ASF
Autoridade de Supervisão
de Seguros e Fundos de Pensões

REF

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

2022

FICHA TÉCNICA

Título
Relatório de Estabilidade Financeira do Setor Segurador
e dos Fundos de Pensões - 2022

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

www.asf.com.pt

Ano de Edição: 2022

ASF
Autoridade de Supervisão
de Seguros e Fundos de Pensões

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

2022

Lisboa, 2022

ÍNDICE

5 Siglas e acrónimos

7 Sumário executivo

13 *Executive summary*

19 **1 Desenvolvimentos macroeconómicos e dos mercados financeiros**

21 1.1 Evolução da pandemia de Covid-19 e do conflito militar entre a Rússia e a Ucrânia

27 1.2 Evolução das variáveis macroeconómicas

35 1.3 Evolução de indicadores relativos aos mercados financeiros

47 **2 Caracterização e evolução do setor segurador e do setor dos fundos de pensões**

49 2.1 Carteiras de investimentos

71 2.2 Evolução do setor segurador
71 2.2.1 Solvabilidade
73 2.2.2 Rendibilidade
75 2.2.3 Atividade do Ramo Vida
80 2.2.4 Atividade dos ramos Não Vida

92 2.3 Evolução do setor dos fundos de pensões

97 **3 Questionário *RiskOutook2.0* - Avaliação dos riscos do setor segurador e do setor dos fundos de pensões**

99 3.1 Avaliação global dos riscos do setor segurador

108 3.2 Avaliação global dos riscos do setor dos fundos de pensões

115 **4 Evolução do segmento de produtos *unit-linked* e caracterização da oferta e da política de investimentos associada a estes produtos, no período 2020-2021**

117 4.1 Introdução e motivação da análise temática

117 4.1.1 Introdução

119 4.1.2 Motivação e objetivos da análise temática

120 4.1.3 Apresentação sumária da estrutura e conteúdos do estudo

120 4.2 Caracterização e evolução do segmento *unit-linked*

126 4.3 Caracterização da política de investimentos dos seguros *unit-linked*

134 4.4 Caraterização dos tipos de produtos *unit-linked* mais subscritos em 2021

135 4.5 Conclusões

138 **Anexo I - Nota metodológica do Questionário *RiskOutlook*2.0 - Avaliação dos riscos do setor Segurador e do setor dos Fundos de Pensões**

SIGLAS E ACRÓNIMOS

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

Sumário executivo

A conjuntura macroeconómica atual mantém-se fortemente influenciada por acontecimentos de amplas repercussões económicas e sociais. A invasão da Ucrânia pela Rússia, em 24 de fevereiro, ocorre num momento crítico para o processo de recuperação europeia e mundial, causando um recuo generalizado nas perspetivas de crescimento económico. Numa Europa ainda sob o rescaldo de dois anos de pandemia (em transição para endemia), o conflito armado na Ucrânia e as sanções impostas à Rússia pelos Estados europeus e pelo Ocidente, agudizaram os efeitos da crise energética e das perturbações sobre as cadeias de abastecimento de matérias-primas e/ou de produtos intermédios, consolidando a trajetória de pressões inflacionistas, até então consideradas de caráter transitório. Por outro lado, a descolagem do ambiente de baixas taxas de juro, em resposta à crescente inflação, pode conduzir ao reacendimento das preocupações relativamente à sustentabilidade da dívida dos soberanos, e à materialização do risco de fragmentação dos mercados financeiros na área do euro (face à evolução ascendente nos prémios de risco).

A nível geopolítico, as repercussões globais do conflito são ainda difíceis de prever. Antecipa-se no entanto, uma reconfiguração do processo de globalização económica, com o incremento da importância de se assegurar a relocalização das unidades de produção de bens e de produtos intermédios (ou componentes), em territórios de maior proximidade geográfica dos mercados de distribuição (por facilidade de transporte), e menos suscetíveis a constrangimentos e/ou perturbações de ordem política e militar.

No que se refere aos riscos cibernéticos, o conflito armado acentuou a perceção de risco de ataques informáticos de origem pró-russa a empresas e infraestruturas dos países ocidentais. No caso do setor segurador, os riscos cibernéticos podem estar abrangidos nas responsabilidades assumidas pelos operadores nas apólices de forma explícita ou omissa (*i.e.*, quando não estão incluídos, nem excluídos no contrato de seguro), impactando-os numa dupla vertente – riscos operacionais e de negócio –, e representando assim um desafio acrescido para o setor.

As repercussões do conflito militar ao nível do abastecimento energético estão ainda a provocar um revés nas políticas europeias de transição para a neutralidade nas emissões de carbono, com vários países a regressarem à exploração mais intensiva de combustíveis de origem fóssil (incluindo o carvão) e nuclear. Assim, as alterações climáticas e as finanças sustentáveis continuam a acarretar riscos relevantes para o setor segurador e dos fundos de pensões, nomeadamente riscos de investimento, de subscrição (setor segurador), de governação, reputacionais e legais (no âmbito das necessidades de divulgação de informação, entre outros).

Neste Relatório de Estabilidade Financeira do Setor Segurador e dos Fundos de Pensões da ASF, é analisado desenvolvimento da atividade dos setores segurador e dos fundos de pensões, com referência a dezembro de 2021 e março de 2022, procurando identificar os riscos a que estes se encontram expostos, com impactos de natureza conjuntural e estrutural para o seu desempenho.

Assim, no primeiro capítulo, é analisada a evolução dos principais indicadores macroeconómicos, e dos seus impactos ao nível dos riscos mais relevantes a que os setores segurador e dos fundos de pensões se encontram expostos.

No atual cenário geopolítico, as perspetivas de crescimento da economia portuguesa destacam-se como sendo das menos penalizadas pela incorporação dos efeitos da guerra a nível europeu. O Produto Interno Bruto (PIB) português e da área do euro cresceram, respetivamente, 4,9% e 5,4% em 2021, recuperando parcialmente da quebra do ano precedente (de 8,4% e 6,5%, respetivamente). Para 2022, antecipa-se um crescimento da economia portuguesa de 6,3%, claramente acima da evolução de 2,8% prevista no mesmo período para a área do euro.

O aumento da inflação conduziu a importantes ajustes na política monetária acomodatícia praticada pelos bancos centrais (no período de resposta à pandemia de Covid-19), designadamente através da redução, e posterior descontinuação, dos programas de compra de ativos, e ainda do recente anúncio de subida das taxas de juro de referência em 50 pontos base. Nos últimos meses, observaram-se igualmente subidas das taxas *swap* em euros para os vários prazos, bem como da taxa *Euribor* (a 3 meses). Registe-se que a interação entre a inflação, a política monetária e os custos de financiamento – a suportar por soberanos, privados e famílias –, apresenta-se como um fator chave na prossecução da recuperação económica e na resiliência do contexto macroeconómico, podendo resultar num pico de materialização de riscos de crédito. A monitorização destas exposições é particularmente relevante para o setor segurador, designadamente no caso dos operadores em que a proporção de exposições na fronteira do território de investimento (CSQ3) é mais significativa.

Nos mercados financeiros, a incerteza geopolítica traduziu-se na correção descendente das cotações dos ativos e no consequente aumento da volatilidade, mantendo-se ainda latente um potencial de *recoupling* (ou realinhamento) adicional. Esta possibilidade de ajustamentos adicionais nas cotações dos ativos financeiros impacta diretamente o setor segurador através da desvalorização dos ativos afetos às suas carteiras de investimentos.

Por outro lado, num quadro de agudização dos níveis de endividamento soberano (pelas necessidades de resposta à pandemia) e de pressões inflacionistas crescentes, assiste-se a uma subida notável das *yields* a 10 anos, pressionando os custos de financiamento e, consequentemente, a sustentabilidade do endividamento dos soberanos, que podem levar ao reacender das preocupações de fragmentação dos mercados na área do euro, face ao alargamento do diferencial entre o custo de financiamento das principais economias e das mais periféricas (e/ou entre as mais e menos endividadas). Registe-se que, se por um lado a valorização das carteiras de investimentos dos setores segurador e de fundos de pensões nacionais se encontram materialmente expostas a variações dos prémios de risco dos títulos de rendimento fixo (de soberanos e privados), por outro lado, o novo contexto de subida das taxas de juro abre novas perspetivas, quer em termos de reinvestimento, quer para o desenvolvimento da oferta de novos produtos. Acresce a este fator o movimento de subida da estrutura temporal das taxas de juro sem risco publicada pela EIOPA[1] nas maturidades mais correntes, suscetível de aliviar a pressão ao nível da valorização dos passivos das empresas de seguros.

A análise de evolução das carteiras de investimentos, bem como dos níveis de desempenho dos operadores – em matéria de solvabilidade, rendibilidade e *performance* dos principais ramos e linhas de negócio –, é apresentada no capítulo segundo do relatório, relativamente ao universo das entidades sob supervisão prudencial da ASF.

Assim, ao nível das políticas de investimentos, os instrumentos de dívida, com particular destaque para os títulos soberanos, mantêm o seu predomínio, exceto no que se refere às carteiras das empresas de seguros afetas a produtos ligados, em que os fundos de investimento mobiliário passaram a assumir preponderância em 2021 (com 55% de peso relativo), que se mantém a março de 2022 (com cerca de 52% de representatividade). Na qualidade creditícia das carteiras, predominam os títulos em território conotado como de *investment grade*. Em termos de duração, para as carteiras de obrigações das empresas de seguros, exceto *unit-linked* e *unit-linked*, respetivamente, prevalecem os títulos com durações próximas dos cinco e dos quatro anos. No caso dos fundos de pensões, a duração média da carteira é de cerca de 6 anos.

1 Que estabelece a referência para o desconto dos passivos das empresas de seguros.

Registe-se que a exposição direta das empresas de seguros nacionais aos países envolvidos no conflito armado, no final de 2021, era bastante contida, representando apenas 0,04% do total de ativos em carteira. Esta percentagem reduziu-se para 0,02% no final do primeiro trimestre de 2022, refletindo a desvalorização dos títulos de dívida em causa.

No que se refere ao perfil ambiental, social e de governação (ESG) da carteira de investimentos dos setores segurador e dos fundos de pensões, em 31 de março de 2022, a análise efetuada aponta para um predomínio dos títulos conotados com *rating* ESG médio alto (cerca de 52% na carteira exceto *unit-linked* e 73% nas carteiras *unit-linked* e de fundos de pensões). Este fator, associado ao elevado peso relativo dos títulos em carteira na fronteira de *investment grade* (CQS3), faz com que o setor segurador se afigure mais exposto ao risco de variação adversa do valor dos títulos ou emitentes com qualidade creditícia menos robusta, não se evidenciando diferenças significativas entre as carteiras afetas a seguros ligados e a restantes seguros.

Em março de 2022, os níveis de solvência do total do mercado para o setor segurador apresentaram um reforço da sua posição, face a dezembro de 2020, de 13 e de 46 pontos percentuais, para o SCR (requisito de capital de solvência) e para o MCR (requisito de capital mínimo), respetivamente, alcançando 207% e 582% de cobertura em cada caso.

Ao nível da rendibilidade, o mercado segurador sob supervisão prudencial da ASF apresentou um resultado líquido global de 645,6 milhões de euros em dezembro de 2021, o que representa um crescimento de 43,4% face ao ano anterior, essencialmente alicerçado no desempenho da função financeira, em ambos os segmentos de Vida e Não Vida.

Em dezembro de 2021, após dois anos consecutivos em queda, a produção do ramo vida apresentou um crescimento homólogo de 74%, consubstanciando uma alteração estrutural assinalável, através da qual o segmento dos produtos *unit-linked* passou a assumir 62% de representatividade no total da produção do ramo vida (face a 44% no ano anterior). A março de 2022, regista-se um ligeiro abrandamento da tendência anteriormente descrita, sendo, ainda assim, o crescimento homólogo dos produtos ligados de 48%, o que corresponde a um peso relativo de 54% sobre a produção total do ramo vida.

Relativamente ao conjunto dos ramos Não vida, o crescimento homólogo registado em dezembro de 2021 e março de 2022, foi de 6% e de 7,5%, respetivamente, contrastando com a exuberância patenteada pela produção do ramo vida para os mesmos períodos. As alterações de comportamento associadas ao período de pandemia e que influenciaram a melhoria conjuntural da *performance* de alguns ramos Não Vida parecem estar a desvanecer-se de forma gradual. Assim, apesar do desempenho positivo da modalidade de acidentes de trabalho em 2021, os indicadores no primeiro trimestre de 2022 apontam já

no sentido de uma degradação do nível de sinistralidade em termos homólogos. No ramo automóvel, observa-se também uma degradação dos indicadores operacionais no decurso de 2021, os quais se mantém ainda acima do nível histórico, pré-pandemia. No que se refere ao ramo doença, apesar do crescimento assinalável de produção (9,3%, em dezembro de 2021), assiste-se a uma degradação da sinistralidade, que se acentuou no primeiro trimestre de 2022, e a um retorno da *performance* do ramo aos níveis de 2019 (pré-pandemia). Finalmente, no que se refere ao conjunto de ramos de incêndio e outros danos, é de assinalar uma ligeira melhoria de desempenho no decurso de 2021.

No capítulo terceiro deste relatório, no âmbito da autoavaliação pelas empresas de seguros e entidades gestoras de fundos de pensões dos riscos a que se encontram expostas, mais uma vez, os riscos macroeconómicos são identificados como os suscetíveis de assumir maior materialidade para o desempenho da atividade. No caso das empresas de seguros, regista-se inclusivamente um aumento da perceção de risco associada a esta categoria (com destaque para os riscos geopolíticos), bem como relativamente aos riscos de mercado, refletindo os impactos do conflito militar entre a Rússia e a Ucrânia.

A avaliação pelas empresas de seguros da materialidade para as categorias de risco de liquidez e de riscos específicos Não Vida tende a acompanhar a avaliação da ASF, sendo que nas categorias de riscos de mercado, interligações, específicos de vida e macroeconómicos, o setor revela uma classificação de materialidade inferior à da ASF. Finalmente, no que se refere à materialidade dos riscos de crédito e de rendibilidade e solvabilidade, observa-se que a perceção das empresas de seguros é superior à avaliação da ASF. Registe-se ainda que, na ótica do setor segurador, os três riscos com maior perspetiva de evolução nos próximos doze meses são, respetivamente, os riscos geopolíticos, os riscos relacionados com o ambiente macroeconómico (nacional e internacional) e os riscos de crédito associados aos títulos soberanos. Para o setor de fundos de pensões, o ambiente macroeconómico, bem como os riscos de mercado e de crédito, mantêm-se, em termos agregados, com a avaliação mais elevada, sendo também estes os três riscos com maior perspetiva de evolução da materialidade num período doze meses. Ambos os setores registam uma melhoria assinalável na avaliação dos riscos associados ao prolongamento de baixas taxas de juro.

Finalmente, no âmbito da análise temática constante no capítulo quarto do presente relatório, é apresentada a evolução e caraterização do segmento de produtos *unit-linked* e da política de investimentos associada no período 2020-2021.

Nos últimos anos, a agudização continuada do panorama de baixas taxas de juro conduziu a que um conjunto de empresas de seguros implementasse ajustes importantes à sua oferta de negócio, como forma de aliviar a pressão colocada pela referida conjuntura sobre a gestão

de riscos e as métricas de solvência. Esses ajustes viriam a centrar-se, em particular, no incremento da oferta de produtos ligados - *unit-linked* (UL), em que os riscos de mercado são suportados pelos tomadores de seguro e beneficiários. Assim, o segmento de UL registou um crescimento homólogo de 147% a dezembro 2021, passando a representar 62% da produção do segmento vida, claramente acima da média europeia, de 39%, àquela data. O canal bancário desempenhou um papel de relevo nesta evolução, tendo sido responsável pela distribuição de quase 62% da produção dos seguros ligados em 2021, através de acordos de comercialização ou no âmbito da estratégia dos grupos financeiros em que se inserem.

Na política de investimentos dos operadores associada aos produtos UL, destaca-se a redução progressiva da representatividade dos títulos de dívida pública e privada para 35% em 2021 (face a 59% em 2016), em benefício dos fundos de investimento mobiliário (FIM), que passaram a assumir uma representatividade de 55% nas carteiras de investimento de produtos UL. Pela aplicação do *look-through* aos FIM em carteira, verifica-se que as exposições indiretas a obrigações e ações representam 42% e 34,4%, respetivamente, dos valores investidos, diferindo consideravelmente da política de investimentos da restante carteira *unit-linked* (face ao elevado investimento em ações).

A análise de uma amostra representativa dos tipos de produtos UL mais subscritos em 2021 revela que a duração dos contratos é geralmente de 5 anos e 1 dia ou de 8 anos e 1 dia, com particular relevância para esta última. Os vários produtos oferecem mais do que uma opção de investimento (com diferentes graus de rendibilidade e risco), cujo indicador sumário de risco tende a classificar-se nas categorias 2 e 3, numa escala de 1 a 7.

Sem prejuízo do aumento significativo da produção dos seguros ligados em 2021, atendendo ao perfil de investimento tendencialmente conservador dos portugueses (que tendem a preferir produtos de seguros com garantias de capital), é ainda incerto se, no atual contexto de subida de taxas de juro, se continuará a verificar um crescimento sustentado deste segmento. Com efeito, apesar dos níveis de crescimento alcançados nos produtos UL a março de 2022 (48%), observou-se, à mesma data, um agravamento assinalável do volume de resgates neste segmento face ao período homólogo anterior, de 59%, o que poderá estar relacionado com a reação de alguns tomadores de seguros ao aumento da incerteza nos mercados financeiros nesse período, e ao risco de perda dos capitais investidos.

Assim, na atual conjuntura de elevada incerteza agravada pelas tensões geopolíticas decorrentes do conflito militar entre a Rússia e a Ucrânia, considera-se fundamental que os operadores promovam a salvaguarda de níveis de capitalização robustos, no âmbito de uma política integrada de gestão de riscos, não descurando a manutenção de práticas e políticas de subscrição sãs e suscetíveis de garantir a sua sustentabilidade técnica, devidamente alinhadas com o tratamento justo e equitativo dos tomadores de seguros.

Executive summary

The current macroeconomic environment remains heavily influenced by events with wide-ranging economic and social repercussions. The invasion of Ukraine by Russia on the 24th of February, occurs at a critical moment for the global economic recovery process, causing a general slowdown in economic growth prospects. With Europe still in the aftermath of two years of pandemic (in transition to endemic), the armed conflict in Ukraine and the sanctions imposed on Russia by the European states and the West, exacerbated the effects of both the energy crisis and the disruptions in the supply chains of raw materials and/or intermediate products, hence consolidating the path of inflationary pressures (until then considered of transitory nature). On the other hand, the demise of the low interest rate environment, in response to rising inflation, may lead to renewed concerns regarding the sustainability of sovereign debt and the fragmentation of financial markets in the euro area (given the upward trend in risk premiums).

At the geopolitical level, the global repercussions of the conflict are still difficult to predict. However, a reconfiguration of the economic globalization process is anticipated. The relocation of goods and intermediate products (or components) production units will likely privilege geographies closer to distribution markets (due to ease of transportation), and less prone to constraints and/or disturbances of a political and military nature.

Regarding cyber risks, the armed conflict has increased the perception for the risk of pro-Russian cyber-attacks, on companies and infrastructures of Western countries. In the case of the insurance sector, cyber risks may be within insurers' liabilities, through coverage by insurance contracts in an explicit or silent way (i.e., when such coverage is neither included, nor excluded in the policy wording), impacting them both in the operational and underwriting risk fronts, thus representing an increased challenge for the sector.

The repercussions of the military conflict on energy supply are also causing a setback in European policies of transition to carbon neutrality, with several countries returning to a more intensive exploitation of fossil fuel (including coal) and nuclear energy sources. Thus, climate change and sustainable finance continue to bring relevant risks to the insurance and pension funds sectors, namely in respect of investment, underwriting (insurance), governance, reputational and legal risks (within the scope of disclosure requirements, among others).

This ASF's Financial Stability Report for the Insurance and Pension Funds Sectors analyzis the development of the activity of the insurance undertakings and pension funds, with reference to December 2021 and March 2022, seeking to identify the risks to which they are exposed, as well as the impacts of conjunctural and structural nature on their performance.

Therefore, the first chapter analyzis the evolution of the main macroeconomic indicators and their impact on the most relevant risks to which the insurance and pension fund sectors are exposed.

In the current geopolitical scenario, the growth prospects of the Portuguese economy stand out, at European level, as being among those least penalized by the effects of the war. The Portuguese Gross Domestic Product (GDP) and that of the euro area will grow, respectively, 4.9% and 5.4% in 2021, partially recovering from the fall in the previous year (8.4% and 6.5%, respectively). For 2022, the Portuguese economy is expected to grow by 6.3%, clearly above the 2.8% growth forecast for the euro area over the same period.

The increase in inflation has led to significant adjustments in the central banks' accommodative monetary policies (in response to the Covid-19 pandemic), namely through the reduction, and later discontinuation, of asset purchase programmes, and through the recent announcement of a 50-basis point increase in reference interest rates. In recent months, there were also increases in swap rates in euros for various maturities, as well as in the Euribor rate (3 months). It should be noted that the interactions between inflation, monetary policy and financing costs - borne by sovereigns, private individuals and households -, is a key factor for the economic recovery and for the resilience of the macroeconomic environment, which may result in a peak of credit risks materialization. The monitoring of these exposures is particularly relevant for the insurance sector, namely in the case of undertakings where the proportion of exposures at the border of investment grade (CSQ 3) is more significant.

In financial markets, the geopolitical uncertainty has resulted in the downward correction of assets prices and in the subsequent increase in volatility, while still maintaining an additional recoupling (or realignment) potential. This possibility of additional adjustments in the assets' valuation directly impacts the insurance and pension funds sectors through the devaluation of assets held in their investment portfolios.

On the other hand, the relevant rise in 10-year yields, in a context of increased levels of sovereign indebtedness (due to the financing needs to respond to the pandemic) and increasing inflationary pressures, puts additional pressure on the financing costs and, consequently, on the sustainability of sovereign debts. This may lead to renewed concerns of fragmentation in the euro area financial markets, given the widening of the differential between the financing

costs of the main economies and the more peripheral ones (and/or between the more and less indebted). It should be noted that, if on the one hand the valuation of the investment portfolios of the domestic insurance undertakings and pension funds are materially exposed to variations in the risk premiums of fixed-income securities (sovereign and private), on the other hand, the new context of rising interest rates opens new prospects, both in terms of reinvestment and development of new products. Added to this factor, the upward movement in the risk-free interest rate term structure published by EIOPA[2], may relieve the pressure on the valuation of the insurance undertakings' liabilities.

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

Thus, in terms of investment policies, debt instruments, particularly sovereign bonds, maintain their dominance except for the unit-linked related portfolios, where investment funds became predominant in 2021 (with 55% relative weight), remaining as such in March 2022 (with about 52% representativeness). Regarding the credit quality of the portfolios, securities in investment grade territory prevail. In terms of duration, maturities close to five and four years prevail in the insurance undertakings' securities portfolios, for non-unit-linked and unit-linked products, respectively. In the case of pension funds, the average duration of the securities portfolio is about six years.

It should be noted that the direct exposure of domestic insurance undertakings to the countries involved in the armed conflict at the end of 2021 was very limited, representing only 0.04% of the total assets in the portfolio. This percentage fell to 0.02% at the end of the first quarter of 2022, mostly reflecting the devaluation of the debt securities in question.

With regard to the environmental, social and governance profile (ESG), on 31 March 2022, securities with a medium-high ESG rating prevail in the investment portfolio of the insurance undertakings and pension funds (around 52% in the non-unit-linked portfolio and 73% in the unit-linked and pension funds portfolios). This factor, associated with the high relative weight of securities on the investment grade border (CQS 3), implies an increased exposure to the risk of adverse variations in the value of securities or issuers with less robust credit quality, with no significant differences between portfolios allocated to unit-linked and non-unit-linked products.

2 Which establishes the reference for the discounting of the liabilities of insurance undertakings.

In March 2022, the total market solvency levels for the insurance sector showed an increase, compared to December 2020, of 13 and 46 percentage points, respectively, for the SCR (solvency capital requirement) and for the MCR (minimum capital requirement), reaching 207% and 582% coverage in each case.

In terms of profitability, the insurance market under ASF's prudential supervision showed a global net profit of 645.6 million euros in December 2021, which represents a growth of 43.4% compared to the previous year, essentially based on the performance of the financial function, both in the Life and Non-Life segments.

In December 2021, after two consecutive years of decline, the production of the life insurance sector showed a year-on-year growth of 74%, reflecting a remarkable structural change, through which the unit-linked segment came to represent 62% of total life premiums (compared with 44% in the previous year). In March 2022, a slight slowdown in the previously described trend is registered, with the year-on-year growth of unit-linked products reaching 48%, which corresponds to a relative weight of 54% on the total life premiums.

For all non-life branches, the year-on-year growth record in December 2021 and March 2022 was 6% and 7.5%, respectively, contrasting with the exuberance shown by the Life production for the same periods. The behavior changes related with the pandemic period, which influenced the conjunctural improvement of the profitability of some non-life branches seem to be gradually fading. Thus, despite the positive behavior of workers' compensation segment in 2021, the indicators in the first quarter of 2022 already point towards a degradation of the claims level in year-on-year terms. In the motor segment, there is also a deterioration of operational indicators in the course of 2021, though it still remains above the historical pre-pandemic level. With regard to the health branch, despite the significant growth record (9.3% in December 2021), the claims rate has worsened significantly, showing a trend which became more pronounced in the first quarter of 2022, returning to the 2019 performance levels (pre-pandemic). Finally, during 2021, a slight improvement is noted in the performance of the branch of the fire and other damages.

In chapter three of this report, in the context of the qualitative self-assessment by insurance undertakings and pension funds management entities of the risks to which they are exposed, macroeconomic risks were once again identified as those that may be more material to the performance of the sectors. In the case of insurance undertakings, there was an increase of the risk perception associated with this category (especially for geopolitical risks), as well as for market risks, reflecting the impact of the military conflict between Russia and Ukraine.

The insurance undertakings' assessment for the categories of liquidity risk and specific non-life risks tend to follow the ASF 's classification in terms of relevance. In respect of market risks, interconnections, life-specific and macroeconomic risks, the sector shows a rating level lower than that of ASF. Finally, regarding the relevance of credit risks, profitability and solvency risks, it is observed that the risk level perceived by the insurance companies is higher than ASF 's assessment. It should also be noted that, from the point of view of the insurance undertakings, the three risks presenting the most significant adverse outlook over the next twelve months are, respectively, geopolitical risks, risks related to the macroeconomic environment (national and international) and credit risks associated with sovereign bonds. For the pension fund sector, the macroeconomic environment, as well as market and credit risks, remain, in aggregate terms, with the worst classification. These are also the three risks with the most significant adverse outlook in a twelve-month period. Both sectors reveal a marked improvement in the assessment of risks related with the low interest rates environment.

Finally, in the thematic study in chapter four of this report, the evolution and characterization of the unit-linked segment and the embedded investment policy, for the 2020-2021 period, is presented.

In recent years, the continued low interest rate environment led several insurance undertakings to implement important adjustments to their business offer, as a way to relief the pressure placed by this environment on both risk management and solvency metrics. These adjustments focused on the offer of unit-linked (UL) products, through which market risks are borne by policyholders and beneficiaries. Thus, the UL segment recorded a year-on-year growth of 147% on December 2021, representing 62% of the production of the life segment, clearly above the European average of 39% at the same date. The banking channel played an important role in this development, accounting for the distribution of almost 62% of the unit-linked production in 2021, through distribution agreements or within the financial group commercial strategy.

In the insurance undertakings' investment policy related with the UL portfolio, it is worth highlighting the progressive reduction in the share of both public and private debt to 35% in 2021 (compared to 59% in 2016). This reduction was counterbalanced with the growth of investment funds (IF), which now represent 55% of the investment portfolios of UL products. By applying the look-through to the IF in the portfolio, indirect exposure to bonds and shares represents 42% and 34.4% of the total amounts invested, respectively, differing considerably from the investment policy of the remaining unit linked portfolio (given the high investment in shares).

A representative sample of the types of UL products most subscribed in 2021 shows that the duration of contracts is generally 5 years and 1 day or 8 years and 1 day, with relevance to the latter. The various products offer more than one investment option (with different degrees of profitability and risk), whose summary risk indicator tend to be classified in categories 2 and 3, on a scale of 1 to 7.

