição à sua utilização para especulação), pelo que a sua presença nas carteiras de investimentos contribuirá, em condições normais, para uma mitigação dos riscos de mercado; assim, importa ter presente que a opção pela exclusão destes instrumentos das análises redundará numa provável sobreavaliação dos resultados, ainda que presumivelmente residual dada a expressão também diminuta destes instrumentos (cerca de 1% do total dos investimentos exceto carteiras *unit-linked*).

a informação disponível publicamente<sup>57</sup> e na *Bloomberg*. Para um montante residual<sup>58</sup> de ativos incluídos em fundos de investimento, não foi possível identificar o respetivo risco de mercado subjacente, pelo que foram também excluídos da análise;

- d) Para os títulos de dívida estruturados e garantidos (*Structured notes e collateralised securities*)<sup>59</sup>, as análises realizadas incidiram apenas sobre os riscos primários – nomeadamente risco de taxa de juro e risco de crédito –, tendo-se desconsiderado eventuais outros riscos de mercado a que estes instrumentos possam estar expostos por via das estruturas embutidas, considerando a pouca materialidade destes títulos e o conseqüente esforço desproporcional que seria necessário para o seu processamento;
- e) Os ativos financeiros classificados como empréstimos e hipotecas foram mapeados para as categorias de dívida privada, ações<sup>60</sup> ou imobiliário considerando os riscos subjacentes que são efetivamente assumidos; e,
- f) Relativamente aos títulos de dívida para os quais o reporte regular não inclui informação quanto à duração<sup>61</sup> – necessária para as análises de sensibilidade relativas à deslocação paralela ascendente da estrutura temporal das taxas de juro e ao alargamento dos *spreads* –, assumiu-se a duração média dos restantes títulos obrigacionistas em carteira<sup>62</sup>. Complementarmente, reproduziram-se as análises de sensibilidade considerando um valor de duração num intervalo de +/-1,5 anos face à duração média, tendo-se obtido resultados semelhantes.

---

57 Nomeadamente, nos sítios na internet da CMVM, de outros reguladores de mercado, das respetivas entidades gestoras, ou de outros prestadores de informação.

58 Ascendendo a 43,0 milhões de euros, correspondendo a 2,2% do total alocado a fundos de investimentos e 0,1% do total da carteira de ativos (exceto *unit-linked*).

59 Ascendendo a 315,7 milhões de euros, correspondendo a cerca de 1,0% do total dos investimentos exceto carteiras *unit-linked*.

60 Os empréstimos a empresas detidas na totalidade pela empresa de seguros foram considerados como exposições acionistas, uma vez que, apesar de o investimento ser via empréstimo, o ativo subjacente é, na prática, o capital e os ativos da participada.

61 Nomeadamente os títulos de dívida incluídos nos portefólios dos fundos de investimento.

62 Respetivamente, 3,5 anos para dívida privada e 5,5 anos para dívida soberana.