Notwithstanding the significant increase of unit-linked production in 2021, given the tendency for a conservative investment profile of the Portuguese individuals (who tend to prefer insurance products with guarantees), it is still uncertain whether, in the current context of rising interest rates, a sustained growth in this segment will proceed.

In fact, despite the growth levels achieved in the UL segment in March 2022 (48%), there was, at the same time, a significant increase in the volume of surrenders in this segment compared to the previous year period, of 59%, which may be related to the reaction of some policyholders to the increased uncertainty in the financial markets in that period, and to the risk of losing the invested amounts.

Thus, in the current context of high uncertainty, aggravated by the geopolitical tensions arising from the military conflict between Russia and Ukraine, it is considered essential that undertakings promote the maintenance of robust capitalization levels within the framework of an integrated risk management policy, not neglecting the preservation of sound and technically sustainable underwriting practices and policies, duly aligned with the fair and equitable treatment of policyholders.

1

Desenvolvimentos macroeconómicos e dos mercados financeiros

No presente capítulo serão analisadas as evoluções de variáveis relevantes para a caracterização da envolvente macroeconómica e dos mercados financeiros. Em particular, serão analisados os principais pontos de contacto dessas evoluções com os setores segurador e dos fundos de pensões, tendo presente os principais riscos a que estes se encontram expostos, numa ótica de estabilidade financeira.

O quadro continua a ser pautado por eventos marcantes, com elevada envergadura e amplas ramificações sociais, económicas e estruturais – nomeadamente a eclosão da guerra na Ucrânia, que se combina com a recuperação económica face à pandemia de Covid-19 -, configurando um nível de material incerteza. A nível geopolítico, a longevidade do conflito afigura-se de difícil previsão, podendo protelar-se, enquanto, no que se refere à pandemia, o surgimento de novas mutações ou variantes do vírus configura também um quadro passível de forçar retrocessos no processo de normalização em curso.

1.1 Evolução da pandemia de Covid-19 e do conflito militar entre a Rússia e a Ucrânia

No primeiro semestre do ano 2022, o enquadramento macroeconómico mundial encontrava-se marcado pelo aumento dos níveis de incerteza decorrente dos impactos do conflito armado entre a Rússia e a Ucrânia. Este incidente geopolítico fomentou a subida dos preços globais da energia, das *commodities* e de outros bens, agravando as tensões inflacionistas que já se vinham a sentir na sequência da crise pandémica e das perturbações nas cadeias de produção e distribuição, e, consequentemente, aumentando a incerteza quanto à condução da política monetária e à evolução da recuperação económica. Paralelamente, a pandemia de Covid-19 tem vindo a assumir um impacto contido sobre a esfera económica, permanecendo, ainda assim, o risco de surgimento de novas estirpes, que poderão motivar retrocessos nos processos/medidas de desconfinamento.

1.1.1 Evolução do conflito militar entre a Rússia e a Ucrânia

No dia 24 de fevereiro, a Rússia iniciou uma invasão militar à Ucrânia, dias após ter reconhecido a independência das regiões separatistas de Donetsk e de Lugansk. Este conflito armado, que é o maior a desenrolar-se na europa desde a segunda guerra mundial, motivou uma célere resposta dos países ocidentais através da imposição de sanções económicas à Rússia (congelamento de ativos detidos por bancos estatais e por oligarcas russos, exclusão da Rússia do SWIFT, impedimento do banco central russo de utilizar as suas reservas internacionais, entre outras).

Desde o despoletar do conflito armado, os mercados financeiros têm vindo a apresentar elevados níveis de volatilidade, com os investidores a alterarem as suas perspetivas económicas e a deslocarem os seus investimentos para ativos com maiores níveis de segurança. Consequentemente, investidores (individuais, institucionais e empresas) que apresentavam, nas suas carteiras de ativos, instrumentos financeiros, direta ou indiretamente, relacionados com os países envolvidos no conflito observaram uma perda substancial dos correspondentes valores de mercado, bem como um aumento muito significativo da sua iliquidez. A economia europeia registou um arrefecimento das perspetivas de crescimento económico, provocadas pela diminuição dos níveis de consumo e investimento e pelo agravamento da inflação (muito relacionado com os constrangimentos nas cadeias de abastecimento e distribuição de matérias-primas), colocando dificuldades acrescidas à condução da política monetária pelos bancos centrais.

Após o acelerado processo de digitalização prosseguido durante a crise pandémica, um novo risco emergente – o risco cibernético –, ganhou particular destaque com a eclosão do conflito armado. Os sucessivos pacotes de sanções económicas impostas à Rússia, e o agravamento do cenário geopolítico, vieram aumentar significativamente a perceção de risco de ataques informáticos a empresas e infraestruturas dos países ocidentais. Estes ataques poderão afetar a economia europeia de diversas formas, como seja através da indisponibilidade de utilização de sistemas e da manipulação ou destruição de informação vital.

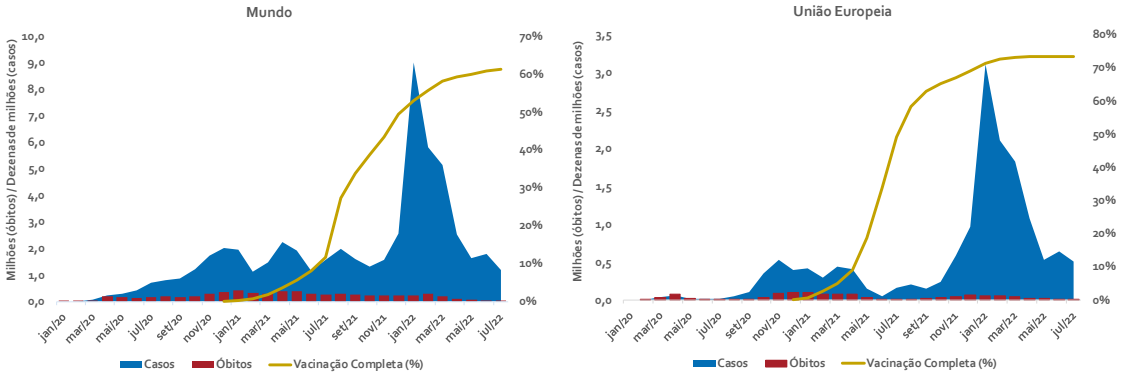
1.1.2 Evolução da pandemia de Covid-19

A pandemia de Covid-19 continua a afetar a população mundial, tendo-se atingido 560 milhões de casos confirmados e cerca de seis milhões de óbitos em julho de 2022. A proporção de população com vacinação completa continua a aumentar, embora a um ritmo reduzido, reforçando as assimetrias regionais. Durante o mês de julho registou-se uma taxa de vacinação completa de 61,2% a nível mundial, revelando a necessidade de um esforço acrescido para o alcance da imunidade de grupo.

Em particular, a União Europeia (UE) acompanha o ritmo pausado de vacinação, com a taxa a fixar-se em 73,5% no mesmo período, ainda insuficiente para alcançar a imunidade de grupo. Em termos acumulados, a UE atingiu os 154 milhões de casos confirmados, dos quais resultaram cerca de um milhão de falecimentos.

Covid-19: Evolução do número de casos[3], de óbitos e da percentagem de vacinação, na UE e no mundo

Figura 1.1



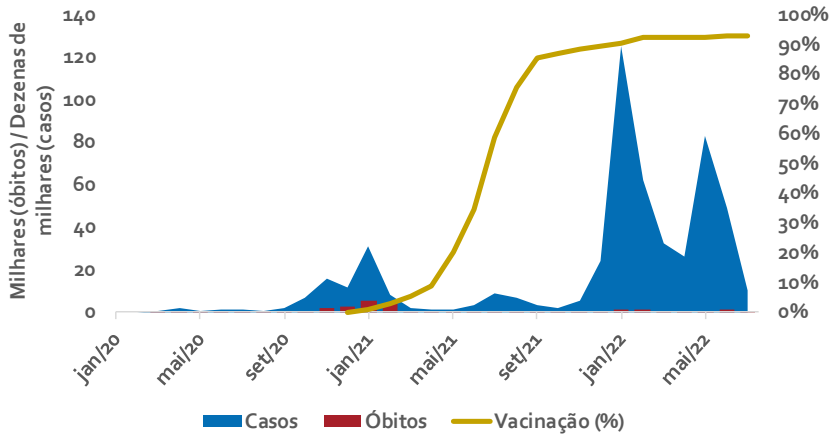
Fonte: "*Coronavirus Pandemic* (Covid-19)", publicado em *OurWorldInData.org*, editado pela ASF (consulta a 14 de julho de 2022).

No contexto nacional, verificou-se a estabilização da taxa de vacinação (vacinação base completa) nos 93%, registando-se um ligeiro acréscimo na taxa de vacinação referente à dose de reforço. O número acumulado de casos confirmados de Covid-19 atingiu os 5,3 milhões, com os óbitos a cifrarem-se em 24,4 mil. Os resultados da pandemia nos primeiros meses do ano de 2022 viabilizaram o levantamento praticamente integral das medidas restritivas.

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

Figura 1.2

Covid-19: número de casos[4], de óbitos e percentagem de vacinação em Portugal



Fonte: "*Coronavirus Pandemic* (Covid-19)", publicado em *OurWorldInData.org*, editado pela ASF (consulta a 14 de julho de 2022).

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

A análise que se segue efetua um exercício de comparação entre a evolução do índice de confiança dos consumidores[5] (ICC) e do Indicador de Clima Económico[6] (ICE), face aos indicadores relacionados com a pandemia de Covid-19 – designadamente no que se refere ao número de casos confirmados, óbitos, percentagem de vacinação e intervalo temporal dos períodos de confinamento –, e ao impacto resultante da eclosão do conflito armado entre a Rússia e a Ucrânia.

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

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

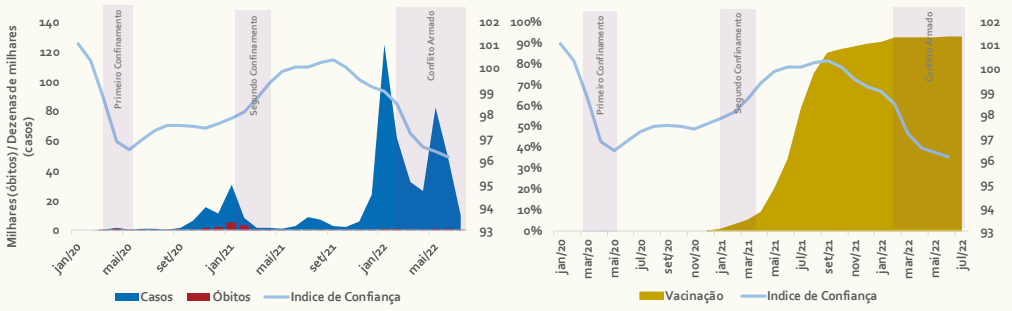
5 Indicador estimado pela OCDE, que fornece uma indicação da evolução futura do consumo e da poupança das famílias, com base em respostas a um inquérito relativas à sua situação financeira esperada, ao seu sentimento sobre a situação económica geral, ao desemprego e à capacidade de poupança. Fonte: OCDE.

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

No passado mais recente, o Índice de Confiança dos Consumidores iniciou um período de descida em setembro de 2021, divergindo do valor de 100[7] e denotando uma fraca correlação com os indicadores pandémicos[8]. Em particular, observa-se um decréscimo mais acentuado no período compreendido entre fevereiro e abril de 2022, presumivelmente motivado pelos acontecimentos associados ao conflito armado entre a Rússia e a Ucrânia e pelas pressões inflacionistas então emergentes. Estes eventos terão fomentado um decréscimo mais acentuado na confiança dos agentes económicos, impelindo-os a revisitar as suas perspetivas sobre o crescimento económico e as condições dos mercados financeiros.

Figura 1.3

Evolução do índice de confiança dos consumidores, face aos desenvolvimentos do conflito armado, e aos números da pandemia de Covid-19 (número de casos[9], óbitos e percentagem de vacinação) em Portugal[10]



Fonte: OCDE e "*Coronavírus Pandemic* (Covid-19)", publicado em *OurWorldInData.org*, editado pela ASF (consulta a 14 de julho de 2022).

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

8 Eventualmente influenciado pelo período de indefinição política que resultou das eleições autárquicas de 26 de setembro de 2021 e que culminou com a dissolução do parlamento e convocatória de eleições legislativas antecipadas para janeiro de 2022, na sequência do chumbo do Orçamento do Estado de 2022 em outubro do ano anterior.

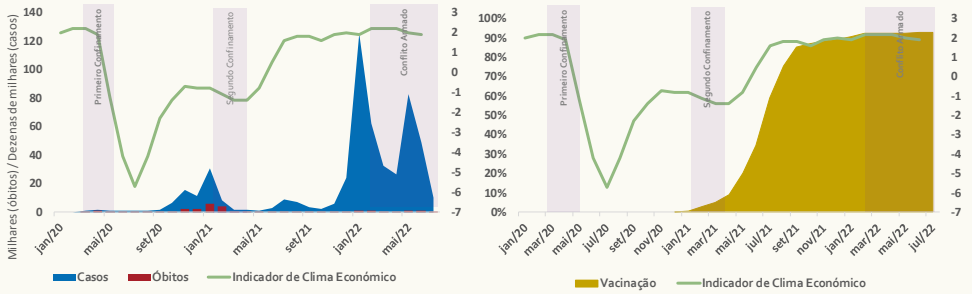
9 Para efeitos de legibilidade do gráfico, o número de casos confirmados foi dividido por dez, estando assim, apresentado em dezenas de milhares.

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

Por outro lado, o Indicador de Clima Económico exibiu, no passado mais recente, um comportamento antagónico ao apresentado pelo ICC, verificando-se uma tendência de crescimento desde outubro de 2021. Este indicador não sofreu qualquer ajuste na sua tendência de crescimento, mesmo quando se delimita a avaliação ao período do conflito armado e do reforço das pressões inflacionistas. Pelo contrário, o ICE atingiu, entre fevereiro e abril de 2022, um valor superior ao apresentado no período pré-pandémico, provavelmente influenciado pelo retorno a um cenário de retoma de atividade e de "normalidade" relativa, associado à transição para uma situação de endemia.

Figura 1.4

Evolução do Indicador de Clima Económico, face aos desenvolvimentos do conflito armado, e face aos números da pandemia de Covid-19 (número de casos[11], óbitos e percentagem de vacinação) em Portugal[12]



Fonte: INE e "*Coronavírus Pandemic* (Covid-19)", publicado em *OurWorldInData.org*, editado pela ASF (consulta a 14 de julho de 2022).

Face ao anteriormente exposto, conclui-se que ambos os indicadores afiguram apresentar-se positivamente correlacionados com a evolução do combate à pandemia, nomeadamente com o processo de vacinação, até setembro de 2021 (momento em que se gerou um cenário de indefinição política a nível nacional na sequência do chumbo do Orçamento geral do Estado e da dissolução da Assembleia da República). Após esse momento, ambos os indicadores denotaram uma perda de associação com os eventos pandémicos, aumentando a relação com outros eventos macroeconómicos, nomeadamente o ICC com o conflito armado e recrudescimento da inflação, e, por outro lado, o ICE com a retoma de atividade económica nacional.

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

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

1.2 Evolução das variáveis macroeconómicas

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

(i) Crescimento económico – Economia mundial

Segundo as mais recentes estimativas do Fundo Monetário Internacional (FMI), emitidas em abril de 2022, a economia global terá crescido 6,1% em 2021. Esta trajetória é transversal à generalidade dos conjuntos de países, sendo mais pronunciada no caso das economias emergentes.

A atualização de abril de 2022 permite uma primeira perspetiva sobre os efeitos económicos da guerra da Ucrânia, bem como das sensibilidades relativas dos vários blocos económicos. Face ao exercício de projeção de outubro do ano anterior, as estimativas de crescimento económico mundial denotam um recuo de, para já, 1,3 pontos percentuais, não podendo ser descartada deterioração adicional, fruto de o conflito não se afigurar próximo do seu término, do impacto da aplicação de sanções económicas e da fragmentação do anterior caráter mais globalizado da economia. A estes aspetos somam-se ainda as perturbações das cadeias de produção e distribuição, motivadas pelo panorama energético e alimentar, bem como pela eventualidade de recurso a medidas de *lockdown* em caso de desenvolvimento adverso da pandemia.

Variação do PIB: estimativas do FMI para a economia mundial

Taxa de variação anual (%)	2021	Projeções abril 2022 2022	2023	Diferença face às projeções outubro 2021 2022	2023
PIB real					
Economia mundial	**6,1**	**3,6**	**3,6**	**-1,3**	**0,0**
Economias avançadas	**5,2**	**3,3**	**2,4**	**-1,2**	**0,2**
EUA	5,7	3,7	2,3	-1,5	0,1
Japão	1,6	2,4	2,3	-0,8	0,9
Área do Euro	5,3	2,8	2,3	-1,5	0,3
Reino Unido	7,4	3,7	1,2	-1,3	-0,7
Outras economias avançadas	5,0	3,1	3,0	-0,6	0,1
Economias de mercados emergentes e em desenvolvimento	**6,8**	**3,8**	**4,4**	**-1,3**	**-0,2**
Países Europeus em desenvolvimento	6,7	-2,9	1,3	-6,5	-1,6
Países Asiáticos em desenvolvimento	7,3	5,4	5,6	-0,9	-0,1
China	8,1	4,4	5,1	-0,9	-0,1
Médio Oriente e Ásia Central	5,7	4,6	3,7	0,5	-0,1
América Latina e Caraíbas	6,8	2,5	2,5	-0,5	0,0
Brasil	4,6	0,8	1,4	-0,7	-0,6
África Subsariana	4,5	3,8	4,0	0,0	-0,1

Figura 1.5

Fonte: FMI (*World Economic Outlook – update* a abril 2022).

A sensibilidade das economias avançadas e das emergentes face ao conflito armado é estimada como similar, com revisões em baixa de, respetivamente, 1,2 e 1,3 pontos percentuais. Em termos mais granulares, o subconjunto dos países europeus em desenvolvimento é o mais afetado, sendo que também a área do euro e os EUA apresentam revisões em baixa (1,5 pontos percentuais), ligeiramente superiores às denotadas pelos referidos blocos económicos agregados.

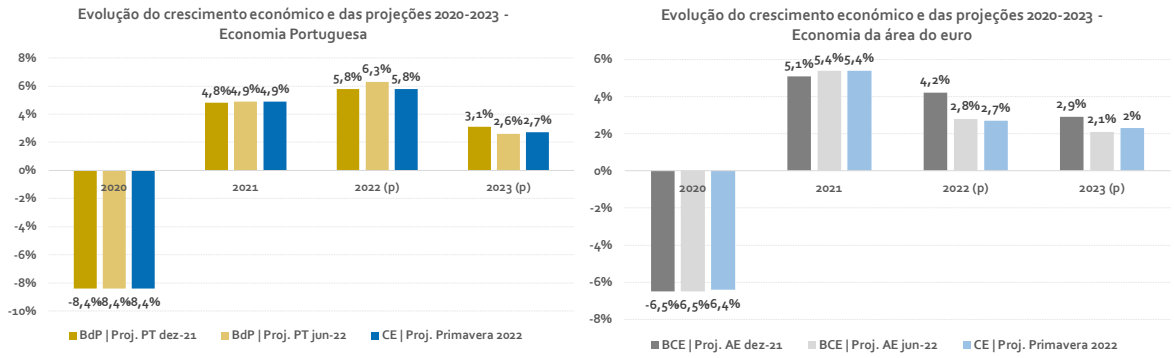
(ii) Crescimento económico – Economias portuguesa e da área do euro

No ano inicial da pandemia (2020), registou-se uma recessão económica superior a 8% no caso nacional, e de 6,5% para a área do euro, seguida de uma recuperação parcial em 2021, com crescimentos da ordem de grandeza dos 5%, em ambos os casos.

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

Desempenho económico sob o quadro de pandemia de Covid-19 (2020/21), e efeito da guerra na Ucrânia nas projeções económicas, para Portugal e área do euro, para o biénio 2022/23

Figura 1.6



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

Na economia portuguesa, o Produto Interno Bruto (PIB) cresceu 4,9% em 2021, recuperando parcialmente da quebra do ano precedente. Para 2022 estima-se um crescimento de 6,3% (projeções de junho), revisto em alta face ao exercício anterior (emitido em março, que sinaliza um crescimento de 4,9%), influenciado por revisões ascendentes dos consumos privado e público, bem como da procura interna.

Este facto consubstancia – à condição, dada a incerteza que assola o contexto macroeconómico -, que a economia portuguesa não se estima tão penalizada pela guerra em curso, em comparação com o agregado europeu. Denota-se ainda uma revisão em alta da estimativa da inflação, para 5,9%.

Estimativas do Banco de Portugal para a economia nacional

Figura 1.7

	BE junho 2022				BE março 2022		
	2021	2022 (p)	2023 (p)	2024 (p)	2022 (p)	2023 (p)	2024 (p)
PIB	**4,9**	**6,3**	**2,6**	**2,0**	**4,9**	**2,9**	**2,0**
Consumo privado	4,5	5,2	1,2	1,5	3,6	1,9	1,6
Consumo público	4,1	2,2	-0,9	-0,2	1,5	-1,5	-0,1
Formação Bruta de Capital Fixo	6,4	5,0	7,6	5,0	9,2	6,0	3,9
Procura interna	5,0	4,8	2,1	1,9	4,3	2,1	1,8
Exportações	13,1	13,4	5,8	3,6	14,2	7,5	3,8
Importações	12,9	9,5	4,5	3,4	12,3	4,4	3,3
Índice Harmonizado de preços no consumidor (IHPC)	**0,9**	**5,9**	**2,7**	**2,0**	**4,0**	**1,6**	**1,6**

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

(iii) Rendimentos e emprego

No âmbito laboral, são projetadas compressões adicionais da taxa nacional de desemprego no horizonte temporal apresentado, para valores abaixo dos 6%. A trajetória é análoga para a área do euro, retendo, contudo, valores mais elevados, próximos dos 7% para 2023.

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

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

Figura 1.8

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

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

(iv) Défice orçamental e endividamento dos soberanos

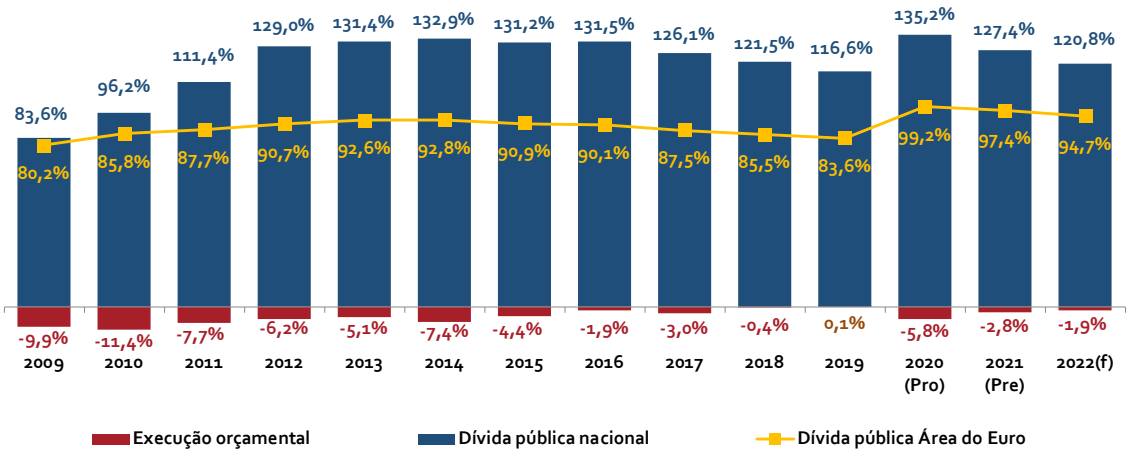
A pandemia de infeções de Covid-19 redundou no reforço dos níveis de endividamento dos soberanos, deteriorando também a execução orçamental, fruto das medidas aplicadas pelos governos, com o intuito de limitar a extensão dos efeitos da pandemia na saúde pública, na atividade económica e no emprego.

No caso nacional, o défice para o ano inicial da pandemia ascendeu a 5,8% do PIB, o valor mais elevado desde 2014. Posteriormente, em 2021, este valor terá já denotado um recuo para menos de 3%, e as estimativas do governo apontam para um valor ligeiramente abaixo dos 2% no ano 2022, conservando-se assim esta variável em nível superior face ao pré-pandemia.

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

Figura 1.9

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



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

(v) Política monetária

A ação monetária praticada pelos bancos centrais tem denotado importantes ajustes face ao teor acomodatício observável no período pré-pandemia, e que se densificou fortemente na resposta à mesma, de modo a fomentar o financiamento da recuperação económica em condições favoráveis, bem como a liquidez dos agentes económicos, e promovendo a estabilidade nos mercados financeiros.

Face à persistência de fortes aumentos da inflação, na sua variação em cadeia – que suplantaram as expectativas iniciais, e se agravaram com a eclosão da guerra na Ucrânia –, os principais bancos centrais viriam a amenizar, e depois descontinuar, os programas de compra de ativos, colocando de seguida as atenções sobre os níveis das taxas de juro de referência. O *timeline* destas decisões ocorre, tipicamente, primeiro no contexto norte americano, comparativamente ao europeu.

De seguida, as decisões de índole monetária destes dois bancos centrais são descritas em maior pormenor.

Ação de política monetária do Banco Central Europeu (BCE)

Da parte do BCE, observa-se o descontinuar da massiva ação não convencional, a par de múltiplos ajustes ascendentes, no curto-prazo, das taxas de juro diretoras. A instituição, na sua comunicação de política monetária de 9 de junho, emitiu as seguintes decisões:

- Sinalização de subida de 25 pontos base das taxas de juro diretoras, a ter lugar na reunião do Conselho de julho, acompanhada de planos para nova subida em setembro, de acordo com as expetativas atualizadas de inflação a médio-prazo, que caso se mantenham ou deteriorem, podem motivar uma subida mais material das taxas de juro. A 21 de julho o BCE viria a considerar apropriada uma subida superior, de 50 pontos base, das três taxas de juro diretoras e a aprovar o Instrumento de Proteção de Transmissão, para transmissão eficaz da política monetária. O BCE indicou ainda que nas próximas reuniões do Conselho será apropriada uma nova normalização das taxas de juro.

- Quanto à dimensão não convencional da ação de política monetária do BCE, as compras líquidas ao abrigo do programa de compra de ativos para a emergência pandémica (PEPP)[13] foram descontinuadas a partir do final de março. Os montantes vincendos serão reinvestidos, pelo menos, até ao final de 2024, com o *roll-off* do portefólio a ser gerido no sentido de prevenir interferências indesejadas com os objetivos de política monetária. O BCE reserva-se também a uma gestão ajustável desta componente, em particular no caso de fragmentação nos mercados financeiros, confirmando na sequência da reunião *ad-hoc* de 15 de junho que virá a fazer uso de flexibilidade nesta matéria.

- Recorde-se que, de modo a promover a gradualidade, em termos globais, das compras de ativos, o programa regular de compra de ativos, de criação bastante anterior à pandemia, decorreu temporariamente a um ritmo mensal superior. No segundo trimestre de 2022, as compras líquidas cifram-se em 40 mil milhões (abril), 30 mil milhões (maio) e 20 mil milhões (junho), sendo cessadas a partir de 1 de julho. Os montantes dos títulos vincendos adquiridos ao abrigo do programa APP continuarão a ser integralmente reinvestidos durante um largo período após o início da subida das taxas de juro diretoras.

13 Com uma dotação total de 1 850 mil milhões de euros, e com o horizonte temporal das aquisições líquidas até ao final do primeiro trimestre de 2022.

- Quanto às operações de refinanciamento para o setor bancário, o BCE cessará as condições especiais ao abrigo da TLTRO III a 23 de junho, mantendo-se, também neste domínio, vigilante quanto à evolução do panorama.

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

Quanto à FED[14], nos Estados Unidos de América (EUA), iniciou a 1 de junho a redução de envergadura do portefólio de títulos de tesouro e de *Mortgage-Backed Securities* (MBS) constituído ao longo do período de ação acomodatícia intensa, bem como a subida das taxas de juro diretoras. O *rate* primário consumou, em março, a primeira subida do ano, de 0,25% para 0,5%, a segunda subida em maio, para 1%, seguindo-se a terceira em junho, para 1,75%, e no final de julho ascendeu a 2,5%.

(vi) Inflação e taxas de juro

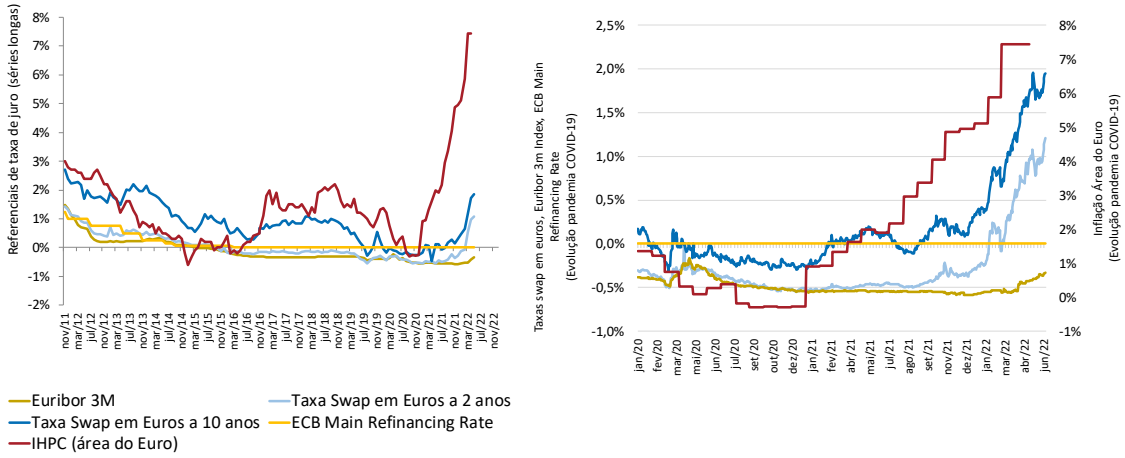
A escalada da inflação – fortemente pressionada pela componente energética e pelas *commodities* –, constitui um atributo macroeconómico central do período em apreço, que se agudizou com a eclosão do conflito armado na Ucrânia. Inicialmente enquadradas pelos bancos centrais como resultantes de fatores temporários, as pressões inflacionistas viriam a densificar-se, forçando reajustes de política monetária, conforme descrito anteriormente. Os meses mais recentes vêm revelando acentuadas subidas das taxas *swap* em euros para os vários prazos (sendo, para este efeito, rastreadas as maturidades de 2 e 10 anos), bem como uma subida não despicienda da taxa *Euribor* (a 3 meses).

A interação entre a inflação, a política monetária e os custos de financiamento – a suportar por soberanos, privados e famílias –, apresenta-se como um fator chave na prossecução da recuperação económica face à pandemia, e na resiliência do contexto macroeconómico face à guerra em curso, podendo resultar num pico de materialização de riscos de crédito. Deste modo, é importante que as empresas de seguros e as sociedades gestoras de fundos de pensões monitorizem cuidadosamente a evolução das suas exposições ao risco de crédito, em particular no caso segurador, onde a proporção de exposições com menor folga em território de investimento é mais significativa.

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

Figura 1.10

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



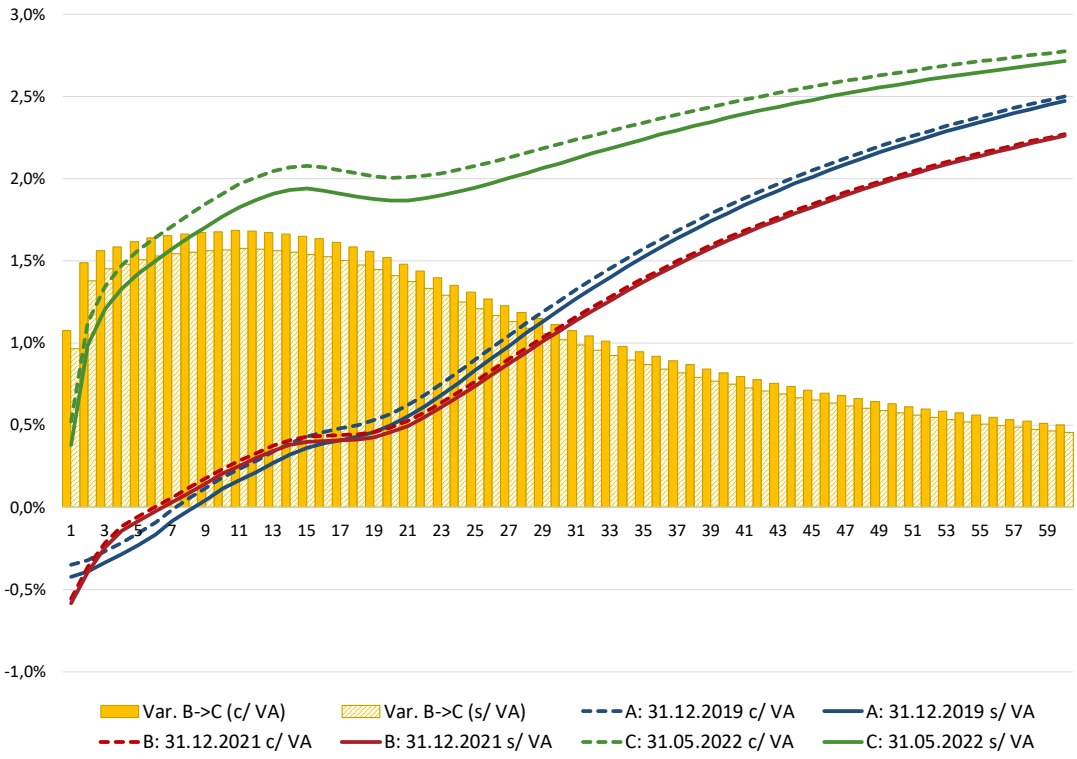
Fontes: BCE, *Bloomberg*.

A estrutura temporal de taxas de juro sem risco publicada mensalmente pela EIOPA[15], que estabelece a referência para o desconto dos passivos das empresas de seguros, acumulou subidas notórias na gama de maturidades mais correntes, permitindo consumar um descolamento relevante do ambiente prolongado e persistente de taxas de juro muito baixas, mesmo antes de ação explícita do BCE nesta matéria. Deste modo, assiste-se a um desenvolvimento importante do panorama que pautava o cenário pré-pandemia – ao nível de uma variável crítica para os setores segurador e dos fundos de pensões –, e que se agravou no decurso da mesma, com influência na solvabilidade, rendibilidade e na conceção e distribuição de produtos de cariz financeiro.

15 Incluindo as curvas com, e sem, ajustamento de volatilidade.

Figura 1.11

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



1.3 Evolução de indicadores relativos aos mercados financeiros

Desde o início do conflito armado no território da Ucrânia – que tem também coexistido com o descontinuar da ação monetária não convencional pelos bancos centrais, num contexto de crescimento persistente da inflação –, os mercados financeiros têm registado evoluções relevantes, mais expressivas do que as verificadas em contexto de eclosão da pandemia, nas primeiras semanas após a declaração da mesma[16].

16 Recorde-se que, nessa fase, para além do efeito estabilizador decorrente dos programas de compra de ativos de elevada envergadura, as valorizações nos mercados financeiros foram também suportadas pela resposta político-estratégica – em particular pelo acordo atingido a 21 de julho de 2020 no Conselho Europeu para uma resposta europeia comum aos efeitos da pandemia. Fonte: https://www.consilium.europa.eu/media/45109/210720-euco-final-conclusions-en.pdf. Pacote total de 1 824,3 mil milhões de euros, combinando uma moldura plurianual (Multiannual Financial Framework (MFF) de 1 074,3 mil milhões de euros e um Fundo de Recuperação (Next Generation EU (NGEU)) de 750 mil milhões de euros, dos quais 390 mil milhões em subvenções.

Pese embora as correções descendentes observáveis no passado mais recente, não se consideram extintas as problemáticas associadas ao risco de *decoupling* (ou dissociação) entre as valorizações dos títulos financeiros e o comportamento dos indicadores macroeconómicos subjacentes, cuja magnitude se havia expandido ao longo do ano de 2021, amplificando a dimensão das potenciais correções que se podem vir a registar no caso de o *recoupling* (ou reajuste), ter lugar por via de uma correção abrupta dos preços dos ativos. Recorde-se que a guerra na Ucrânia tem conduzido a uma pressão adicional sobre o ambiente macroeconómico.

De seguida, são analisadas, em maior detalhe, as evoluções recentes nos mercados obrigacionistas – soberano e privado – acionista e das *commodities*.

(i) Mercados obrigacionistas

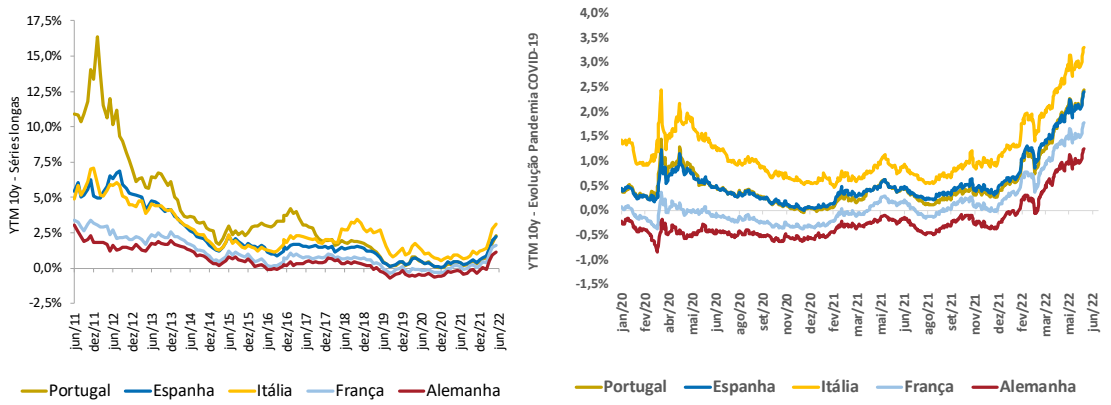
Após a invasão da Ucrânia pela Rússia, as *yield*s (YTM 10y) soberanas têm denotado uma subida notória, atingindo níveis não alcançados desde 2017. Assim, observa-se uma tendência de descontinuação do panorama de custos de financiamento soberanos extremamente baixos a que se assistiu nos últimos anos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

No quadro de recuperação económica incompleta face aos efeitos da pandemia, agudização dos níveis de endividamento soberanos, e pressões inflacionistas crescentes, o alargamento das *yields* pressiona a sustentabilidade do endividamento dos soberanos, suscitando também preocupações face a potencial fragmentação, com o alargamento do *gap* entre as principais economias e as mais periféricas e / ou entre as mais endividadas e as menos endividadas.

As carteiras de investimentos dos setores segurador e de fundos de pensões nacionais encontram-se materialmente expostas a variações dos prémios de risco dos títulos de rendimento fixo, em particular de um número restrito de emitentes soberanos ou privados, oriundos do setor financeiro. Em sentido contrário, este quadro abre novas perspetivas para finalidades de reinvestimento.

Figura 1.12

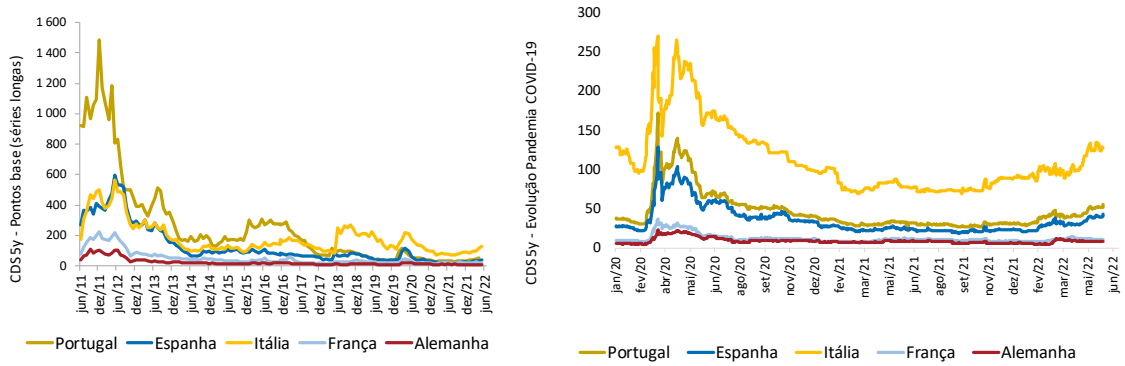
Evolução das YTM a 10 anos dos principais emitentes soberanos. Série longa e evolução diária no período de pandemia



Fonte: *Bloomberg*.

Figura 1.13

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



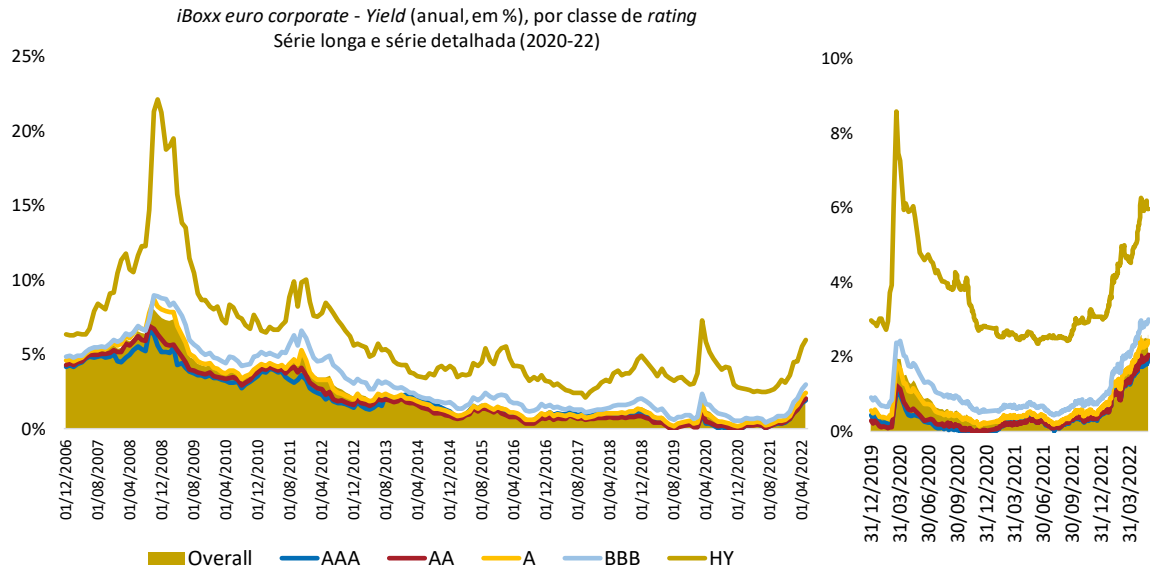
Fonte: *Bloomberg*[17].

Os índices *iBoxx* relativos à dívida privada denotam também uma tendência geral de subida material após a escalada geopolítica no leste europeu, configurando um quadro de acréscimo transversal dos riscos de crédito *corporate*.

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

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

Figura 1.14



Fonte: *iBoxx*, *IHS Markit*.

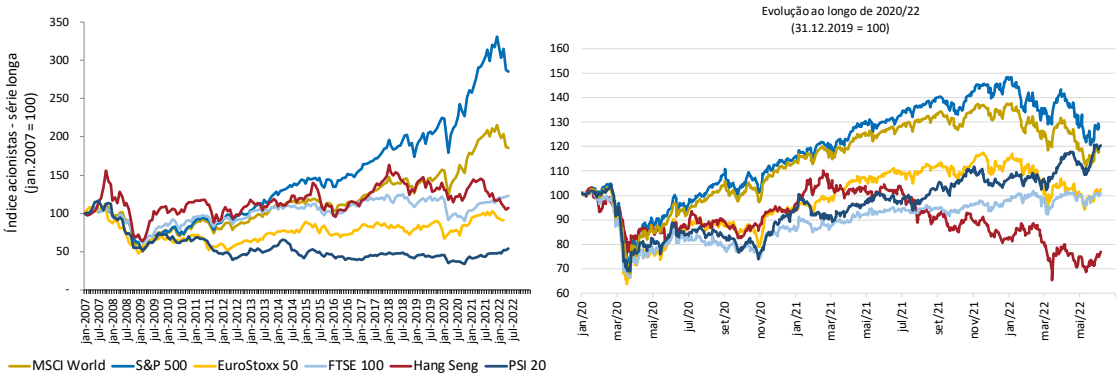
(ii) Mercados acionistas

Os mercados acionistas vêm constituindo um dos principais âmbitos de associação ao risco de *decoupling*. Existem, contudo, consideráveis assimetrias geográficas, que sinalizam *pockets* de exuberância de valorizações, em particular no contexto norte americano, e que influenciam os índices globais[18]. No atual quadro macroeconómico e de mercados financeiros, é vista como plausível a ocorrência de correções descendentes adicionais neste segmento.

18 De entre os índices monitorizados de forma mais próxima, o asiático *Hang Seng* e o britânico FTSE revelam níveis de valorização condicionados por, no primeiro caso, episódios geopolíticos e turbulência em torno de grandes grupos económicos da esfera imobiliária, e, no segundo caso, pelo *Brexit*.

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

Figura 1.15

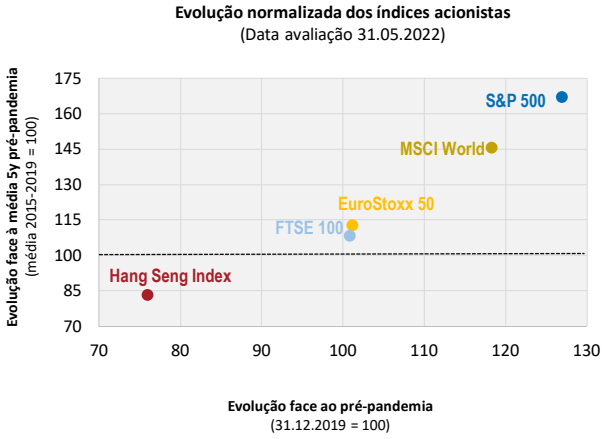


Fonte: *Bloomberg* e cálculos da ASF.

Comparando os níveis atuais face aos que precederam o acumulado de efeitos da pandemia e da guerra na Ucrânia, os índices denotam valorizações materialmente acima das suas médias a 5 anos, com *cut-off* antes da ocorrência desses eventos.

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

Figura 1.16



Fonte: *Bloomberg* e cálculos da ASF.

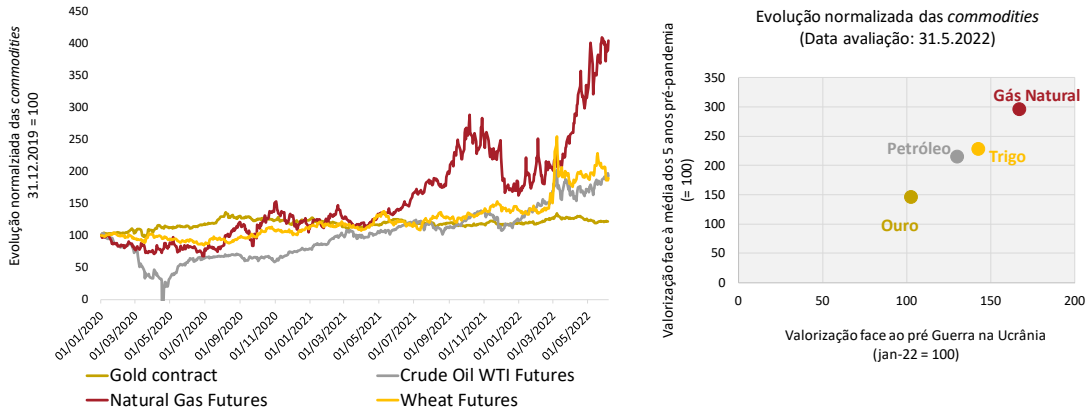
(iii) *Commodities*

A evolução dos preços das *commodities* vem merecendo particular relevância, fruto da respetiva influência na inflação. Enquanto o ouro[19] estabilizou materialmente acima da média a 5 anos pré-pandemia, fruto do seu papel como ativo de refúgio[20], as evoluções do petróleo[21], gás natural[22] e trigo[23] ilustram os efeitos dos canais energético e de bens essenciais / alimentares, sobre a inflação. A eclosão do conflito armado no leste europeu revela efeitos materiais sobre a cotação destas matérias-primas.

Este fenómeno ilustra a relevância e influência que os combustíveis fósseis continuam a deter, com fortes efeitos sobre a conjuntura macroeconómica, apesar da transição energética que urge cumprir. Este aspeto, aliado à reconfiguração das relações comerciais europeias na esfera energética, bem como o esgrimir de interesses entre os principais produtores, deverão manter um ambiente volátil em torno das necessidades energéticas.

Evolução das cotações das *commodities*

Figura 1.17



Fonte: *Bloomberg* e cálculos da ASF.

19 *Gold Contract*.

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

21 Crude *Oil WTI Futures*.

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

23 *Wheat Futures*.

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

Nos meses mais recentes, a intervenção das agências de notação tem ocorrido no sentido de revisões positivas, tanto de perspetiva de curto-prazo (*outlook*), como de notação. Deste modo, não se observa, de momento, a dinâmica verificada a este nível durante a disrupção inicial causada pela pandemia, na qual uma onda generalizada de revisões creditícias descendentes se consumou como um risco de elevado relevo.

Não obstante, o quadro atualmente observável, pautado por inflação de crescimento persistente, reversão de medidas monetárias de caráter acomodatício, subida dos referenciais de taxa de juro, aumento dos custos de financiamento, e de constrangimentos dos processos produtivos e de distribuição, é suscetível de interferir negativamente com o teor das ações recentemente implementadas pelas agências de notação, nos moldes acima descritos.

Figura 1.18

Evolução da avaliação creditícia dos soberanos

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

jun/22	S&P	Moody's	Fitch	DBRS
Alemanha	AAA →	Aaa →	AAA →	AAA →
França	AA →	Aa2 →	AA ↓	AA(H) →
Portugal	BBB →	Baa2 →	BBB ↑	BBB(H) ↑
Espanha	A →	Baa1 →	A- →	A →
Itália	BBB ↑	Baa3 →	BBB →	BBB(H) →

Fonte: *Bloomberg*.

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

No âmbito dos emitentes do setor financeiro, em particular da esfera bancária, os ajustes observáveis desde o início do ano ocorreram exclusivamente no sentido positivo, tanto as revisões de notação como as de *outlook*. Não obstante, o final do período temporário de medidas de suporte e de flexibilização, a trajetória da inflação, bem como a subida das taxas de juro – e respetivos efeitos nos riscos de crédito de empresas e famílias –, tendem a acarretar um reforço das pressões sobre este quadro.

Figura 1.19

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

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

jun/22	S&P	Moody's	Fitch	DBRS
BCP	BB →	Baa2 →	BB →	BBB(L) →
CGD	-	Baa2 →	BBB- →	BBB ↑
BPI	BBB →	Baa2 →	BBB →	-
NB	-	B1 ↑	-	B(H) →
CaixaBank	A- →	Baa1 →	BBB+ →	A →
Santander	A+ →	A2 →	A- →	A(H) →
Montepio	-	Ba3 →	B- ↑	B →

Fonte: *Bloomberg*.

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

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

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

- O agravamento do contexto geopolítico, que gerou uma alteração significativa das perspetivas futuras dos agentes económicos, traduzida na **correção descendente das cotações dos ativos** financeiros e no consequente aumento da volatilidade. Apesar da correção já materializada, os preços dos instrumentos financeiros mantêm potencial de *recoupling* adicional, atendendo à sobrevalorização ainda evidente em alguns segmentos dos mercados, à incerteza da evolução do contexto macroeconómico, bem como à remoção das medidas de suporte não convencional por parte dos bancos centrais. Esta possibilidade de ajustamentos adicionais nas cotações de mercado dos instrumentos financeiros impacta diretamente o setor segurador e o setor dos fundos de pensões através da desvalorização das suas carteiras de investimentos, amenizando, por outro lado, o risco de reinvestimento.

- O conflito armado que decorre na Ucrânia, contribuiu ainda para o reforço das **pressões inflacionistas**, que já se faziam sentir em meses anteriores (em consequência dos impactos da pandemia de Covid-19 nas cadeias de abastecimento e de distribuição de matérias-primas e produtos intermédios). Refira-se que o efeito da inflação poderá também repercutir-se no aumento dos custos com sinistros, impactando negativamente a rendibilidade de algumas linhas de negócio, em particular nos ramos Não Vida. Adicionalmente, a redução do poder de compra e da capacidade de poupança das famílias, provocada pela inflação, poderá impactar a procura por seguros do ramo Vida ou a contribuição para planos de pensões individuais, e até potenciar um incremento dos resgates de produtos de cariz financeiro.

- O aumento simultâneo dos referenciais de taxas de juro sem risco conexo com as pressões inflacionistas e a evolução ascendente dos prémios de risco podem conduzir ao reforço das preocupações relativas à **sustentabilidade da dívida** dos soberanos e dos agentes económicos, incluindo as famílias. Assiste-se assim ao reacendimento do risco de **fragmentação** dos mercados financeiros da área do euro, o qual é suscetível de penalizar um leque material de exposições detidas pelo setor segurador, e em menor escala, pelo setor dos fundos de pensões.

- **A descolagem do ambiente prolongado de taxas de juro muito baixas** afigura-se intrinsecamente benéfica para os setores segurador e dos fundos de pensões, permitindo desmobilizar o contexto de *double hit scenario* que os afetava, em que o potencial de correções descendentes sobre os preços dos ativos coexistia com pressões adicionais sobre os passivos (decorrentes das taxas de desconto cada vez mais baixas, e até mesmo negativas para vários prazos).

- Face à envolvente macroeconómica, perspetiva-se uma **redução do ritmo de crescimento económico**, o que terá impactos na geração de novo negócio pelas empresas de seguros e que poderá reduzir a capacidade dos associados de financiar os correspondentes planos de pensões.

- A elevada taxa de vacinação contra a **Covid-19** viabilizou o alívio das medidas restritivas. Apesar da evolução positiva, mantém-se algum nível de alerta relativamente ao surgimento de novas variantes e/ou evoluções desfavoráveis da situação pandémica que motivem a eventual retoma de medidas restritivas mais severas.

- Os **riscos cibernéticos** adquiriram destaque adicional com o acelerado processo de digitalização prosseguido durante a crise pandémica, e, mais recentemente, com a eclosão do conflito armado entre a Ucrânia e Rússia. Os sucessivos pacotes de sanções económicas impostas à Rússia acentuaram a perceção de risco de ataques informáticos a empresas e infraestruturas dos países ocidentais. Note-se que, no caso do setor segurador, os riscos cibernéticos ganham especial relevância pelo facto de poderem estar garantidos nas apólices de forma explícita ou de forma omissa (*i.e.*, não estando incluídos, nem excluídos nos contratos de seguro), impactando os operadores numa dupla vertente – operacional e de negócio –, e representando assim um desafio acrescido para o setor.

- **As alterações climáticas e as finanças sustentáveis** acarretam riscos relevantes para os setores segurador e dos fundos de pensões, nomeadamente de investimento, subscrição (setor segurador), governação, reputacionais e legais, de momento particularmente visíveis nas necessidades de divulgação de informação, inclusivamente na interface com o consumidor.

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

Figura 1.20

Nota: O mapeamento dos riscos reflete uma síntese esquemática dos principais riscos para a estabilidade financeira, na prespetiva 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).

2

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

2.1 Carteiras de investimentos

O total de ativos das empresas de seguros sob supervisão prudencial da ASF fixou-se, no final de 2021, em 51,2 mil milhões de euros, valor muito próximo do registado no final de 2020. Esta evolução reflete o efeito conjugado do aumento dos ativos afetos a seguros ligados (22,5%) por contrapartida do decréscimo da restante carteira (-8,1%). Assim, a distribuição da carteira global entre ativos *unit-linked* e restantes ativos variou em favor dos primeiros, que passam a representar 31,4% do total de investimentos, mais 5,8 pontos percentuais do que no final de 2020.

Por sua vez, a evolução da carteira de investimentos a março de 2022 revela um decréscimo do total de ativos para 49,7 mil milhões, menos 3,1% do que no final de 2021, o que estará conexo com a evolução dos mercados financeiros ao longo do primeiro trimestre de 2022, nomeadamente ao nível do aumento das *yields* dos títulos de dívida.

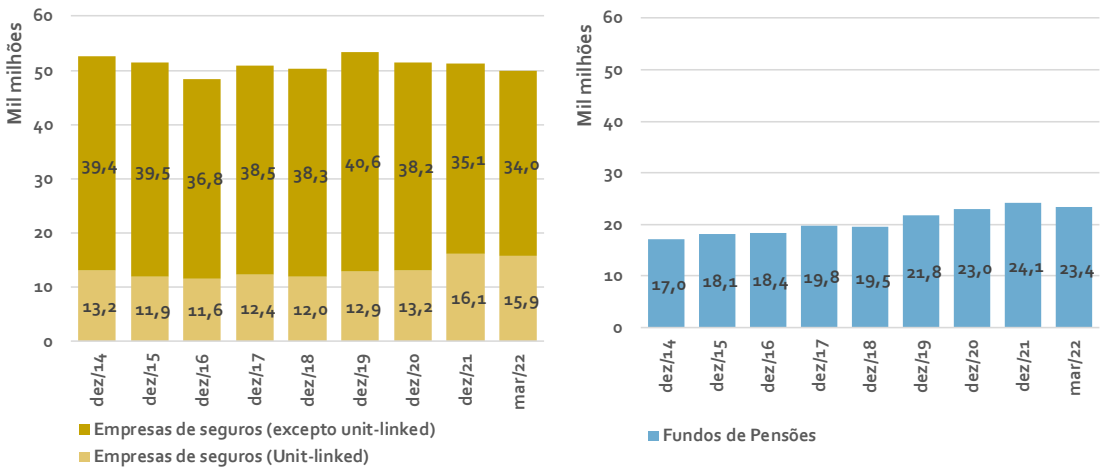
Quanto ao património dos fundos de pensões, verificou-se, entre o final de 2020 e de 2021, um aumento homólogo de 4,7% do total de ativos, para 24,1 mil milhões de euros, enquanto a evolução, no primeiro trimestre de 2022, reverteu a tendência crescente, com um decréscimo de 3,1% do valor total de ativos, para 23,4 mil milhões de euros.

Em termos prospetivos, apesar de já se ter assistido a alguma correção dos preços dos ativos no sentido descendente durante o primeiro trimestre de 2022, subsiste amplitude para correções adicionais, dada a perceção de sobreavaliação de alguns segmentos do mercado e a elevada incerteza quanto à evolução da inflação e ao enquadramento geopolítico, o que poderá criar pressões adicionais nos mercados financeiros com reflexos na carteira de ativos das empresas de seguros e dos fundos de pensões[24].

24 Ver Caixa-3 para mais detalhes sobre os impactos diretos e indiretos decorrentes da guerra na Ucrânia no contexto dos setores segurador e dos fundos de pensões.

Figura 2.1

Total de ativos das empresas de seguros e total do património dos fundos de pensões entre 31 de dezembro de 2014 e 31 de março de 2022;



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

(i) Políticas de investimentos

No que toca à política de investimentos do conjunto das empresas de seguros nacionais (excluindo os ativos afetos a seguros ligados), de acordo com a posição reportada ao final de março de 2022, as carteiras mantêm-se dominadas por títulos obrigacionistas (74,7%), em especial dívida pública (42,6%), apesar de se ter vindo a observar, desde 2020, o decréscimo da representatividade destes últimos. Adicionalmente, o investimento direto e indireto em imobiliário representa 9,2% do total da carteira (exceto *unit-linked*), apresentando assim alguma materialidade desde o final de 2020, sendo de destacar que cerca de dois terços do montante em causa corresponde a participações em empresas de investimento imobiliário.

No que concerne à composição da carteira de investimentos afeta a seguros *unit-linked*, a representatividade dos títulos obrigacionistas, em março de 2022, afigura-se mais contida (39,2%), por contrapartida, maioritariamente, dos fundos de investimento mobiliário. Esta última categoria de ativos, que tem vindo a ganhar representatividade no total da carteira em especial desde 2018, conheceu um aumento significativo no final de 2021, passando a

representar mais de metade do total de investimentos neste segmento (55%), ainda que com um ligeiro recuo no primeiro trimestre de 2022 (51,8%).

No setor dos fundos de pensões, em março de 2022, destaca-se a predominância de títulos de dívida (48%), apesar da tendência decrescente registada nos últimos anos, e dos fundos de investimento mobiliário (32,9%), tendo a evolução mais recente reforçado o peso desta última categoria.

Evolução da política de investimentos[25] entre 31 de dezembro de 2014 e 31 de março de 2022

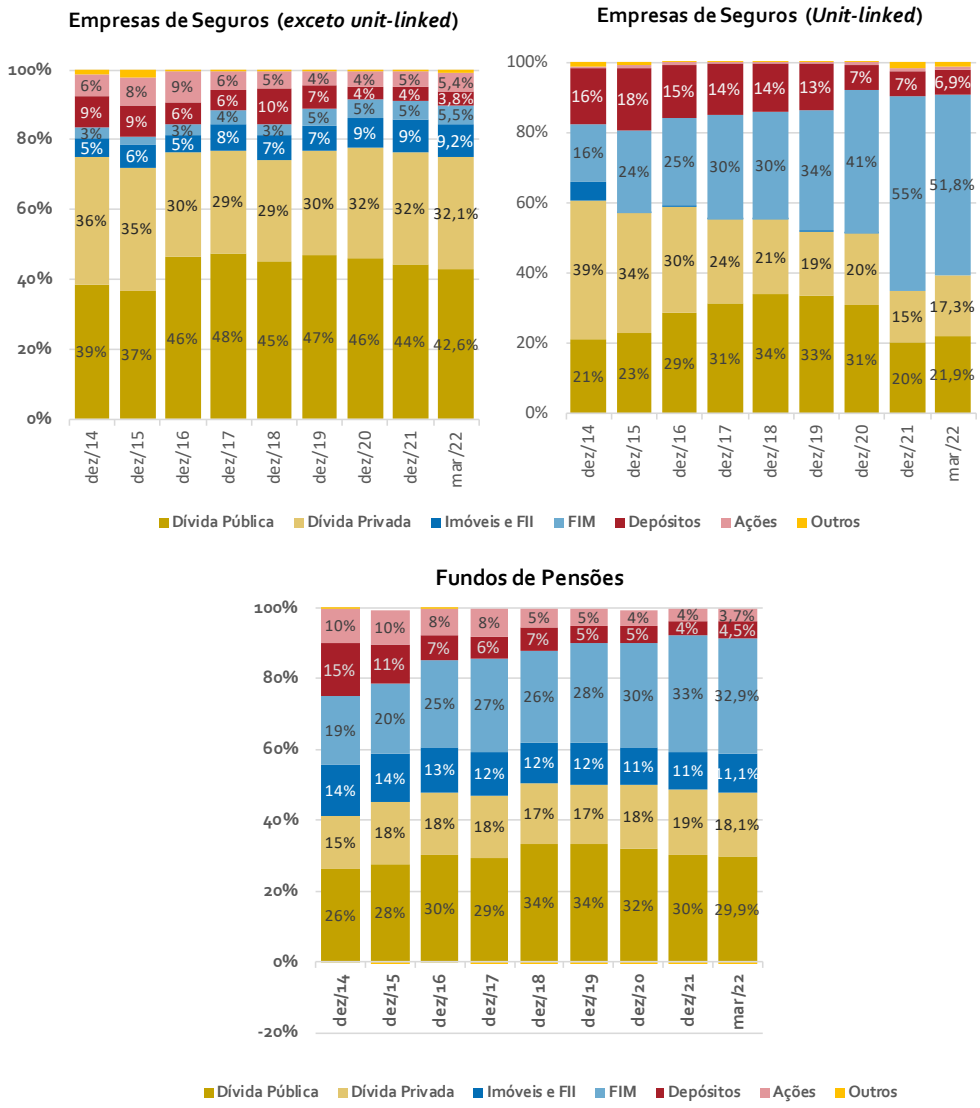


Figura 2.2

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

(ii) Qualidade creditícia das carteiras

Para o universo de empresas de seguros (exceto *unit-linked*), no final do primeiro trimestre de 2022, a carteira obrigacionista permanece situada, na sua quase totalidade, em terreno de *investment grade*, *i.e.*, com *credit quality step* (CQS) igual ou superior a três (91,9%). Inclusivamente, assistiu-se a um ligeiro aumento desta percentagem face ao final de 2020 (2,8 pontos percentuais), essencialmente por via do aumento do peso dos títulos com CQS_2.

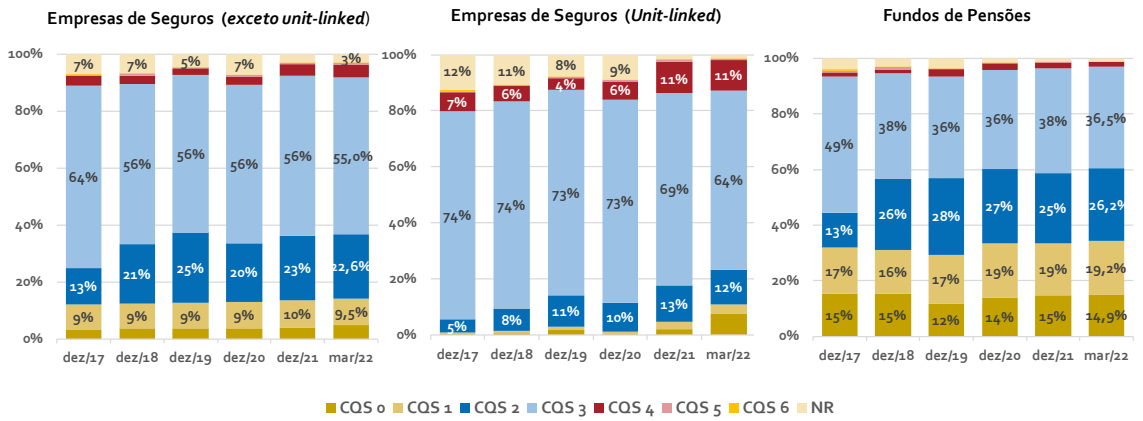
Note-se, no entanto, que do conjunto de títulos situado em *investment grade*, a maioria corresponde a CQS_3 e, portanto, com menor margem face ao espaço considerado como especulativo. Esta prevalência de títulos junto da fronteira de investimento constitui assim uma vulnerabilidade num cenário de revisões em baixa das notações de crédito que, apesar de não se ter materializado à data, os riscos subjacentes são agravados no atual contexto macroeconómico. Mais precisamente, deste subconjunto de títulos com CQS_3, as principais exposições correspondem a emitentes soberanos, para os quais, no atual contexto económico, podem reacender-se preocupações quanto à sustentabilidade da dívida pública, dado o aumento dos níveis de endividamento em resposta à crise pandémica e o recente incremento dos seus custos de financiamento.

Focando a análise na carteira obrigacionista afeta a seguros *unit-linked*, no final de março de 2022, esta permanece maioritariamente composta por títulos com CQS_3, apesar da redução do peso desta categoria face ao final de 2020 (-8,9 pontos percentuais), fruto do aumento do peso de títulos de *rating* superior (*i.e.*, com menor risco de crédito). Adicionalmente, em comparação com a restante carteira das empresas de seguros, há uma maior prevalência de ativos em terreno especulativo, mais especificamente com CQS_4.

Quanto à carteira obrigacionista dos fundos de pensões, verifica-se uma menor relevância dos títulos com notação CQS_3, por contrapartida de títulos de *rating* superior, nomeadamente CQS_0 e 1, correspondentes aos níveis creditícios mais altos, que somam cerca de um terço do total da carteira obrigacionista no final do primeiro trimestre de 2022.

Figura 2.3

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



(iii) Perfil de durações

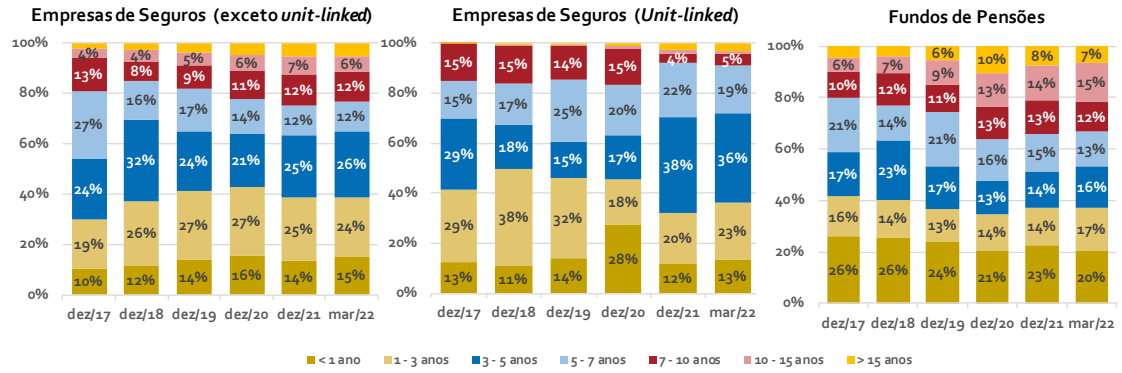
Na carteira global das empresas de seguros (exceto *unit-linked*), a duração média da componente obrigacionista rondou os 5 anos, valor semelhante ao registado no final de 2020. Entre o final de 2020 e o final do primeiro trimestre de 2022, as variações, em termos dos intervalos de duração, foram comedidas, salientando-se o aumento da representatividade de títulos na categoria de 3 a 5 anos (5,3 pontos percentuais) por contrapartida de uma redução dos intervalos adjacentes, *i.e.*, de 1 a 3 anos (-3,6 pontos percentuais) e de 5 a 7 anos (-2,1 pontos percentuais).

No que se refere à duração média da carteira obrigacionista afeta a seguros *unit-linked*, em março de 2022, observa-se, em termos agregados, uma ligeira variação positiva face ao final de 2020, posicionando-se nos 4,3 anos. Esta evolução traduz, em termos dos intervalos de durações utilizados, uma diminuição da representatividade de durações menores a um ano (-14,2 pontos percentuais), paralelamente ao aumento da categoria de 3 a 5 anos (18,2 pontos percentuais). Destaca-se ainda a diminuição do peso dos títulos de duração entre 7 e 10 anos (-10,2 pontos percentuais).

Quanto à evolução no âmbito dos fundos de pensões, a distribuição dos títulos obrigacionistas pelos intervalos de duração apresentados é genericamente equitativa, sendo a duração média da carteira de cerca de 6 anos. Face ao final de 2020, no primeiro trimestre de 2022, destaca-se o aumento do peso de títulos de durações mais curtas, mais especificamente até 5 anos (5,8 pontos percentuais), que passam a representar 53,3% da carteira, por contrapartida de títulos de duração mais longa.

Figura 2.4

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



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

Analisando conjuntamente a evolução da qualidade creditícia e duração das carteiras obrigacionistas das empresas de seguros (exceto *unit-linked*), constata-se que as classes de duração inferior a 7 anos associadas à qualidade creditícia CQS3, permanecem como as mais representativas, contabilizando cerca de metade do total da carteira em março de 2022. Face ao final de 2020, as principais variações ocorreram dentro desta categoria de *rating*, verificando-se, em particular, o aumento da representatividade do intervalo de durações de 3 a 5 anos por contrapartida dos intervalos vizinhos.

No contexto da carteira *unit-linked* das empresas de seguros, destaca-se o aumento da representatividade dos títulos com CQS3 e durações entre 3 e 5 anos, que no primeiro trimestre de 2022 passam a representar cerca de 30% do total da carteira. Por sua vez, os principais decréscimos àquela data observaram-se na mesma classe creditícia, nos intervalos de duração inferior a um ano e entre os 5 e 10 anos.

Assim, o setor segurador está mais exposto a uma subida dos prémios de risco por via da deterioração da qualidade creditícia, fruto de folgas moderadas face ao terreno especulativo. Por outro lado, nas durações, a concentração em torno de valores relativamente curtos poderá contribuir para mitigar a extensão dos efeitos de variação dos *spreads* na valorização dos títulos em carteira, face à redução do risco de reinvestimento.

No que concerne aos fundos de pensões, em março de 2022, os títulos classificados como de *investment grade* e com durações até 7 anos predominam na carteira (63,6%), sendo a principal diferença, face ao setor segurador, a menor acumulação junto da fronteira do território de investimento. Neste caso, a vulnerabilidade a um contexto de aumento de *spreads* é menor

pela via da deterioração da qualidade creditícia, ainda que, pelo canal das durações, confere-se maior sensibilidade a oscilações dos *spreads* (ainda que estas sejam limitadas se analisadas em conjunto com o horizonte temporal das responsabilidades).

Finalmente, destaca-se, para ambos os setores em análise, uma contida exposição a títulos sem notação creditícia, concentrando-se esta pequena parcela, predominantemente, nos intervalos de durações mais curtas.

Distribuição combinada da qualidade creditícia e da duração da carteira obrigacionista das empresas de seguros e dos fundos de pensões a 31 de março de 2022 e variação face a 31 de dezembro de 2020.

Empresas de seguros (excluindo *unit-linked*)

% de representatividade	< 1 ano	1 a 3 anos	3 a 5 anos	5 a 7 anos	7 a 10 anos	10 a 15 anos	>15 anos
CQS 0	2%	1%			1%		1%
CQS 1	2%	3%	1%		1%	1%	1%
CQS 2	2%	5%	7%	3%	4%	1%	1%
CQS 3	7%	13%	15%	8%	6%	4%	2%
CQS 4		1%	2%	1%			
CQS 5							
CQS 6							
NR	2%						

% de variação	< 1 ano	1 - 3 anos	3 - 5 anos	5 - 7 anos	7 - 10 anos	10 - 15 anos	> 15 anos
CQS 0	1,3 pp	-0,5 pp					0,4 pp
CQS 1	0,4 pp	0,2 pp	-0,6 pp	-0,5 pp			
CQS 2	-0,2 pp		0,7 pp	-0,5 pp	2,0 pp		
CQS 3	-3,4 pp	-1,9 pp	4,2 pp	-0,7 pp	-1,6 pp		
CQS 4		-0,2 pp	0,7 pp	-0,2 pp			0,2 pp
CQS 5							
CQS 6							
NR	1,7 pp	-1,3 pp					

Unit-linked

% de representatividade	< 1 ano	1 a 3 anos	3 a 5 anos	5 a 7 anos	7 a 10 anos	10 a 15 anos	>15 anos
CQS 0	3%	2%			3%		
CQS 1	2%	1%					
CQS 2	1%	3%	2%	5%			
CQS 3	5%	15%	29%	12%	1%		1%
CQS 4	1%	2%	4%	2%			2%
CQS 5							
CQS 6							
NR	1%						

% de variação	< 1 ano	1 - 3 anos	3 - 5 anos	5 - 7 anos	7 - 10 anos	10 - 15 anos	> 15 anos
CQS 0	2,0 pp	2,0 pp	-0,7 pp		2,6 pp		
CQS 1	0,7 pp	1,0 pp					
CQS 2		0,5 pp	0,2 pp	4,7 pp	-4,1 pp		0,2 pp
CQS 3	-10,6 pp	0,3 pp	16,4 pp	-7,3 pp	-8,4 pp		0,5 pp
CQS 4	-0,8 pp	0,9 pp	2,0 pp	0,8 pp	-1,0 pp	0,2 pp	1,4 pp
CQS 5			0,2 pp				
CQS 6							
NR	-3,7 pp	-0,2 pp					

Fundos de pensões

% de representatividade	< 1 ano	1 a 3 anos	3 a 5 anos	5 a 7 anos	7 a 10 anos	10 a 15 anos	>15 anos
CQS 0	1%	1%	2%	2%	1%	6%	1%
CQS 1	1%	3%	4%	1%	4%	5%	1%
CQS 2	6%	4%	4%	6%	2%	2%	2%
CQS 3	12%	7%	5%	4%	5%	3%	2%
CQS 4		1%	1%				
CQS 5							
CQS 6							
NR	1%						

% de variação	< 1 ano	1 - 3 anos	3 - 5 anos	5 - 7 anos	7 - 10 anos	10 - 15 anos	> 15 anos
CQS 0	-0,9 pp	-1,3 pp	0,5 pp	1,6 pp	-1,6 pp	2,0 pp	0,5 pp
CQS 1	-0,6 pp	1,7 pp	2,7 pp	-3,5 pp	0,4 pp	0,9 pp	-1,8 pp
CQS 2	-0,5 pp	1,5 pp	-0,5 pp	0,5 pp	-0,2 pp		-0,9 pp
CQS 3	2,7 pp	1,2 pp	0,2 pp	-1,4 pp	0,6 pp	-1,0 pp	-1,9 pp
CQS 4		-0,3 pp	0,2 pp				
CQS 5		-0,2 pp					
CQS 6							
NR		-0,2 pp					

Figura 2.5

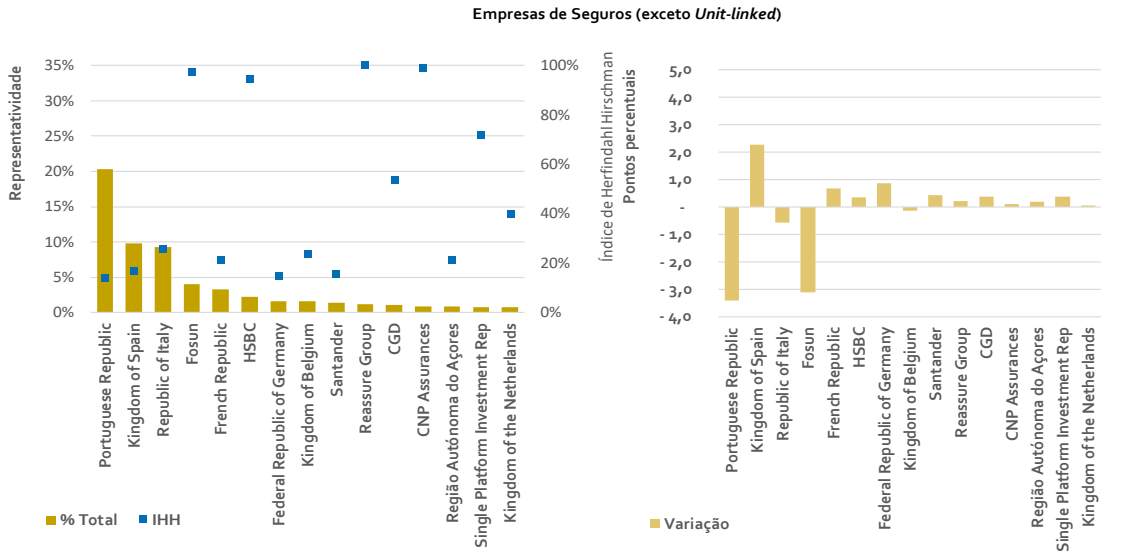
(v) Principais Emitentes/Grupos Económicos

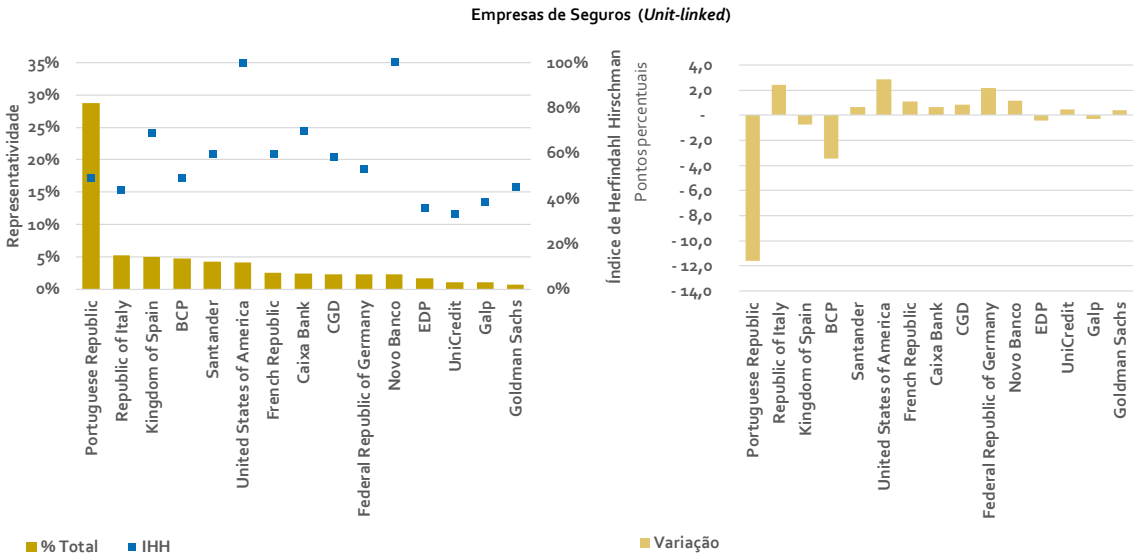
A análise das exposições por emitente ou grupo económico permite observar níveis de concentração globais relativamente altos em ambos os setores, segurador e de fundos de pensões, com elevadas proporções de emitentes soberanos e de ativos emitidos por grupos financeiros a operar em Portugal.

Focando a análise no universo de empresas de seguros, destaca-se em março de 2022, face ao final de 2020, a redução do peso do soberano nacional, quer no conjunto de ativos *unit-linked*, quer na carteira exceto *unit-linked*, o que conduziu à descida da proporção agregada do subconjunto das três principais exposições para cerca de 39% em ambas as carteiras, no primeiro trimestre de 2022. Note-se, também, que este subgrupo de principais exposições é constituído apenas por soberanos europeus – em concreto Portugal, Itália e Espanha –, cujo nível de concentração entre empresas de seguros é baixo, quando medido pelo IHH, traduzindo-se assim num comportamento transversal do mercado. Não obstante, são patentes níveis de concentração entre empresas de seguros, medidos pelo IHH, mais altos nas carteiras afetas a seguros ligados, o que se justifica pelo menor número de operadores a oferecer estes produtos.

No caso dos fundos de pensões, a proporção combinada dos três principais emitentes é mais moderada, de 36,3%. À semelhança do registado para o setor segurador, este subconjunto é constituído por soberanos europeus, notando-se uma maior preferência por economias menos vulneráveis a potenciais fenómenos de fragmentação. O soberano nacional, que também sofreu um decréscimo de representatividade face a 2020, assume-se, neste âmbito, como a oitava maior exposição.

Exposição por principal emitente / grupo económico nas carteiras de investimento das empresas de seguros e fundos de pensões a 31 de março de 2022 e decorrente nível de concentração; e variação da exposição face a 31 de dezembro de 2020[26].

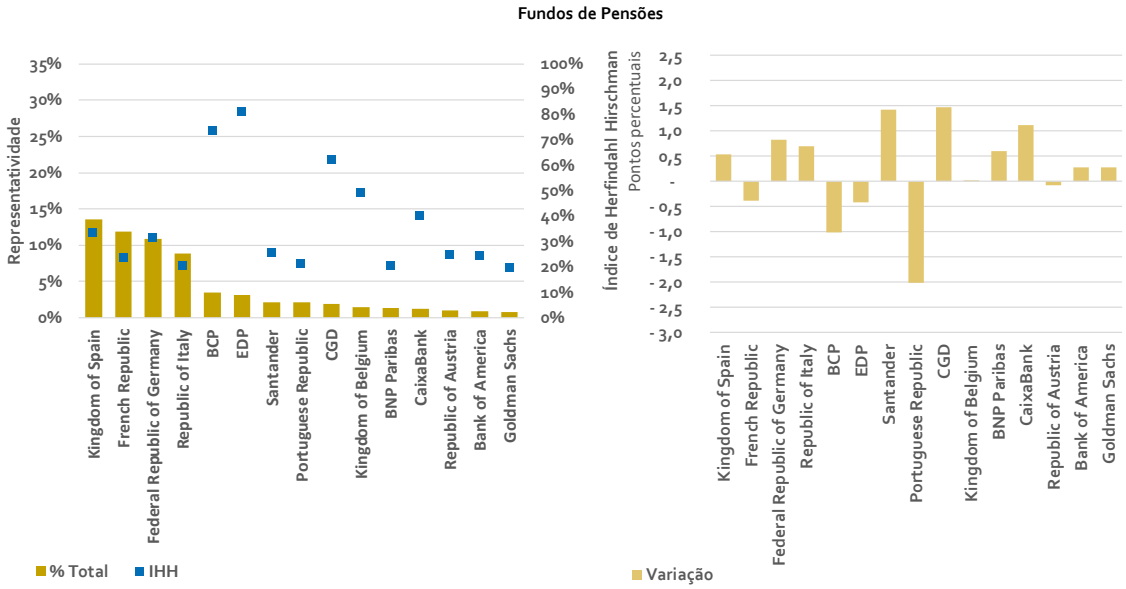




(continua)

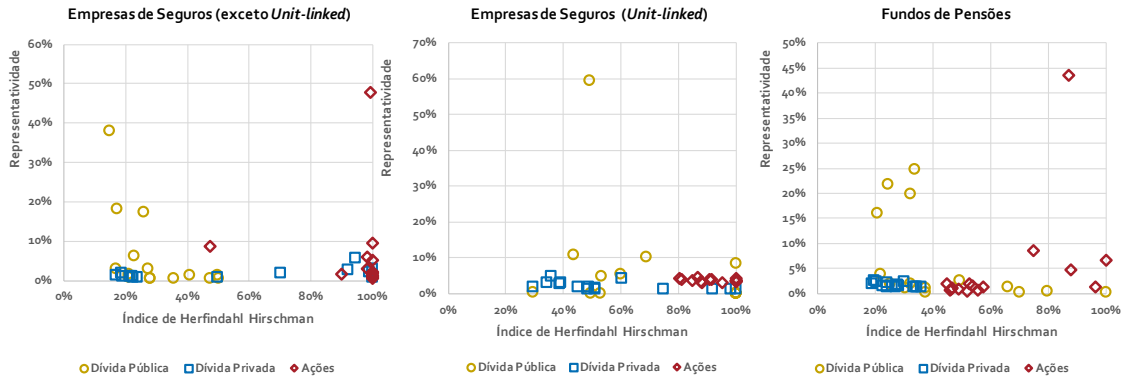
26 A análise inclui obrigações, ações, produtos estruturados, numerários e depósitos e hipotecas e empréstimos.

Figura 2.6



Exposição e nível de concentração dos principais emitentes / grupos económicos nas carteiras de dívida pública, privada e acionista a 31 de março de 2022

Figura 2.7



(vi) Perfil de risco ESG

Na seguinte secção procede-se à caracterização dos fatores *Environmental, Social and Governance* (ESG) ao nível das carteiras de investimentos do setor segurador e do setor dos fundos de pensões nacional à data de 31 de março de 2022, utilizando a informação disponibilizada pela plataforma CSR HUB[27].

27 Fonte: https://www.csrhub.com/

Este exercício, por recorrer a informação detalhada das carteiras de investimento ao nível do setor de atividade dos emitentes, permite analisar 98,2% da carteira de investimentos do setor segurador (exceto *unit-linked*), 100% do portefólio afeto a seguros ligados, e 92,2% da carteira afeta a fundos de pensões.

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

Figura 2.8

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

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

Fonte: CSR HUB, editado pela ASF. Para obter informações[28] sobre o cálculo dos *ratings* ESG deverá ser consultado o *website*[29] do prestador.

Nota: é importante notar que o termo "Muito baixo" descreve não um *rating* ESG sinónimo de menor qualidade, mas menor risco ESG, constituindo a gama de classificações ESG mais favoráveis

Antes de se avançar com a análise do perfil de risco ESG, importa salientar que a mesma não é diretamente comparável com a análise temática publicada no relatório de estabilidade financeira, referente a junho de 2021[30]. Tal deve-se ao facto de terem sido utilizados dois prestadores de informação distintos. Dado o atual contexto de maturação incipiente de avaliações ESG, ainda se observam resultados muito díspares entre os diversos prestadores de informação.

Na globalidade, as empresas de seguros nacionais apresentam carteiras de investimento com ratings ESG de nível médio alto. Não obstante, é possível verificar a existência de portfólios de investimento com risco ESG de nível médio baixo, nomeadamente em algumas empresas que operam nos ramos Não Vida (carteira exceto *unit-linked*) e nas carteiras de ativos afetos a seguros ligados de duas entidades. Apesar desse facto, regista-se uma amplitude contida entre os diversos níveis de risco ESG.

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

29 Fonte: https://www.csrhub.com/

30 https://www.asf.com.pt/NR/rdonlyres/D2081A99-9D5A-41E3-B3E7-693BF92DEC0A/0/REF_21.pdf

No que concerne ao setor dos fundos de pensões, com a exceção do portefólio agregado de fundos de pensões geridos por uma entidade gestora, que regista uma classificação ESG de nível médio baixo, todas as restantes entidades evidenciam classificações de risco médio alto.

Ratings ESG da carteira de investimentos a 31 de março de 2022

Figura 2.9

Fonte: CSR HUB, cálculos da ASF.

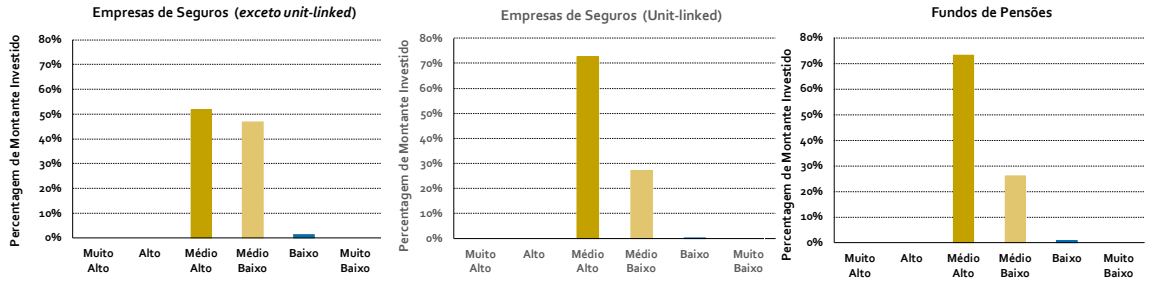
Na análise efetuada à carteira de investimentos, constata-se que a maioria (51,9%) do portefólio afeto a seguros (exceto *unit-linked*) encontra-se alocado a títulos com risco ESG médio alto. Esta proporção aumenta para 72,8% e 73,1% quando se observam as carteiras associadas a seguros ligados e ao setor dos fundos de pensões, respetivamente.

Assim, a carteira de investimentos das empresas de seguros (exceto *unit-linked*) apresenta globalmente um menor risco ESG, quando comparada com os restantes dois portefólios em análise.

Importa realçar, que no final de março de 2022, o montante investido em ativos conotados com um maior grau de sustentabilidade, isto é, com risco ESG baixo, cifra-se em menos de 1,5% nas três carteiras analisadas. O valor residual associado a estes títulos pode ser parcialmente justificado pelo nível preliminar de maturação das classificações ESG, que ainda se encontram concentradas num intervalo reduzido do espetro, e pela ainda insuficiente incorporação de considerações ESG no estabelecimento das políticas de investimento.

Figura 2.10

Proporção dos montantes investidos por classe de *rating* ESG a 31 de março de 2022



Fonte: CSR HUB, cálculos da ASF.

Da análise granular por tipologia de ativos financeiros constantes da carteira de investimentos de ambos os setores, nota-se que a maioria se encontra entre os patamares de risco ESG médio baixo e médio alto. Em particular, a dívida pública associada a obrigações supranacionais representa a categoria de ativos conotada com melhor sustentabilidade na carteira, exibindo um baixo risco ESG.

Importa salientar que os títulos com maior expressão, nas carteiras analisadas tendem a apresentar classificações ESG de nível médio alto (com exceção dos títulos obrigacionistas associados às empresas), contribuindo assim para carteiras com essa classificação global de risco, conforme referido anteriormente.

Categorização dos tipos de ativos financeiros inseridos no portefólio de investimentos por *rating* ESG a 31 de março de 2022

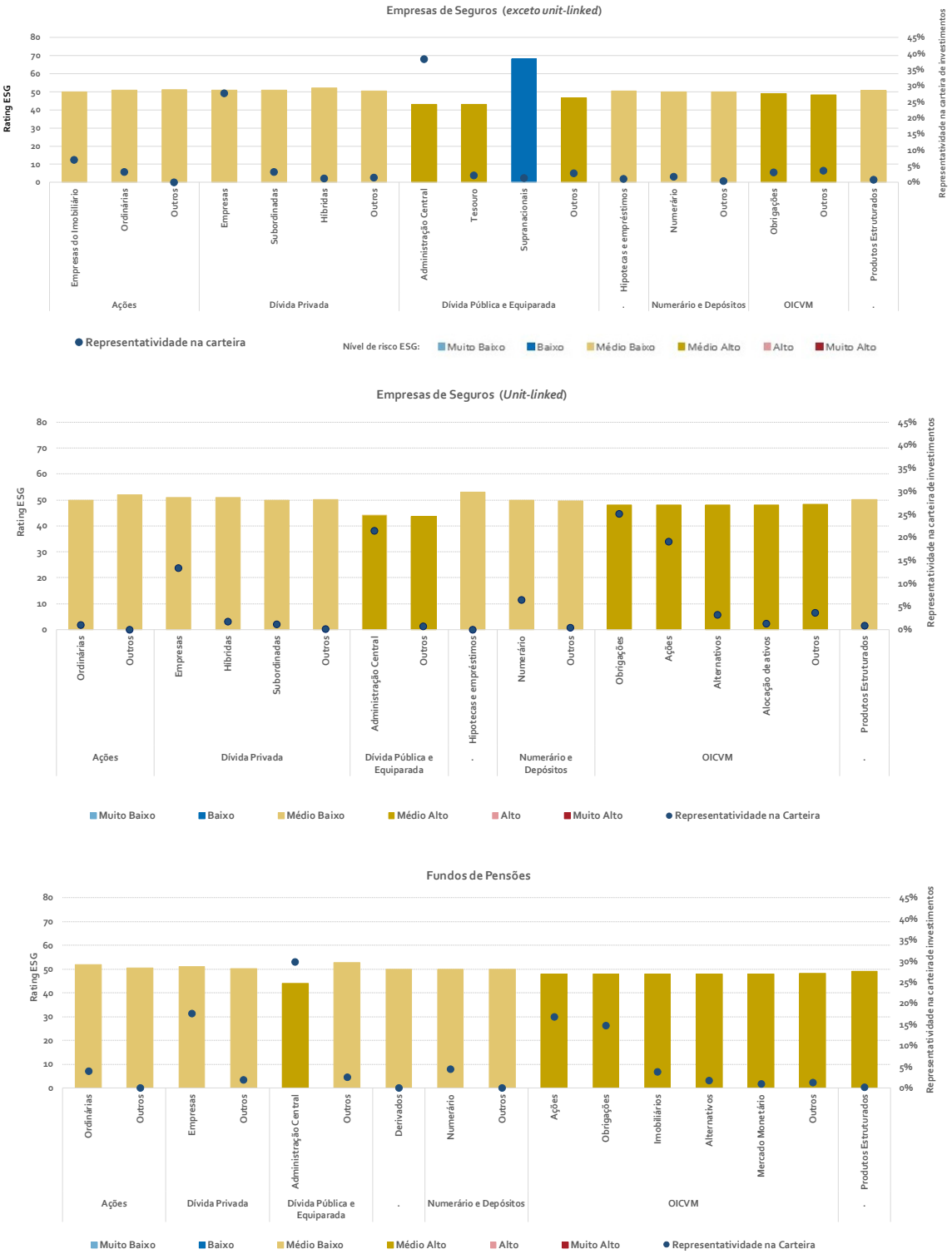


Figura 2.11

Fonte: CSR HUB, cálculos da ASF.

No atual contexto de transição para uma sociedade e economia mais sustentável, sublinha-se o potencial de stress adicional para os títulos ou emitentes cuja permanência em território de *investment grade* é menos robusta (*i.e.*, CQS3 e qualidade inferior), quando estes se encontram associados a *ratings* ESG conotados com menores níveis de sustentabilidade.

A figura seguinte apresenta a proporção da carteira de dívida (privada, pública e equiparada) por CQS e por *rating* ESG (figura da esquerda), bem como o *rating* ESG ponderado por patamar de CQS.

Em relação à carteira de investimentos associada a seguros Vida não ligados e Não Vida, verifica-se que 67,5% do total classificado como CQS3 está associado a títulos com um risco ESG médio alto. O elevado montante de ativos com esta classificação de risco ESG justifica a colocação do patamar de qualidade creditícia CQS3 como o que apresenta a classificação global ESG mais baixa, ou seja, o que está associado a um nível de risco ESG mais acentuado, de acordo com a escala utilizada (ver figura 2.8).

No que concerne aos ativos afetos a seguros ligados, a proporção de ativos classificados simultaneamente com risco ESG médio alto e com CQS3 cifra-se em 68,6%. Observa-se ainda que as categorias CQS0 e CQS1 são as que apresentam maiores níveis de risco ESG, devido à maior presença, em termos relativos, de títulos com categoria de risco ESG médio alto.

Quanto às entidades gestoras de fundos de pensões, os ativos com CQS3 apresentam, em média, um *rating* ESG de nível médio alto, o qual reflete uma distribuição equitativa entre os patamares de risco médio baixo e médio alto.

Em conclusão, com base na análise efetuada, o setor segurador afigura-se como mais exposto ao risco de variação adversa do valor dos títulos ou emitentes com qualidade creditícia menos robusta, não se evidenciando diferenças significativas entre as carteiras afetas a seguros ligados e a restantes seguros.

Comparação agregada entre o *rating* ESG e o *Credit quality step* (CQS) ponderado das carteiras de dívida a 31 de março de 2022

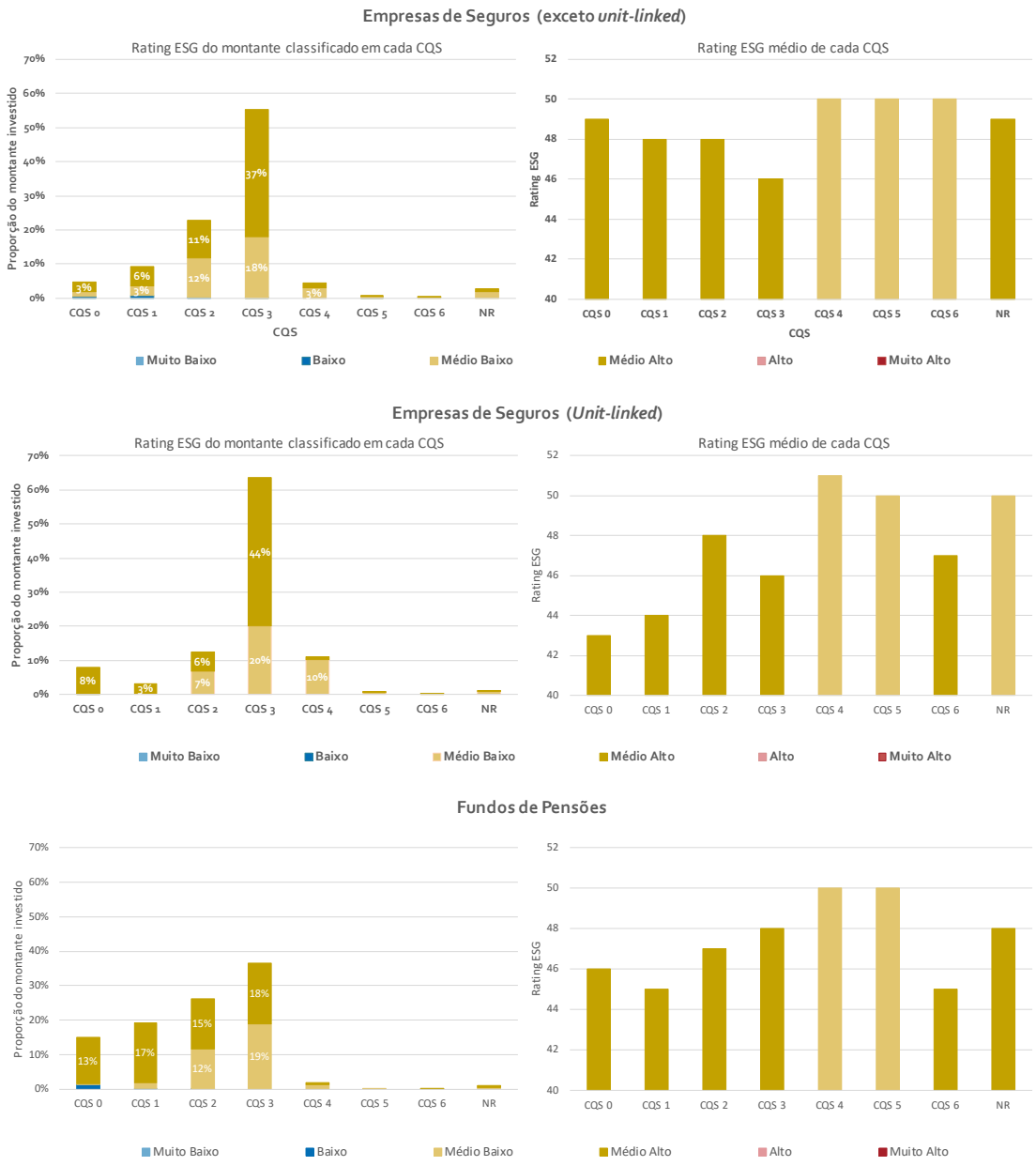


Figura 2.12

Fonte: CSR HUB, cálculos da ASF.

Numa análise com granularidade sobre as empresas sob supervisão prudencial da ASF, verifica-se que algumas apresentam carteiras de dívida com qualidade creditícia média, correspondente a CQS3, que, conjugado com *ratings* ESG de nível médio alto, poderão constituir vulnerabilidades adicionais num cenário de *downgrades* de qualidade creditícia.

A materialização de tal cenário penalizaria também a onerosidade relativa dos requisitos de capital para as exposições a divida privada, no caso das empresas de seguros. Não obstante, é de salientar que algumas destas empresas de seguros apresentam durações ponderadas de curto e médio prazo, o que pode facilitar a realocação orgânica de capital para ativos conotados como de melhor sustentabilidade.

Comparação entre o *rating* ESG e o *Credit quality step* (CQS) ponderado das carteiras de dívida por entidade a 31 de março de 2022

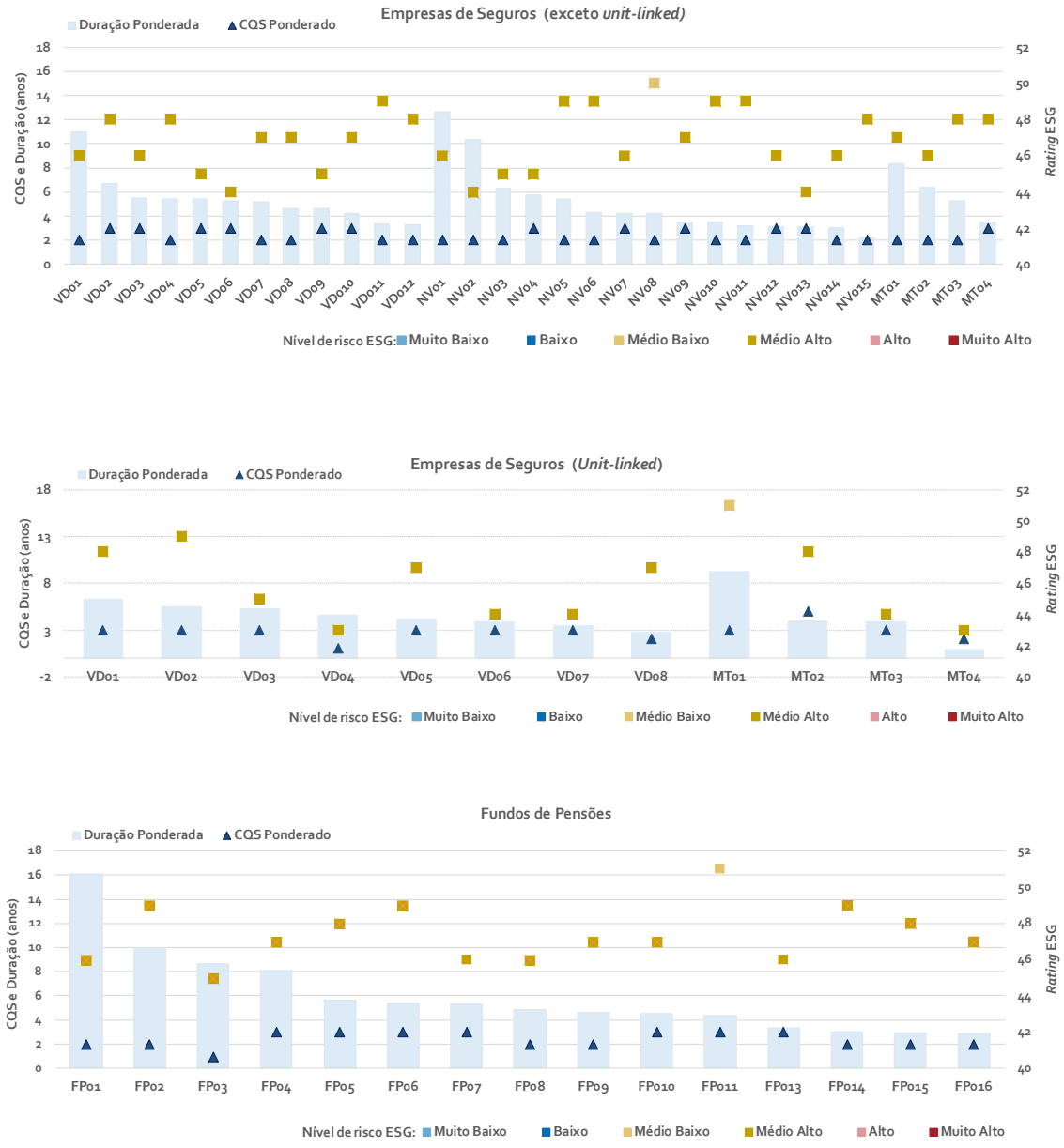


Figura 2.13

Fonte: CSR HUB, cálculos da ASF.

Caixa 3 – Impacto da guerra na Ucrânia nas carteiras de investimento das empresas de seguros e fundos de pensões

Os impactos da invasão da Rússia à Ucrânia continuam a influenciar significativamente o quadro macroeconómico. Este evento geopolítico, e consequentes sanções impostas em resposta ao conflito, amplificaram o aumento da inflação que já se fazia sentir, devido às interrupções nas cadeias de abastecimento e ao aumento dos preços do gás, do petróleo e de outras *commodities* cruciais para as cadeias de produção de inúmeros produtos. Nos mercados financeiros, verificou-se um aumento das taxas de juro e dos níveis de volatilidade, bem como correções descendentes dos preços das obrigações e ações, tendo-se acentuado o risco de correções adicionais.

Dado o atual panorama geopolítico, importa fazer a análise dos impactos diretos deste conflito no setor segurador e dos fundos de pensões, nomeadamente através da exposição das carteiras de investimentos aos países envolvidos. Adicionalmente, procede-se à caracterização dos instrumentos financeiros derivados detidos pelas empresas de seguros e pelos fundos de pensões, e extraem-se conclusões globais sobre os impactos indiretos do conflito nos setores em análise.

Exposição direta e indireta das carteiras de investimentos a emitentes dos territórios envolvidos no conflito militar

No final de 2021, a exposição direta das empresas de seguros nacionais aos países envolvidos no conflito armado era bastante contida, representando apenas 0,04% do total de ativos em carteira (19,1 milhões de euros).

Por sua vez, no final do primeiro trimestre de 2022, a exposição direta à Rússia diminuiu para 0,02% do total de investimentos, o que reflete sobretudo a desvalorização dos títulos de dívida detidos em carteira. Todos os ativos em causa estão classificados, a março de 2022, na qualidade creditícia mais baixa, *i.e.*, CQS_6, traduzindo-se no risco de crédito mais alto da escala, e compõem a carteira de ativos não afeta a seguros de Vida ligados.

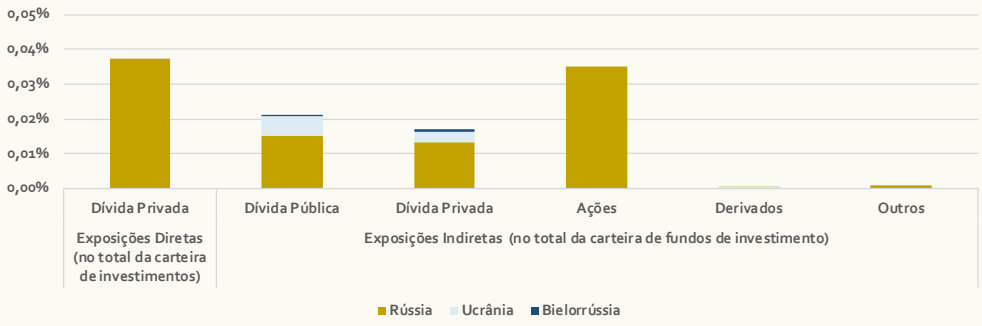
No que concerne às exposições indiretas detidas pelas empresas de seguros por via de fundos de investimento, a representatividade dos países envolvidos no conflito é, igualmente, reduzida, totalizando 0,07% das exposições a estes fundos (cerca

de 9 milhões de euros). Deste subconjunto, a maioria é constituída por exposições a emitentes da Rússia (86,7%), seguindo-se a Ucrânia (11,7%) e, por último, a Bielorrússia (1,5%). Em termos da respetiva tipologia, destacam-se o investimento indireto em ações (47,2%), dívida pública (28,7%) e dívida privada (23%).

Importa salientar que, do total de exposições indiretas aos países envolvidos no conflito, 85,3%, corresponde a ativos afetos a seguros ligados, sendo o risco de mercado destes produtos assumido pelos tomadores de seguros e beneficiários, o que limita os potenciais impactos da *performance* destes títulos para as empresas de seguros.

Figura 2.14

Exposição direta e indireta da carteira de investimentos das empresas de seguros a emitentes de países envolvidos no conflito no total de ativos a 31 de dezembro de 2021

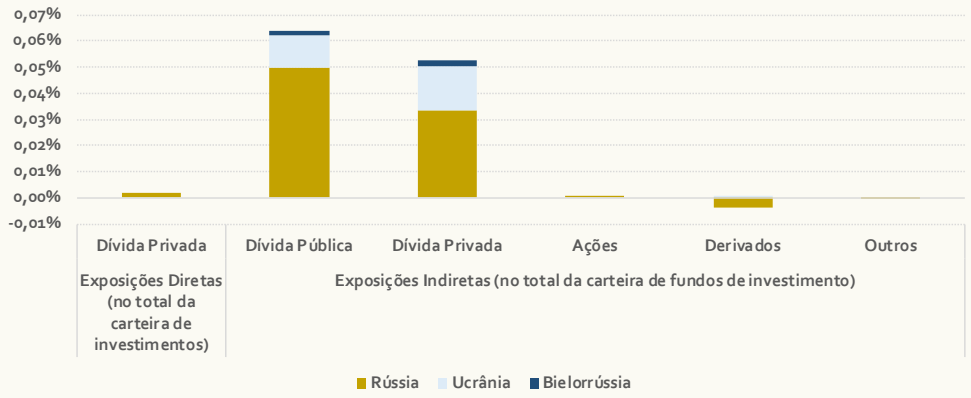


No âmbito do setor de fundos de pensões, a representatividade dos países envolvidos no conflito era, no final de 2021, de 0,002% do total de investimentos (431,3 mil euros), valor muito pouco material em termos agregados, e que permaneceu num patamar idêntico no final de março de 2022. À semelhança do setor segurador, estas exposições correspondem a dívida privada Russa, estando distribuídas por dois fundos de pensões distintos, notando-se, no entanto, que no total das respetivas carteiras estas exposições apresentam alguma materialidade.

Em relação às exposições indiretas dos fundos de pensões, 0,1% dos ativos detidos via fundos de investimento são emitidos por emitentes de países envolvidos no conflito (cerca de 3,3 milhões de euros), nomeadamente Rússia (70,3%), Ucrânia (26,4%) e Bielorrússia (3,3%), correspondendo, quase na totalidade, a títulos de dívida.

Figura 2.15

Exposição direta e indireta dos fundos de pensões, a emitentes de países envolvidos no conflito, no total de ativos a 31 de dezembro de 2021



Exposição das carteiras de investimentos a instrumentos financeiros derivados

Na sequência da invasão da Rússia à Ucrânia, observou-se um aumento da volatilidade da cotação dos derivados ligados a *commodities*, nomeadamente ao petróleo e ao trigo, projetando-se volatilidade adicional em função da incerteza geopolítica. Adicionalmente, a exposição a derivados de taxas de juro e potenciais *margin calls* podem originar necessidades de liquidez, nomeadamente no atual cenário de aumento de taxas de juros perante a detenção de derivados que têm subjacente a troca de uma taxa variável por uma taxa fixa. Assim, neste contexto, procede-se à caracterização da carteira de derivados detidos pelas empresas de seguros e fundos de pensões.

No âmbito do setor segurador, no final de 2021, o valor de mercado dos derivados detidos em carteira representava -0,1% do total de ativos (-43,8 milhões de euros), enquanto o mesmo valor, no primeiro trimestre de 2022, decresceu para -0,02%. A representatividade dos derivados é ligeiramente superior quando considerada apenas a carteira de ativos afetos a seguros *unit-linked*, sendo o valor correspondente a dezembro de 2021 e a março de 2022, de 1,5% e 1,01%, respetivamente. A maioria dos derivados são utilizados numa perspetiva de macro *hedge*, *i.e.*, detidos para cobertura de um conjunto de instrumentos financeiros e numa perspetiva de gestão eficiente dos portefólios. Ou seja, o seu objetivo último é melhorar o retorno da carteira através da troca de um padrão de fluxos de caixa (mais baixo) por outro de valor mais elevado, sem alterar a composição da mesma.

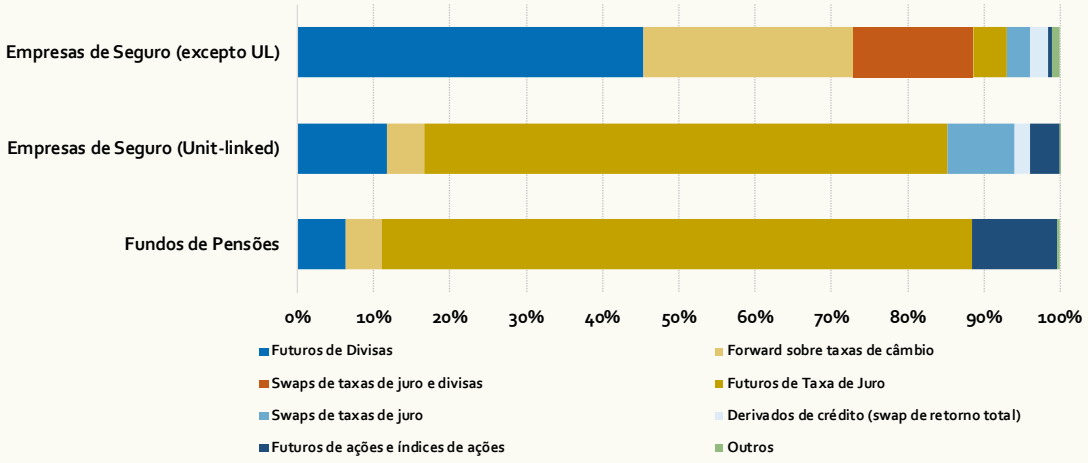
No contexto dos fundos de pensões, a exposição a derivados é, à semelhança do setor segurador, pouco significativa, sendo, o correspondente valor a dezembro de 2021 igual a 0,11% - o que equivale a 25,2 milhões de euros -, enquanto a representatividade destes ativos a março de 2022 fixou-se em -0,08%.

Em termos da tipologia dos derivados detidos pelas empresas de seguros, considerando a carteira de ativos exceto *unit-linked* a março de 2022, verifica-se que os futuros sobre divisas são a categoria mais representativa no total de montantes nacionais (45,4%, o que equivale a um montante nocional de 2,4 mil milhões de euros), tendo a grande parte destes ativos o dólar americano como moeda subjacente. Seguem-se os *forwards* sobre taxa de câmbio (27,4%, o que corresponde a um montante nocional de 1,5 mil milhões de euros) e, em menor escala, surgem os *swaps* de taxas de juro (15,7%, o que equivale a um montante nocional de 833,8 milhões de euros).

Por sua vez, focando a análise nas carteiras *unit-linked* das empresas de seguros e nos investimentos dos fundos de pensões, os futuros de taxas de juro revelam ser a parcela maioritária das respetivas carteiras de derivados, com 68,5% e 77,4%, respetivamente, o que corresponde a um montante nocional de 4,0 e 1,4 mil milhões de euros. Assim, neste contexto, acentuam-se os riscos associados a potenciais *margin calls*, ainda que, dada a baixa representatividade destes títulos no total das respetivas carteiras, os possíveis impactos sejam contidos.

Figura 2.16

Distribuição dos montantes nocionais por tipologia de derivados a 31 de março de 2022



Conclusões

A presente análise evidencia que os impactos mais imediatos decorrentes da invasão da Rússia à Ucrânia não afetaram, de forma material, as carteiras de investimento dos setores segurador e de fundos de pensões nacionais. A exposição do total de ativos aos países envolvidos no conflito é, para ambos os setores, diminuta, tanto em termos das exposições diretas como por via de fundos de investimentos. Adicionalmente, as carteiras de derivados têm pouca representatividade no total de investimentos, destacando-se o facto não se identificarem derivados ligados a *commodities*.

Não obstante, a guerra na Ucrânia, e os impactos daí decorrentes, podem afetar negativamente as carteiras de investimento das empresas de seguros e fundos de pensões por via de efeitos de segunda ordem. Os riscos de reavaliação abrupta dos prémios de risco tem vindo a agravar-se, em resultado do aumento de incerteza por parte dos investidores quanto à evolução dos preços e à normalização da política monetária, em especial no atual contexto de perceção de sobrevalorização dos mercados. Adicionalmente, a elevada exposição dos setores segurador e dos fundos de pensões a emitentes soberanos, vulneráveis a um cenário de fragmentação dos mercados financeiros, configura uma exposição adicional, num contexto de reacendimento de preocupações dos investidores quanto à sustentabilidade da dívida pública, dado o aumento dos níveis de endividamento em resposta à crise pandémica, e o atual aumento dos respetivos custos de financiamento.

2.2 Evolução do setor segurador

2.2.1. Solvabilidade

No final de 2021, o rácio de cobertura do SCR do conjunto das empresas sob supervisão prudencial da ASF situou-se em 207,3%, o que representa um crescimento de 14,1 pontos percentuais face ao final do ano anterior. Por sua vez, esse rácio recuou 0,8 pontos percentuais entre o final de 2021 e 31 de março de 2022, para 206,5%. A evolução do rácio global ao longo do período em análise reflete o crescimento do rácio agregado para os subconjuntos das empresas Vida (26,6 pontos percentuais) e mistas (12,7 pontos percentuais), enquanto as empresas Não Vida registaram um recuo de três pontos percentuais.

No período entre dezembro de 2020 e dezembro de 2021, o rácio de cobertura do MCR seguiu uma trajetória similar, aumentando 39 pontos percentuais, para 575,7%, a que se seguiu um novo crescimento de 7,1 pontos percentuais durante o primeiro trimestre de 2022, para 582,8%. Em termos de tipologia de empresas, os rácios dos conjuntos de empresas Vida e mistas obtiveram crescimentos de 115,7 e 27,6 pontos percentuais, respetivamente, entre dezembro de 2020 e março de 2022. Em sentido contrário, as empresas Não Vida, viram o seu rácio agregado degradar-se em 4,8 pontos percentuais, apresentando ainda assim, tal como as restantes tipologias de empresas, um rácio de cobertura do MCR superior a 500%.

Tal como se pode verificar nas figuras seguintes, os rácios globais de cobertura do SCR e MCR têm vindo a melhorar progressivamente desde o final do primeiro trimestre de 2020, momento em que se registou uma deterioração significativa devido ao impacto, nos mercados financeiros, da declaração da situação de pandemia de Covid-19. Destaque ainda para o facto de que, desde o final do ano de 2020, os referidos rácios ultrapassaram os valores pré-pandemia.

Figura 2.17

Evolução dos rácios de cobertura do SCR, em base anual e detalhe trimestral desde o final de 2020

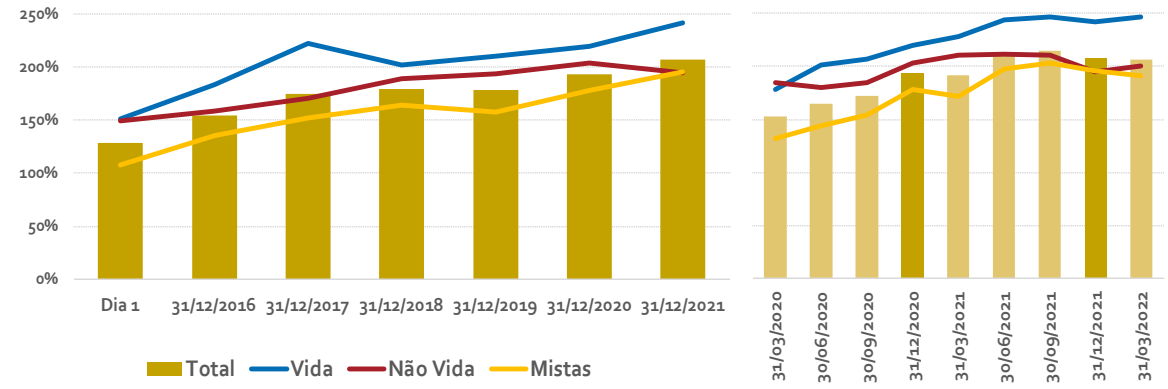
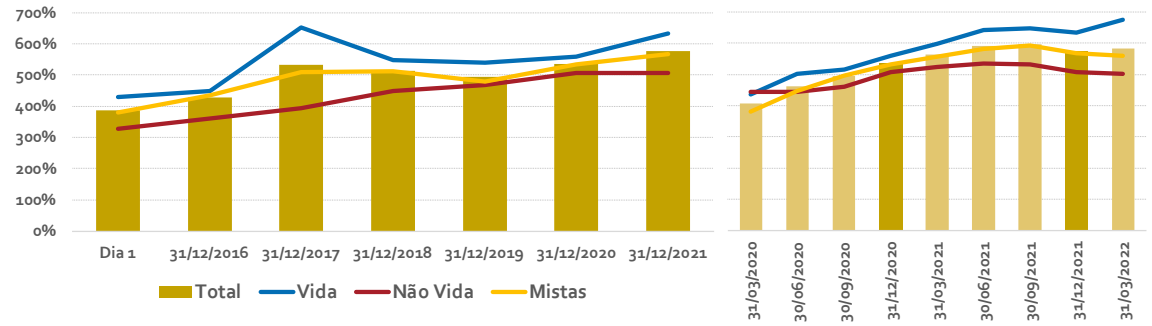


Figura 2.18

Evolução dos rácios de cobertura do MCR, em base anual e detalhe trimestral desde o final de 2020

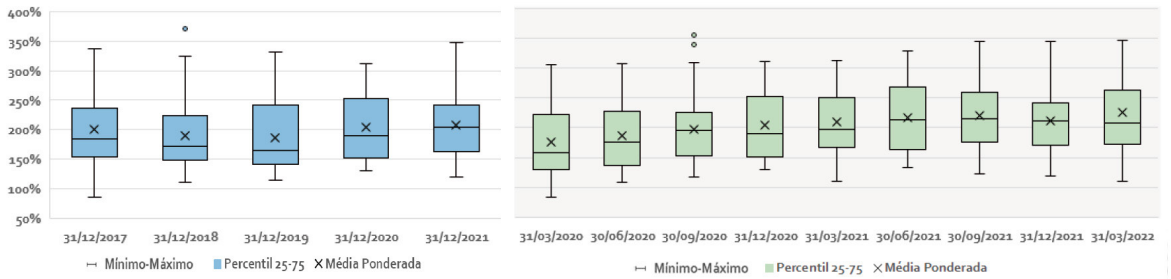


Apresenta-se em seguida a distribuição dos rácios individuais de cobertura do SCR e do MCR, desde 2017. Da análise trimestral ao período mais recente, é possível constatar que todas as empresas de seguros apresentaram rácios SCR superiores a 100%, com exceção no final de março de 2020, pelos já referidos efeitos da pandemia de Covid-19.

Também no que concerne à cobertura do MCR, evidencia-se, em termos gerais, uma tendência ascendente, tendo o final do primeiro trimestre de 2020 como ponto de partida.

Figura 2.19

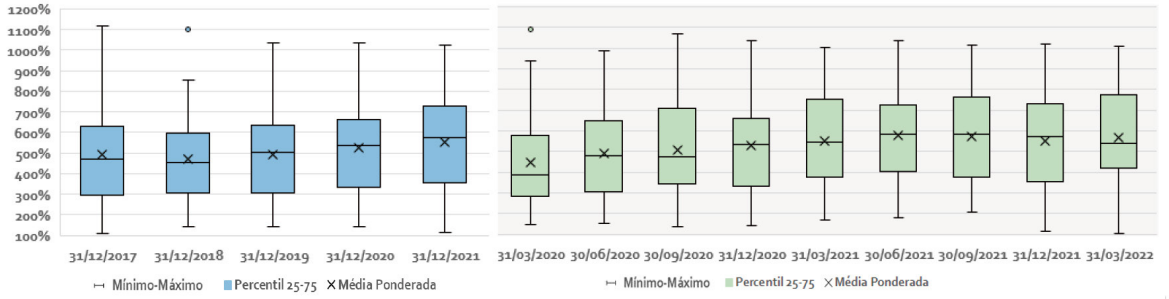
Evolução da distribuição do rácio de cobertura do SCR, em base anual e detalhe trimestral desde o final do primeiro trimestre de 2020[31]



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

Figura 2.20

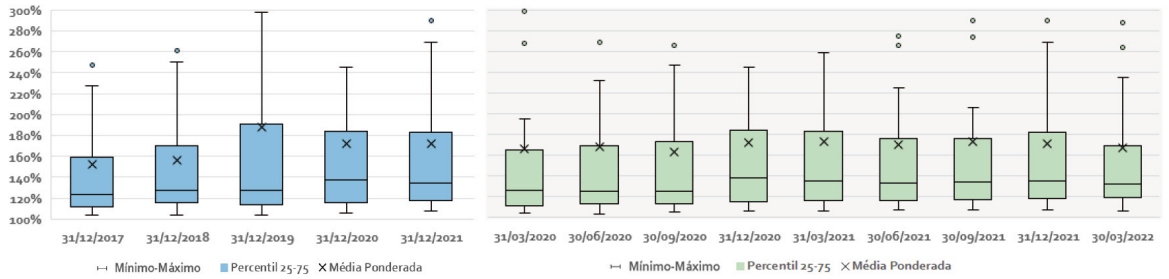
Evolução da distribuição do rácio de cobertura do MCR, em base anual e detalhe trimestral desde o final do primeiro trimestre de 2020



Ao analisar o rácio agregado de ativos sobre passivos (excluindo os seguros ligados) para as empresas de seguros sujeitas à supervisão prudencial da ASF, verifica-se que, no final de 2021, foi atingido o valor de 121%, o que representa mais três pontos percentuais comparativamente ao ano anterior.

Figura 2.21

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

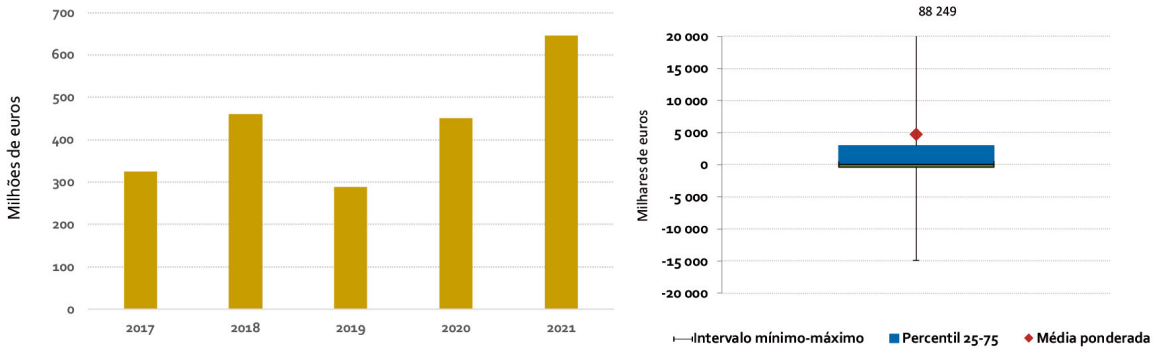


2.2.2 Rendibilidade

Em 2021, o mercado segurador sob supervisão prudencial da ASF registou um crescimento dos resultados globais de 43,4%, para 645,6 milhões de euros. Das 38 empresas supervisionadas, apenas uma apresentou prejuízos. Ainda assim, importa salientar que 13 empresas apresentaram lucros inferiores aos do exercício anterior.

O resultado integral situou-se em 258,8 milhões de euros, menos 338,6 milhões de euros que o valor alcançado em 2020, evidenciando uma diminuição assinalável dos ganhos não realizados associados aos investimentos financeiros.

Figura 2.22



O resultado técnico global dos operadores supervisionados pela ASF registou um aumento de 36,7% face a 2020, situando-se nos 831 milhões de euros. A melhoria que se observou decorreu do comportamento do ramo Vida, que registou um incremento do resultado técnico de 49%, para 439 milhões de euros, bem como nos ramos Não Vida, onde o crescimento foi de 25,2% face ao período homólogo, atingindo os 392,3 milhões de euros.

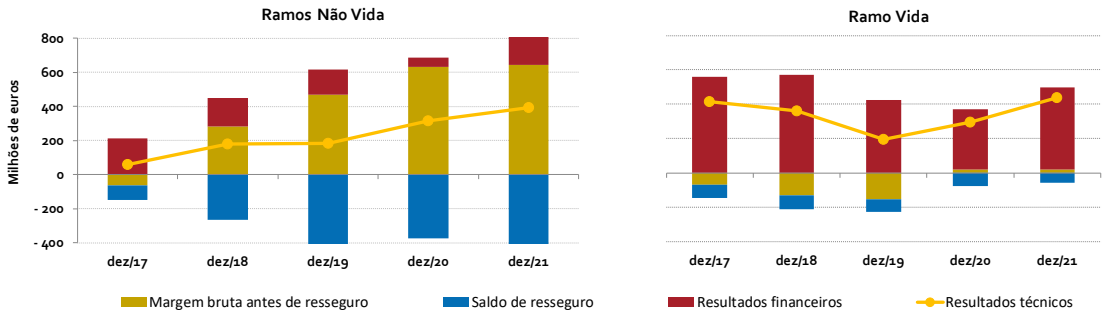
No ramo Vida, os resultados financeiros melhoraram em 126,3 milhões de euros, enquanto o saldo de resseguro cedido diminuiu o seu impacto negativo em 17 milhões de euros, comparativamente a 2020.

No que concerne aos ramos Não Vida, o crescimento é sustentado quase exclusivamente pelo desempenho da função financeira, que aumentou cerca de 112 milhões de euros relativamente ao exercício anterior.

Ao analisar os principais segmentos de Não Vida observam-se comportamentos distintos em termos evolutivos. Assim, os resultados técnicos da modalidade Acidentes de Trabalho e do ramo Responsabilidade Civil Geral cresceram 131,3 milhões de euros e 9,1 milhões de euros, respetivamente. No sentido oposto, os resultados técnicos dos ramos Doença e Automóvel diminuíram 52,5 milhões de euros e 21,5 milhões de euros, pela mesma ordem.

Figura 2.23

Evolução dos resultados técnicos globais



2.2.3 Atividade do Ramo Vida

Após dois anos consecutivos de queda, em 2021, a produção de seguro direto do ramo Vida das empresas de seguros sob supervisão prudencial da ASF[32] apresentou uma recuperação, de 74% face a 2020, aproximando-se do nível verificado em 2018. No entanto, em comparação com esse ano, a repartição da produção por tipo de produto sofreu uma alteração estrutural.

Com efeito, apesar de a evolução da produção dos seguros não ligados ter sido positiva no último ano, exibindo um aumento de 17,7%, a recuperação do ramo Vida foi impulsionada pelo crescimento de 146,9% dos produtos *unit-linked*, resultante da estratégia adotada por vários operadores do mercado segurador a partir de 2019 / 2020, de maior aposta na oferta de seguros ligados a fundos de investimento. O peso deste segmento no total da produção Vida atingiu assim os 61,8% em 2021, que compara com uma percentagem de 43,6% em 2020 e com valores situados entre 22% a 32% nos anos anteriores (entre 2016 e 2019).

Face a este incremento significativo na produção dos *unit-linked*, no capítulo 4 é realizada uma análise mais detalhada da evolução e das caraterísticas destes produtos, no âmbito da análise temática do presente relatório.

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

Evolução da produção de seguro direto do ramo Vida

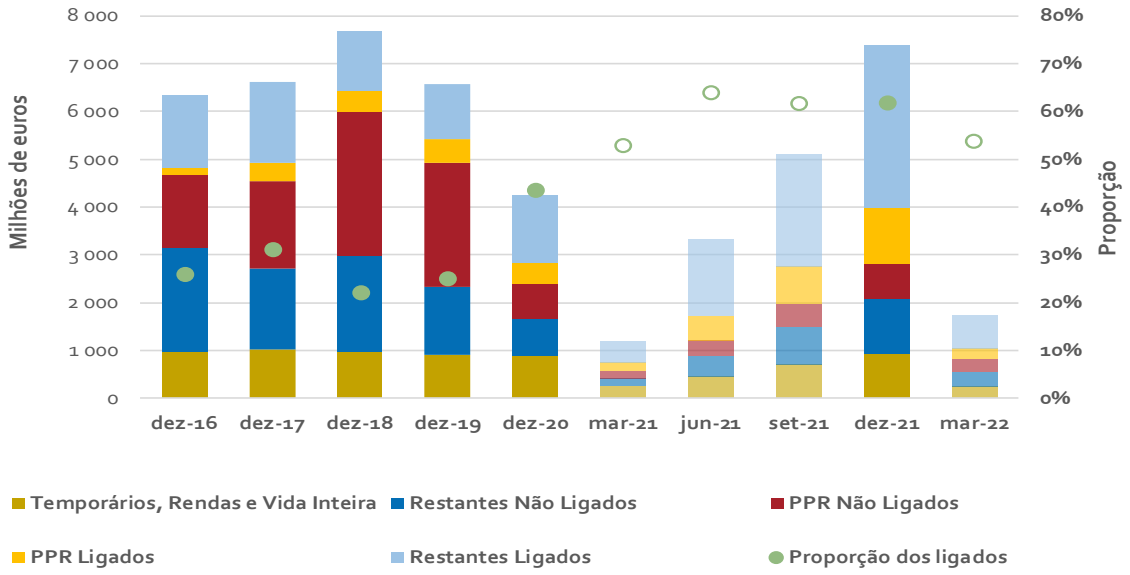


Figura 2.24

milhões de euros

	dez-21	mar-22	Peso em dez-21	Peso em mar-22	variação homóloga face a dez-20	variação homóloga face a mar-21
Temp, Rendas e VI	926	262	12,5%	14,9%	3,6%	5,0%
PPR Não Ligados	738	260	10,0%	14,9%	-0,3%	77,0%
Restantes Não Ligados	1 159	292	15,7%	16,7%	51,7%	69,7%
PPR Ligados	1 151	224	15,6%	12,8%	173,5%	29,8%
Restantes Ligados	3 419	715	46,2%	40,8%	139,1%	54,1%
Total	**7 393**	**1 753**			**74,0%**	**45,5%**

No primeiro trimestre de 2022, a produção Vida apresentou uma variação homóloga de 45,5%, tendo, em termos absolutos, os seguros ligados contribuído de uma forma mais expressiva, com um incremento de 47,5%, seguido dos seguros não ligados com natureza financeira, cuja produção cresceu 73,1%, e dos prémios relativos a seguros de risco (*i.e.* temporários, rendas e vida inteira), que aumentaram 5%.

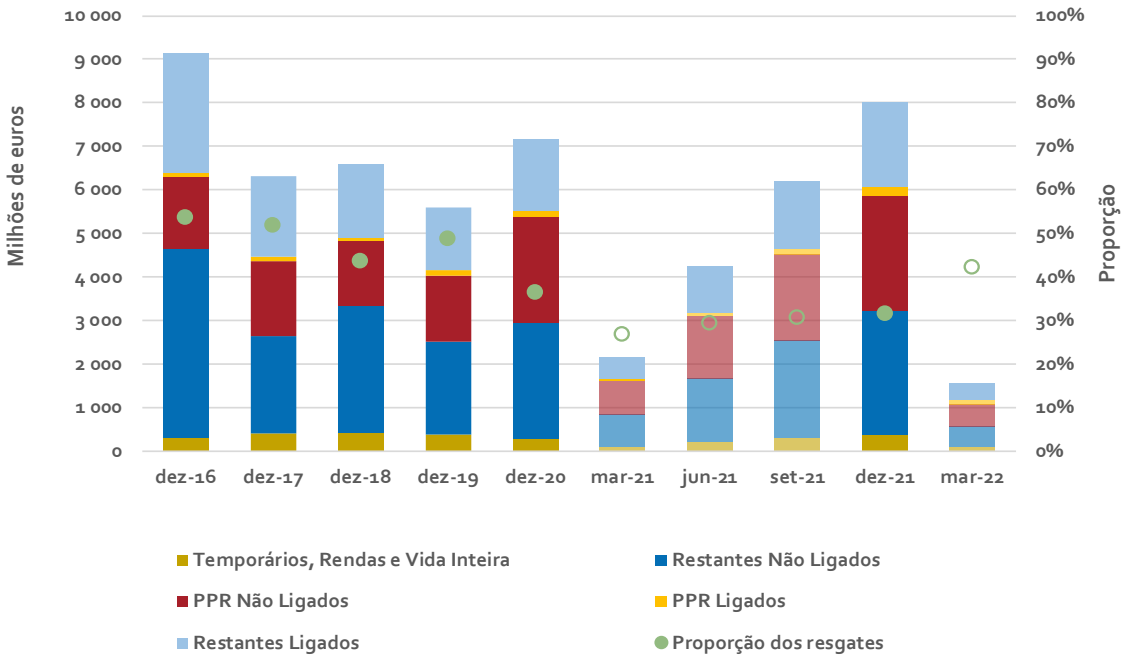
Conclui-se, deste modo, que o início do conflito armado entre a Rússia e a Ucrânia no final de fevereiro e o seu impacto na economia e nos mercados financeiros, não teve efeitos imediatos visíveis na procura de seguros do ramo Vida, tendo inclusivamente o nível da produção do mês de março sido superior aos observados nos primeiros dois meses do ano.

Relativamente aos custos com sinistros[33], a respetiva soma aumentou 11,9% em 2021, que compara com 28% em 2020, tendo a variação nesse sentido sido transversal a todas as modalidades em análise.

Já os dados até março de 2022 evidenciam uma diminuição do valor total dos custos com sinistros face ao período homólogo anterior, de 27,6%, justificada por um volume inferior de pagamentos por vencimentos e outros. A única categoria a apresentar um acréscimo dos custos com sinistros foi a dos PPR ligados, tanto pelo efeito de incremento dos resgates / reembolsos, como dos vencimentos e outros.

Evolução dos custos com sinistros de seguro direto do ramo Vida

Figura 2.25



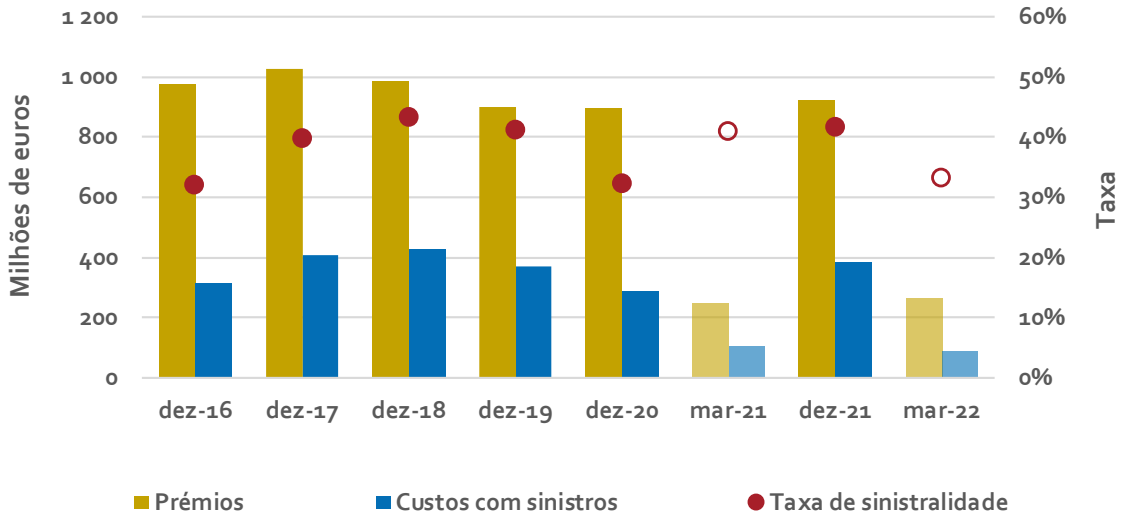
Focando a análise nos seguros de risco, a taxa de sinistralidade[34] apresentou uma subida em 2021, essencialmente explicada pelo aumento dos custos com sinistros, em 34,5%, mas manteve-se dentro do intervalo de valores apurados em anos anteriores.

33 Inclui coberturas complementares.

34 A taxa de sinistralidade foi calculada através do rácio entre os custos com sinistros e os prémios brutos emitidos para o conjunto dos seguros temporários, rendas e vida inteira.

Figura 2.26

Evolução da taxa de sinistralidade dos seguros de risco

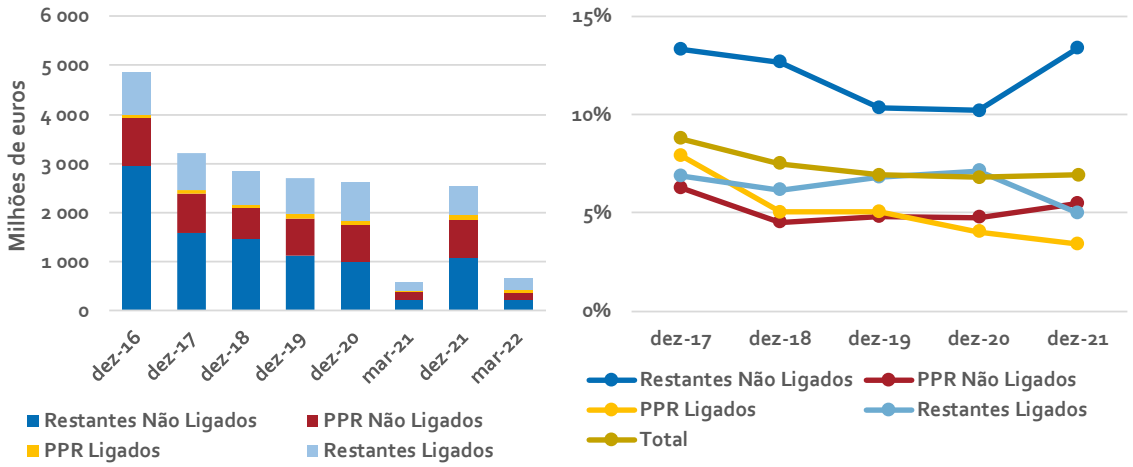


Numa perspetiva anual, a taxa média de resgates, que, em anos anteriores, se havia caraterizado por uma trajetória descendente, apresentou um aumento de 0,1 pontos percentuais em 2021, para os 6,9%. Esta ligeira alteração na tendência deveu-se aos seguros não ligados, sobretudo os não PPR, cuja taxa média de resgates atingiu os 13,4%. É, no entanto, de salientar que esta subida reflete essencialmente o efeito de contração do valor das provisões e dos passivos financeiros considerado como denominador no cálculo desse rácio, não tendo os montantes pagos por resgates nos seguros não ligados registado um aumento significativo em 2021.

Em relação aos *unit-linked*, o volume de resgates reduziu-se quase 21% em 2021, traduzindo-se numa taxa média de resgates de cerca de 5%. No entanto, no primeiro trimestre de 2022, observou-se um agravamento desse volume, de 59% face ao período homólogo anterior, tendo o montante de resgates no mês de março quase duplicado face ao mesmo mês do ano anterior, o que poderá estar relacionado com a reação de alguns tomadores de seguros ao aumento da incerteza nos mercados financeiros nesse período, e do risco de perda dos capitais investidos. Refira-se ainda que, apesar de os pagamentos por resgates em abril terem regressado para um nível mais próximo do observado no mesmo mês do ano anterior, em maio registou-se um novo aumento do respetivo volume, traduzindo-se numa variação homóloga até maio de 2022 de sensivelmente 66%.

Figura 2.27

Evolução do volume de resgates e taxa média de resgates

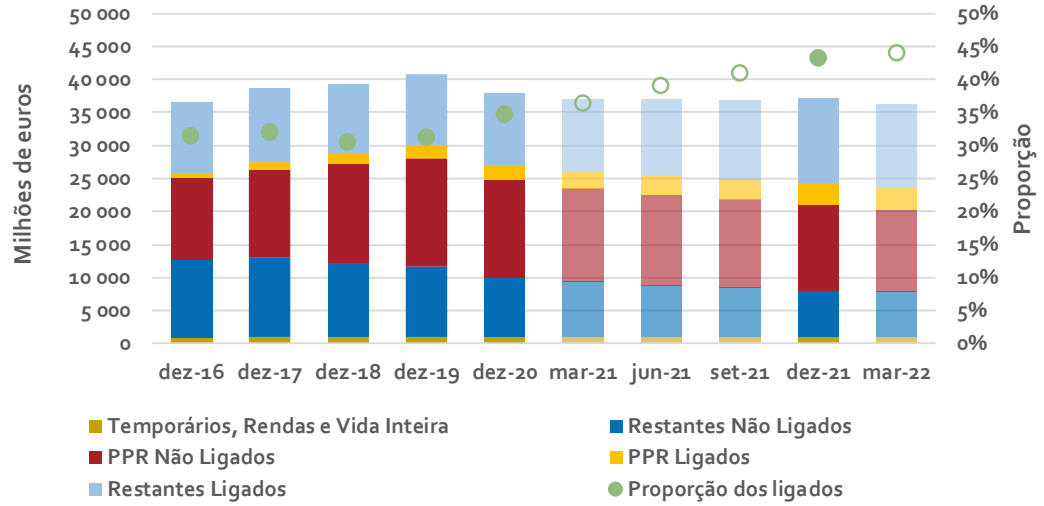


Nota: Taxa de resgate = resgates (ano n) / [(Provisões e passivos financeiros de produtos resgatáveis (dez ano n) + Provisões e passivos financeiros de produtos resgatáveis (dez ano n-1)) / 2]

No final de 2021, o valor global das provisões técnicas / passivos financeiros era sensivelmente 2% inferior ao valor correspondente do final do ano anterior e, no primeiro trimestre de 2022, continuou a observar-se uma redução da mesma ordem. Apesar de negativa, a variação foi menos acentuada do que em 2020, ano em que se verificou uma contração de aproximadamente 7%, o que poderá ser parcialmente explicado pela recuperação da produção do ramo Vida no período em análise.

Figura 2.28

Evolução das provisões técnicas / passivos financeiros



2.2.4 Atividade dos ramos Não Vida

2.2.4.1 Produção e sinistralidade

No final de 2021, o total da produção dos ramos Não Vida das empresas de seguro sob supervisão prudencial da ASF prosseguiu a tendência positiva, verificando-se um aumento homólogo de 6% dos prémios brutos emitidos de seguro direto, para cerca de cinco mil milhões de euros[35]. O sentido da evolução manteve-se no primeiro trimestre de 2022, observando-se um acréscimo da produção, face a março de 2021, de 7,5%.

Os prémios de seguro direto de todas as principais linhas de negócio evoluíram no sentido ascendente em 2021, com destaque para Doença, Acidentes de Trabalho e Incêndio e Outros Danos, onde o acréscimo da produção, face a 2020, se fixou em 9%, 8,2% e 7,6%, respetivamente. O ramo Automóvel registou um aumento de menor magnitude (2%), o que resultou no decréscimo da sua representatividade no total da produção Não Vida, em detrimento dos restantes principais segmentos, permanecendo, ainda assim, como a modalidade mais representativa (31,8%).

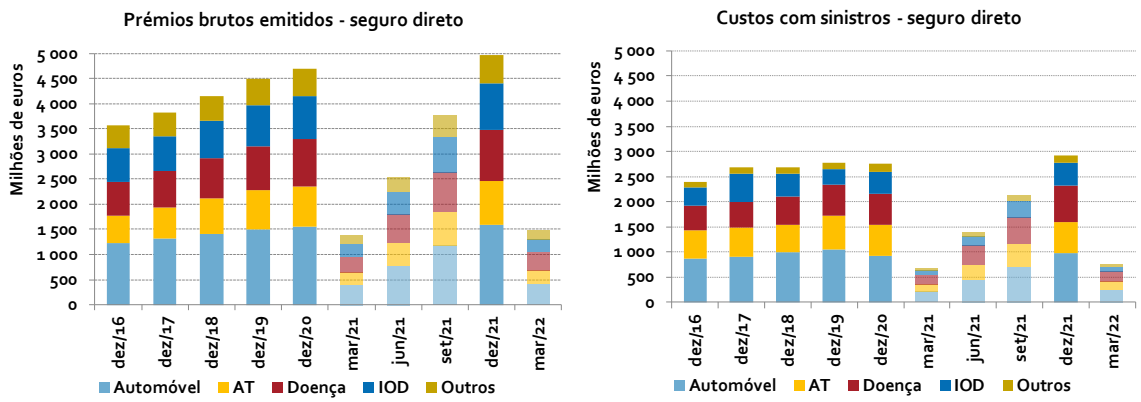
Os custos com sinistros de seguro direto totalizaram 2,9 mil milhões de euros no final de 2021, traduzindo-se num aumento global de 5,9% face ao ano transato, e, portanto, de magnitude semelhante ao crescimento da produção. Por sua vez, até março de 2022, o incremento homólogo dos custos com sinistros (10,8%) superou o aumento verificado ao nível dos prémios.

Em todos os principais ramos Não Vida, a evolução dos custos com sinistros no final de 2021 foi no sentido de crescimento, ainda que de magnitude heterogénea entre linhas de negócio, com o aumento mais expressivo a verificar-se no segmento Doença (20,4%).

35 Os valores e variações apresentados ao longo deste capítulo dizem respeito à atividade global das empresas de seguros sob supervisão prudencial da ASF. Como tal, apesar de globalmente revelarem tendências análogas, não são diretamente comparáveis com os publicados no Relatório da Evolução da Atividade Seguradora.

Evolução da produção e dos custos com sinistros de Não Vida

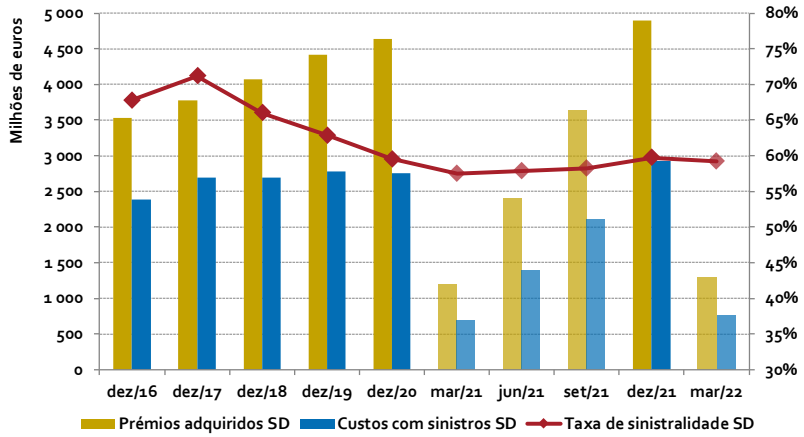
Figura 2.29



As evoluções anteriormente elencadas ao nível da produção e dos custos com sinistros resultaram na manutenção da taxa de sinistralidade, em 2021, num patamar semelhante ao verificado no ano anterior, *i.e.* 59,7%, enquanto a mesma taxa, a março de 2022, registou um aumento homólogo de 1,7 pontos percentuais, para 59,2%.

Evolução anual da taxa de sinistralidade de Não Vida

Figura 2.30



Em termos prospetivos, destacam-se os desafios e a incerteza relativamente à evolução dos ramos Não Vida colocados pela atual conjuntura decorrente da guerra na Ucrânia, nomeadamente o risco de inflação, que contribuirá para aumentar os custos com sinistros, especialmente nas linhas de negócio com responsabilidades de maior duração, podendo condicionar a sua rendibilidade. Paralelamente, a tensão geopolítica e o aumento dos preços da energia e dos bens alimentares poderão conduzir a um abrandamento, ou mesmo a um cenário de recessão económica, condicionando o crescimento de novo negócio.

2.2.4.2 Evolução da exploração do seguro Automóvel

No que concerne ao ramo Automóvel, o volume de prémios adquiridos de seguro direto fixou-se em 1,56 mil milhões de euros em 2021, traduzindo um aumento de 2% face ao ano transato. Por sua vez, os custos com sinistros cresceram numa escala superior (5,2%), o que resultou no aumento da taxa de sinistralidade em 1,9 pontos percentuais, para 62,7%, a qual permaneceu, ainda assim, abaixo da sinistralidade verificada no período anterior à pandemia de Covid-19. A taxa de despesas do ramo manteve-se estável durante o exercício, o que, conjugado com a evolução da taxa de sinistralidade, culminou no aumento do rácio combinado de 90,6% em 2020, para 92,4% em 2021.

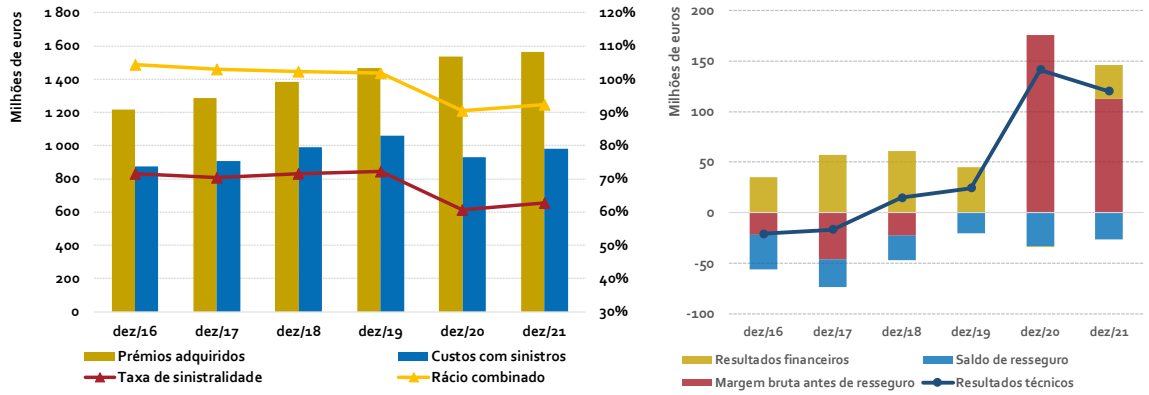
No período mais recente, a sinistralidade do ramo Automóvel prosseguiu no sentido ascendente até março de 2022, com um aumento de 5,7 pontos percentuais em termos homólogos, para 63,6%, refletindo um crescimento dos custos com sinistros (14,8%) superior ao aumento dos prémios adquiridos (4,4%).

A ligeira deterioração dos indicadores operacionais ao longo de 2021 refletiu-se na redução homóloga da margem bruta antes de resseguro (-62,8 milhões de euros) e, consequentemente, dos resultados técnicos do ramo, que se fixaram em 119,8 milhões de euros, menos 21,5 milhões de euros que no ano transato. Este decréscimo do resultado técnico foi mitigado pela evolução positiva dos resultados financeiros, bem como pela evolução do saldo de resseguro.

Apesar do decréscimo homólogo dos resultados técnicos em 2021, refira-se que estes permanecem consideravelmente acima do histórico do ramo, o que resulta, em parte, da reduzida sinistralidade induzida pelas restrições impostas em resposta à pandemia de Covid-19. Assim, na sequência da normalização da atividade, é expetável a aproximação destes indicadores para os níveis pré-pandemia, sendo, contudo, de salientar as incertezas introduzidas pelos impactos da guerra na Ucrânia no contexto macroeconómico, designadamente no que se refere à inflação. Assim, mantém-se essencial a preservação de políticas de subscrição e de provisionamento adequadas e ajustadas aos novos referenciais de inflação, de forma a assegurar o equilíbrio técnico do ramo.

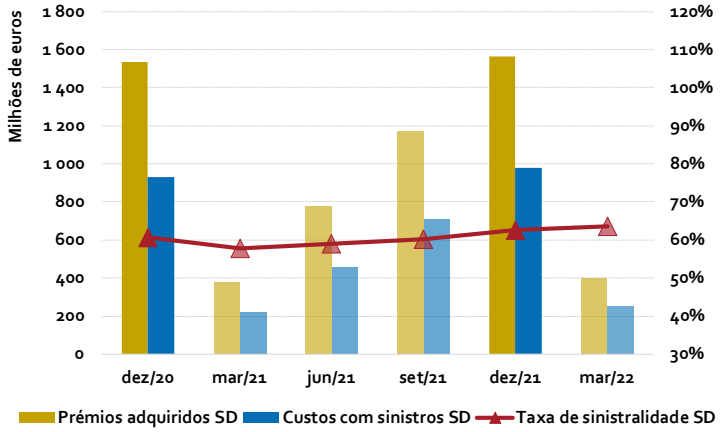
Evolução dos indicadores operacionais e dos resultados técnicos do seguro Automóvel

Figura 2.31



Evolução trimestral da taxa de sinistralidade do seguro Automóvel

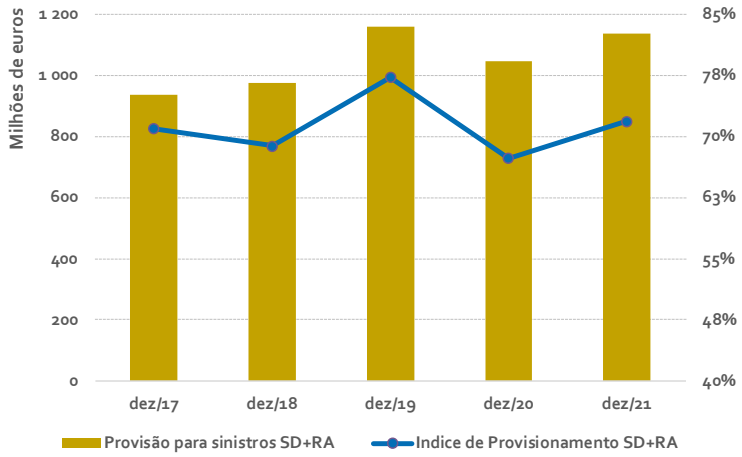
Figura 2.32



O valor da provisão para sinistros do ramo Automóvel posicionou-se em 1,14 mil milhões de euros, mais 8,9% que no final de 2020, traduzindo um ritmo de crescimento superior ao dos prémios, pelo que o índice de provisionamento aumentou 4,5 pontos percentuais, para 71,9%, no final de 2021. O aumento do índice de provisionamento foi transversal à generalidade do mercado segurador.

Evolução do índice de provisionamento do seguro Automóvel

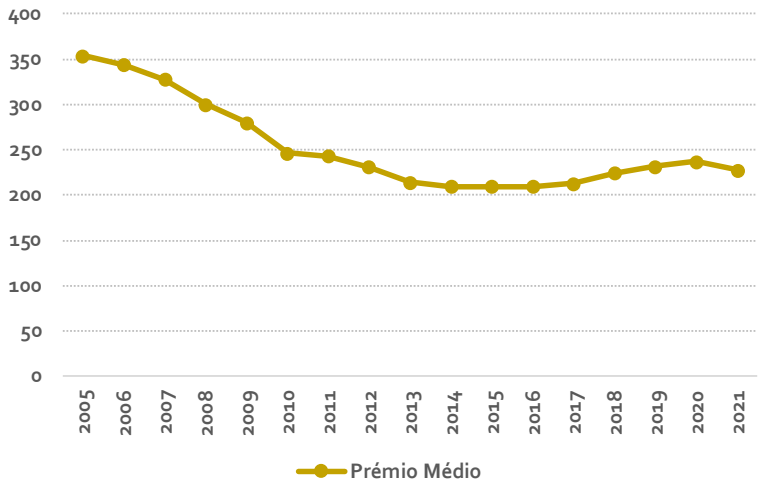
Figura 2.33



O prémio médio por veículo seguro registou um decréscimo para 228 euros no final de 2021, invertendo a tendência ascendente verificada nos últimos anos.

Evolução do prémio médio de Automóvel

Figura 2.34



2.2.4.3 Evolução da exploração da modalidade Acidentes de Trabalho

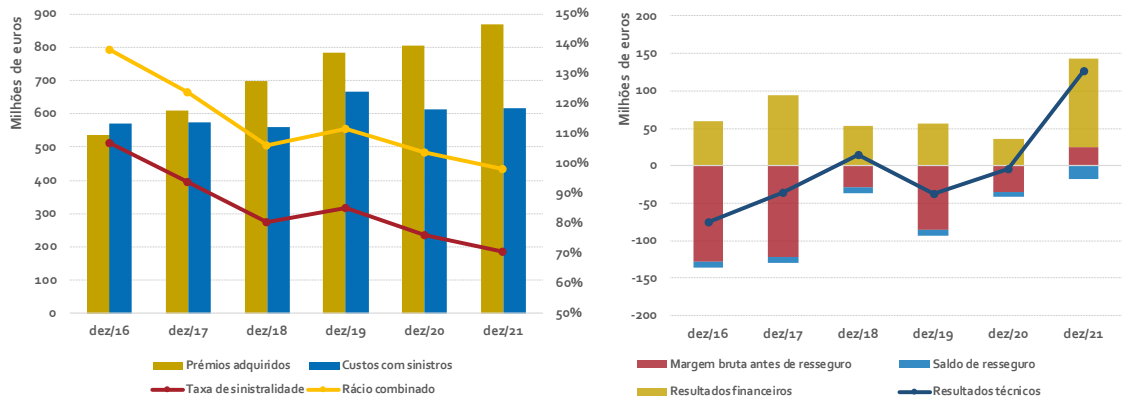
No final de 2021, os indicadores operacionais da modalidade Acidentes de trabalho evoluíram favoravelmente, apresentando uma descida da taxa de sinistralidade e do rácio combinado de 5,4 e 5,7 pontos percentuais, respetivamente, para 70,8% e 98%, destacando-se, em particular, o facto de o rácio combinado se ter posicionado abaixo dos 100%. Esta evolução foi motivada pelo aumento dos prémios adquiridos (8%), cujo impacto se sobrepôs à evolução dos custos com sinistros (0,3%) e dos custos de exploração (7%). Por sua vez, a sinistralidade no primeiro trimestre de 2022 evoluiu, em termos homólogos, em sentido oposto, tendo-se registado uma taxa de sinistralidade de 67,7%, três pontos percentuais superior à registada no primeiro trimestre de 2021.

Os resultados técnicos em 2021 posicionaram-se 131,3 milhões de euros acima do valor registado em 2020, totalizando 126,4 milhões de euros, e superando, largamente, os valores históricos da modalidade. Esta evolução é justificada pelo contributo dos resultados financeiros, que cresceram 230,1% face ao ano anterior, notando-se, no entanto, que este aumento expressivo ficou a dever-se ao acréscimo verificado em duas empresas de maior dimensão.[36] Em paralelo, a referida melhoria dos indicadores operacionais traduziu-se num aumento da margem bruta antes de resseguro em 60,2 milhões de euros, a qual se posicionou em terreno positivo, ao contrário do verificado nos últimos anos.

Não obstante as melhorias observadas, importa ter em conta os impactos da atual conjuntura na adaptação das políticas de subscrição e de provisionamento, no sentido de consolidar a trajetória de restabelecimento do equilíbrio técnico da modalidade, incluindo a redução da dependência dos resultados financeiros na formação dos resultados técnicos.

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

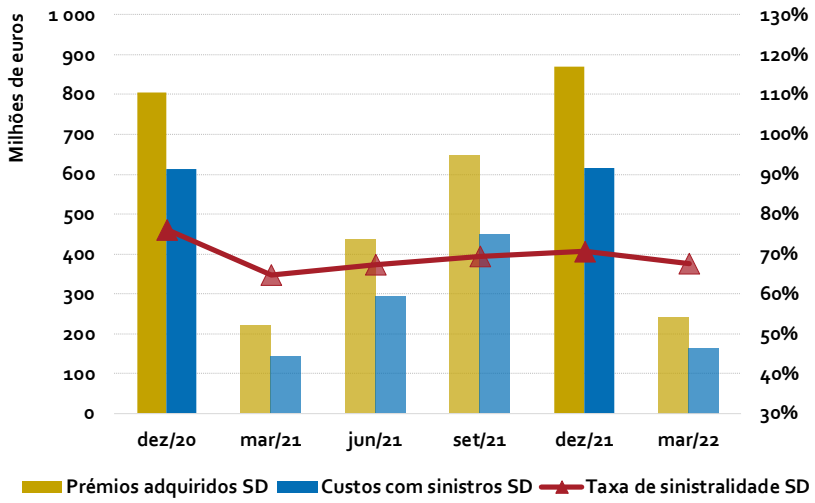
Figura 2.35



36 Sem a consideração destas duas entidades no total da amostra os resultados financeiros apresentam um aumento de 2% face a 2020.

Figura 2.36

Evolução trimestral da taxa de sinistralidade da modalidade Acidentes de Trabalho

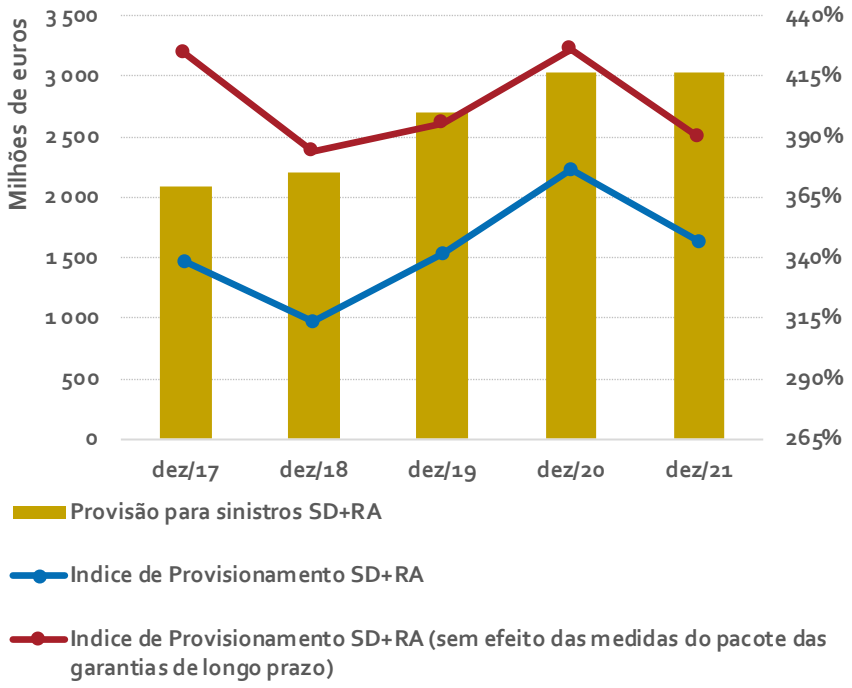


Apesar do aumento da produção em 2021, a provisão para sinistros de Acidentes de Trabalho registou um ligeiro decréscimo (-0,2%), refletindo a subida das taxas de desconto praticadas durante o período em análise. Assim, o efeito conjugado de aumento dos prémios e redução da provisão para sinistros resultou no decréscimo do índice de provisionamento em 29,2 pontos percentuais, para 347,2%, valor que é consideravelmente superior ao dos restantes ramos Não Vida, dada a elevada duração média das responsabilidades abrangidas nesta modalidade.

Importa, no entanto, referir que o valor das provisões técnicas apresentadas incorpora o efeito das medidas que integram o pacote das garantias de longo prazo previstas no regime Solvência II, e que, no caso nacional, se restringem ao ajustamento de volatilidade e à dedução transitória às provisões técnicas. Excluindo o efeito destas medidas, o índice de provisionamento apresenta valores consideravelmente superiores, ascendendo a 389,4%, mais 42,3 pontos percentuais. Dado que, do conjunto das medidas aplicadas a nível nacional, a dedução transitória às provisões técnicas é aquela que induz um maior efeito sobre o decréscimo do seu valor, e considerando o caráter temporário desta medida – que exibe uma diminuição progressiva, ao longo do tempo, do seu impacto no valor total das provisões técnicas –, importa que seja efetuado um trabalho contínuo de redução da dependência do mercado desta medida.

Figura 2.37

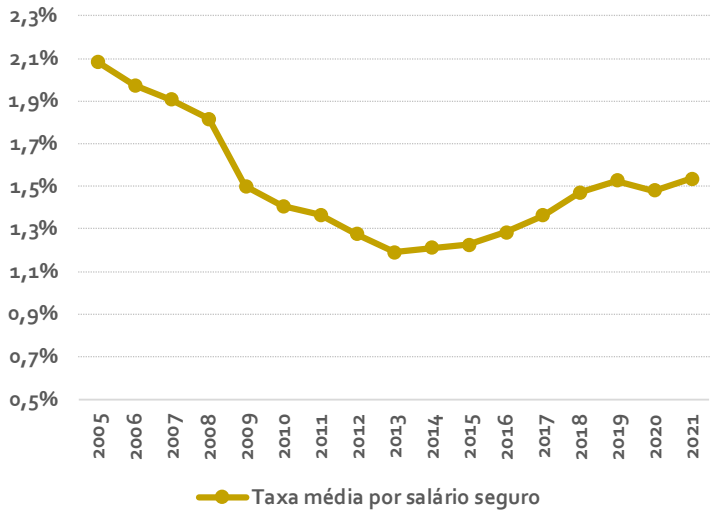
Evolução do índice de provisionamento da modalidade Acidentes de Trabalho



Por fim, importa salientar que o aumento dos prémios de Acidentes de Trabalho foi contemporâneo ao crescimento da massa segurável – medida pelo volume de salários seguros –, tendo a respetiva taxa média crescido de 1,48% em 2020, para 1,68% em 2021.

Figura 2.38

Evolução do prémio médio de Acidentes de Trabalho



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

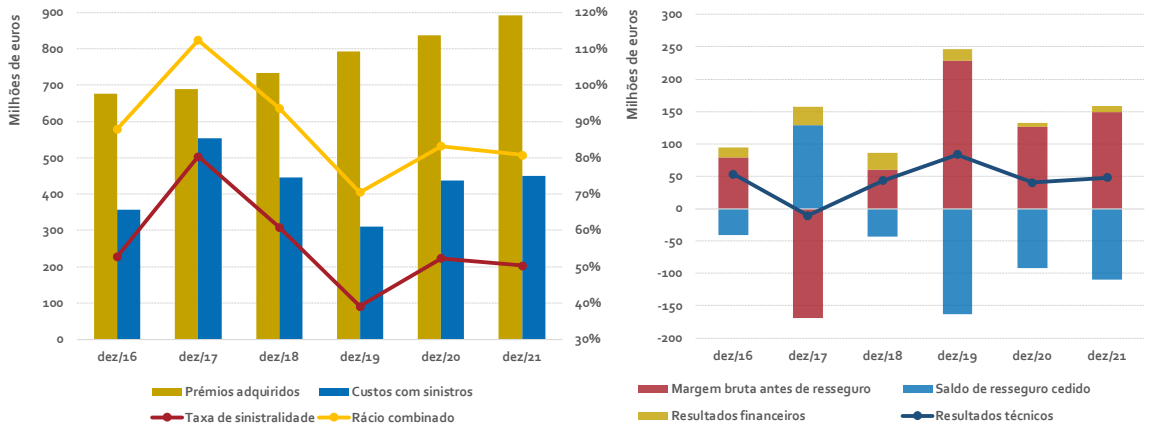
No exercício de 2021, o grupo de ramos Incêndio e Outros Danos registou uma redução da taxa de sinistralidade de seguro direto em dois pontos percentuais, para 50,3%, beneficiando do incremento de 6,6% dos prémios adquiridos, acima do aumento dos custos com sinistros (2,6%), sendo de salientar o melhor desempenho de alguns segmentos, designadamente o multirriscos comércio. O rácio de despesas manteve-se estável, ligeiramente acima de 30%, resultando assim num decréscimo do rácio combinado de 83,2% em 2020, para 80,7% em 2021.

Até março de 2022, a taxa de sinistralidade diminuiu, em termos homólogos, 8,2 pontos percentuais, fixando-se em 38,2%, refletindo o efeito conjugado, transversal a vários segmentos, de redução dos custos com sinistros (-9,7%) e de crescimento dos prémios adquiridos (9,8%).

O resultado técnico deste grupo de ramos registou um ligeiro aumento de 7,8 milhões de euros em 2021, para 48 milhões de euros, motivado por um incremento da margem bruta antes de resseguro, patenteando a melhoria dos indicadores operacionais anteriormente descrita. O saldo de resseguro – que assume particular relevância na gestão técnica deste grupo de ramos, dada a volatilidade da sinistralidade intrínseca às linhas de negócio em causa –, agravou-se, ainda que de forma mais moderada que o incremento da margem bruta antes de resseguro. O resultado financeiro deu também um pequeno contributo para a melhoria dos resultados técnicos, apresentando um acréscimo de 4 milhões de euros face a 2020.

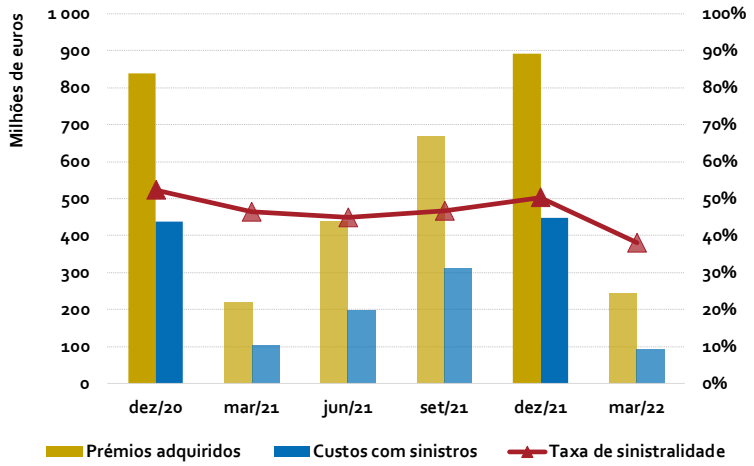
Figura 2.39

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



Evolução trimestral da taxa de sinistralidade do grupo de ramos de Incêndio e Outros Danos

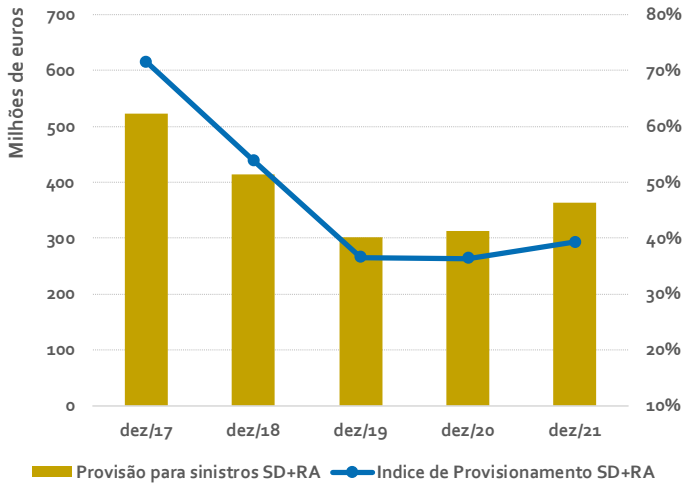
Figura 2.40



O índice de provisionamento do grupo de ramos Incêndio e Outros danos fixou-se em 39,3% em 2021, mais três pontos percentuais que no ano anterior. Este incremento reflete o aumento da provisão para sinistros em 16,2%, para 364 milhões de euros, capaz de superar o aumento ao nível da produção.

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

Figura 2.41



2.2.4.5 Evolução da exploração do ramo Doença

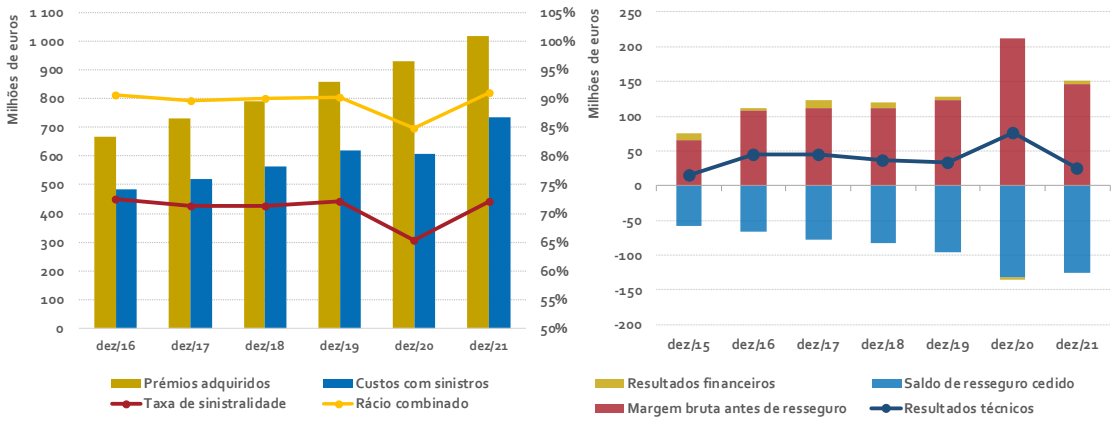
O volume de prémios adquiridos do ramo Doença aumentou 9,3% em 2021, para 1,02 mil milhões de euros, sendo este o ramo, do conjunto das principais linhas de negócio Não Vida, a registar o maior incremento no exercício em causa, evidenciando assim a crescente preocupação da população com o acesso a cuidados de saúde complementares aos prestados pelo serviço nacional de saúde. Não obstante, os custos com sinistros cresceram numa escala superior (20,4%), o que resultou no aumento da taxa de sinistralidade em 6,6 pontos percentuais, para 72%, aproximando-se, assim, do histórico de sinistralidade anterior a 2020, *i.e.* do período antes da pandemia de Covid-19. O rácio combinado do ramo cresceu numa ordem de grandeza semelhante à taxa de sinistralidade, dada a estabilidade da taxa de despesas, fixando-se em 91,1%.

Quanto à evolução a março de 2022, assistiu-se também ao aumento homólogo da taxa de sinistralidade, que se fixou em 75%, mais três pontos percentuais que no primeiro trimestre de 2022. Esta evolução reflete um aumento dos custos com sinistros (12,4%) superior ao aumento da produção (7,9%).

Os resultados técnicos do ramo Doença sofreram, no final de 2021, uma quebra homóloga de 52,5 milhões de euros, para 24,4 milhões de euros. Este decréscimo resulta do recuo da margem bruta antes de resseguro, por via do aumento da sinistralidade, apesar dos ligeiros contributos positivos da função financeira e do saldo de resseguro.

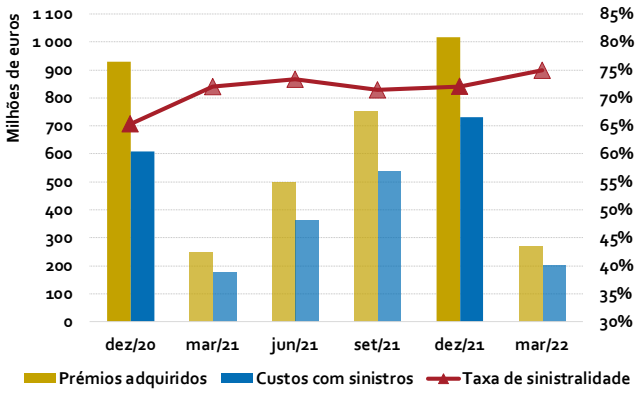
Figura 2.42

Evolução dos indicadores operacionais e dos resultados técnicos de Doença



Evolução trimestral da taxa de sinistralidade de Doença

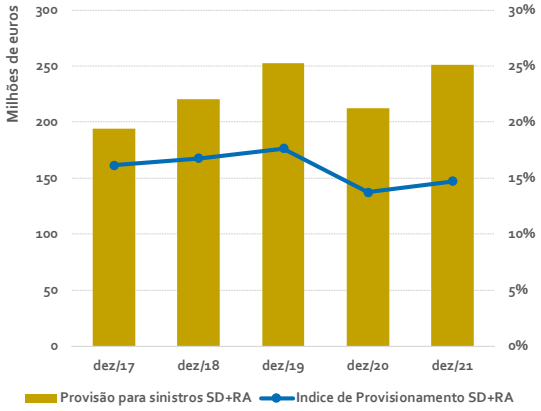
Figura 2.43



O valor da provisão para sinistros do ramo Doença cifrou-se em 251 milhões de euros no final de 2021, mais 18,2% do que em 2020, o que resultou no aumento do índice de provisionamento para 14,7%, valor inferior ao observado nos restantes ramos Não Vida, compaginado com o perfil de curto prazo das responsabilidades associadas.

Evolução do índice de provisionamento de Doença

Figura 2.44



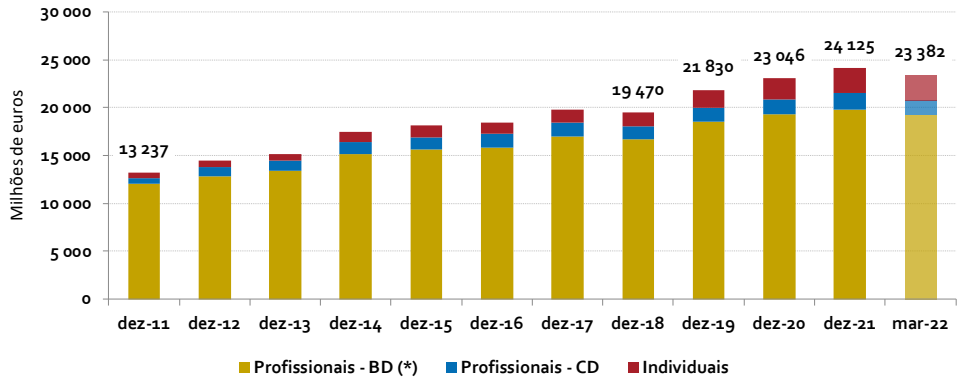
2.3 Evolução do setor dos fundos de pensões

Nos últimos três anos, e apesar dos impactos económico-financeiros da pandemia de Covid-19, o valor do património dos fundos de pensões apresentou crescimentos de 12,1% em 2019, 5,6% em 2020 e 4,7% em 2021, ultrapassando o patamar dos 24 mil milhões de euros no final desse período.

Relativamente ao primeiro trimestre de 2022, refletindo o comportamento desfavorável dos mercados financeiros, por sua vez influenciado pelo eclodir do conflito armado entre a Rússia e a Ucrânia, os montantes geridos sofreram uma redução de 3,1%. A variação negativa foi transversal a todos os segmentos analisados, mas menos acentuada no caso dos fundos de pensões, ou respetivas quotas-partes, que financiam planos de pensões individuais, em relação aos quais se apurou um decréscimo de 1%.

Evolução do montante dos fundos de pensões

Figura 2.45



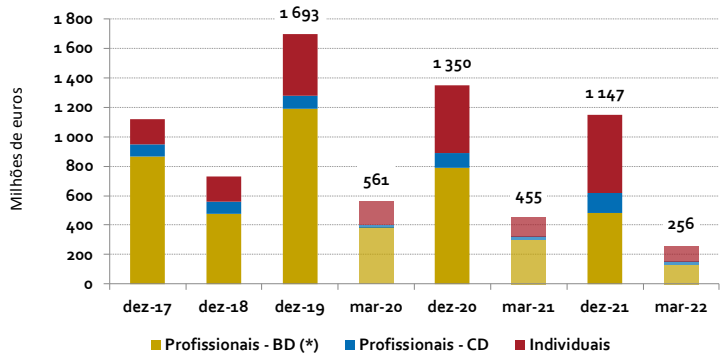
(*) Inclui os montantes relativos aos planos de benefícios de saúde

As contribuições para os planos profissionais de benefício definido (BD) – cujo valor tende a estar negativamente correlacionado com as necessidades de financiamento, como evidenciado pela Figura 2.49 –, apresentaram reduções, na ordem dos 30% a 40%, em 2020 e 2021 e, em termos de variação homóloga, continuaram a diminuir no primeiro trimestre de 2022 (em 57,2%). Já as entregas para os planos profissionais de contribuição definida (CD), em linha com o aumento gradual do número de participantes neste tipo de planos, têm-se caraterizado por um padrão de crescimento, que atingiu os 38,7% em 2021, apesar de o aumento até março de 2022 ter sido mais modesto, de 1,8% em termos homólogos.

Relativamente ao conjunto dos planos de pensões individuais, o volume de contribuições tem também apresentado uma tendência crescente, de 14,5% em 2021, apesar de os dados relativos ao primeiro trimestre de 2022 evidenciarem uma variação homóloga negativa, de 21,7%.

Evolução do montante das contribuições

Figura 2.46

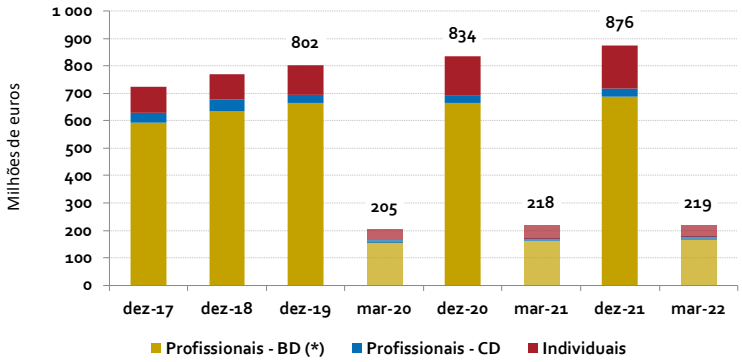


(*) Inclui os montantes relativos aos planos de benefícios de saúde

Numa ótica global, os benefícios pagos têm apresentado um aumento ao longo dos anos, que foi de 5% em 2021. Em relação ao primeiro trimestre de 2022, o respetivo valor manteve-se próximo do observado no período homólogo anterior, apesar de os pagamentos referentes aos planos de pensões individuais terem diminuído 10%.

Evolução do montante dos benefícios pagos

Figura 2.47

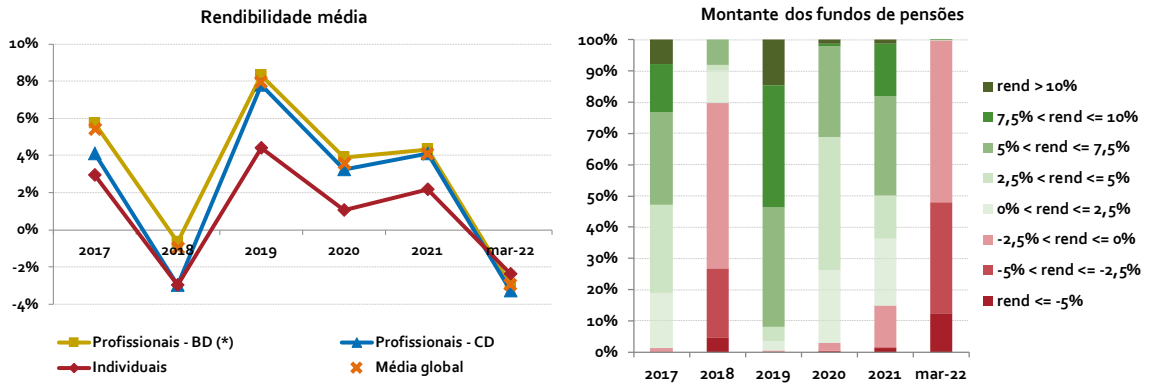


(*) Inclui os montantes relativos aos planos de benefícios de saúde

No que diz respeito ao desempenho financeiro das carteiras de investimento, a rendibilidade média, que em 2020 e 2021 se fixou em torno dos 4%, terminou o primeiro trimestre do ano 2022 em terreno negativo, em cerca de -3%, fruto do já referido impacto nos mercados financeiros do início do conflito entre a Rússia e a Ucrânia. A título de referência, este valor compara com uma rendibilidade média de -1% no ano 2018 e de aproximadamente -6% no primeiro trimestre de 2020, período em que os mercados financeiros foram fortemente afetados pelo impacto da eclosão da pandemia de Covid-19.

Evolução da rendibilidade dos fundos de pensões[37]

Figura 2.48



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

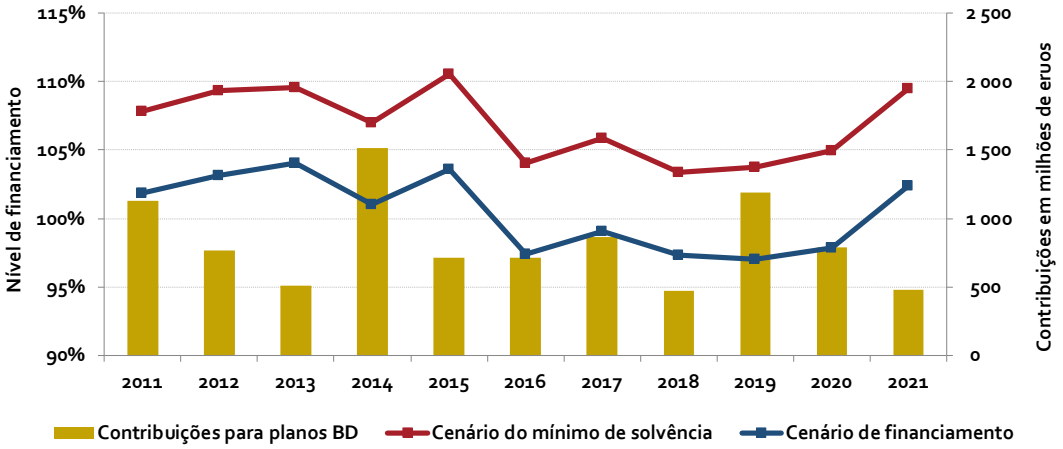
No final de 2021, o nível de financiamento médio dos planos BD situou-se nos 102%, no cenário de financiamento, e nos 110%, no cenário do mínimo de solvência, o que representa, em ambos os casos, um incremento de cinco pontos percentuais face ao final de 2020.

A melhoria no nível de financiamento deveu-se, por um lado, à evolução positiva dos montantes afetos aos planos BD, de 2,6%, e, por outro, à redução do valor total das responsabilidades, de quase 2% em ambos os cenários.

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

Evolução do nível de financiamento dos planos BD[38] e das respetivas contribuições

Figura 2.49



Parte da redução das responsabilidades pode ser explicada pela aplicação de uma taxa de desconto superior em alguns fundos de pensões e adesões, o que levou a um ligeiro aumento da taxa média, de 0,9% para 1,2%, no cenário de financiamento, acompanhando o movimento ascendente das taxas de juro das obrigações privadas com notação de crédito de qualidade creditícia "AA", geralmente usadas como referencial para a definição destes pressupostos.

Evolução das taxas médias de desconto aplicadas no cenário de financiamento

Figura 2.50

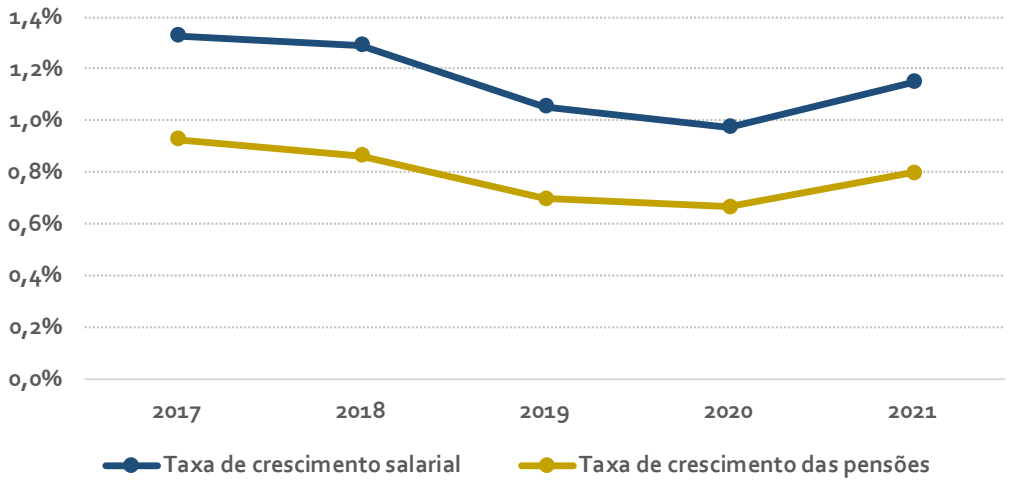
Fonte: Euro AA a 15 anos – *Bloomberg*

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

Relativamente a outros pressupostos financeiros utilizados na avaliação das responsabilidades dos planos BD, em termos de média ponderada, as taxas de crescimento salarial e de pensões apresentaram um incremento de cerca de 0,1 pontos percentuais face aos pressupostos assumidos na avaliação relativa ao final de 2020, tendo evoluído para 1,1% e 0,8%, respetivamente no primeiro e segundo casos.

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

Figura 2.51



Nota: Para o cálculo da média foram apenas considerados os casos em que foi assumido um pressuposto fixo e diferente de zero.

O impacto do aumento da inflação nas responsabilidades BD dependerá das condições estabelecidas nos respetivos planos de pensões, designadamente se existem benefícios diretamente indexados a esse indicador. Não obstante, face à atual escalada da inflação, este é um risco que merece particular atenção, não só em termos do financiamento dos planos BD, como também do potencial risco de perda de poder de compra que este cenário pode representar para os participantes e beneficiários.

3

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

No presente capítulo é realizado um exercício de análise do sentimento, global e individual, das empresas de seguros (ES) e das entidades gestoras de fundos de pensões[39] (EGFP) nacionais em relação aos riscos a que se encontram expostas, através de um questionário semestral – o *RiskOutlook2.0* –, com referência a 31 de dezembro de 2021.

Não obstante esta data de referência, importa salientar que as respostas ao questionário foram recebidas até ao final de março de 2022, pelo que é possível que acontecimentos relevantes do primeiro trimestre de 2022, nomeadamente o conflito armado entre a Ucrânia e a Rússia, tenham sido considerados nas respostas de vários participantes. Ainda assim, é importante ressalvar que apesar desta possível inclusão, as respostas recebidas poderão não incorporar a total extensão das consequências do referido conflito armado em termos económicos, a intensificação das pressões inflacionistas e o incremento da volatilidade dos mercados financeiros.

A metodologia inerente a esta análise encontra-se detalhada na nota metodológica constante no Anexo I do presente relatório.

3.1 Avaliação global dos riscos do setor segurador

A figura 3.1 apresenta a avaliação global dos riscos do setor segurador, na perspetiva da ASF e das empresas de seguros[40], com referência ao final do segundo semestre de 2021, assim como a evolução[41] das perspetivas de risco apresentadas entre semestres.

39 A designação "entidades gestoras de fundos de pensões" (EGFP) integra as sociedades gestoras de fundos de pensões (SGFP) e as empresas de seguros que gerem fundos de pensões.

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

41 A evolução das classificações ASF do nível de risco para o total de mercado espelha a apresentada no Painel de Riscos do Setor Segurador que analisou o enquadramento da atividade seguradora aquando das respostas das empresas de seguros. A evolução do nível de risco e de mitigação para o total de mercado, que considera as respostas dadas pelas empresas de seguros, assenta na evolução entre os patamares de risco destes parâmetros (reduzido, médio-baixo, médio-alto e elevado).

As avaliações individuais dos riscos do setor segurador, na data de referência, apresentam ligeiras alterações heterogéneas entre as principais categorias de risco, face ao semestre anterior, evidenciando a manutenção de um quadro de incerteza.

Em termos evolutivos, comparando com o final do primeiro semestre de 2021, destaca-se o agravamento nas categorias de riscos macroeconómicos e de mercado, refletindo os impactos das pressões inflacionistas e do conflito militar entre a Rússia e a Ucrânia, assinalado quer na avaliação da ASF, quer globalmente pelas empresas de seguros. Apesar deste agravamento as empresas de seguros não consideraram necessário o reforço das suas medidas de mitigação, face ao aumento percecionado do nível de risco.

Na data de referência do último questionário, subsiste uma divergência significativa na avaliação dos principais riscos entre as empresas de seguros e a ASF. Em metade das categorias de risco, – designadamente, riscos macroeconómicos, de mercado, interligações e riscos específicos do ramo Vida –, a ASF tende a apresentar avaliações de nível superior à avaliação global das empresas. Por outro lado, regista-se uma maior preocupação das empresas de seguros na categoria de riscos de crédito, face às perspetivas da ASF.

Em relação à perceção sobre a necessidade de implementação de medidas de mitigação dos riscos, a generalidade dos operadores considera as medidas em vigor como adequadas. Esta situação parece revelar alguma dissonância entre as avaliações, nomeadamente quando são reconhecidos níveis de risco médio-alto e elevado, como é o caso dos riscos macroeconómicos, de mercado e os riscos específicos dos ramos Não Vida.

Avaliação global dos riscos do setor segurador na data de referência (31 de dezembro de 2021), e respetiva evolução no semestre

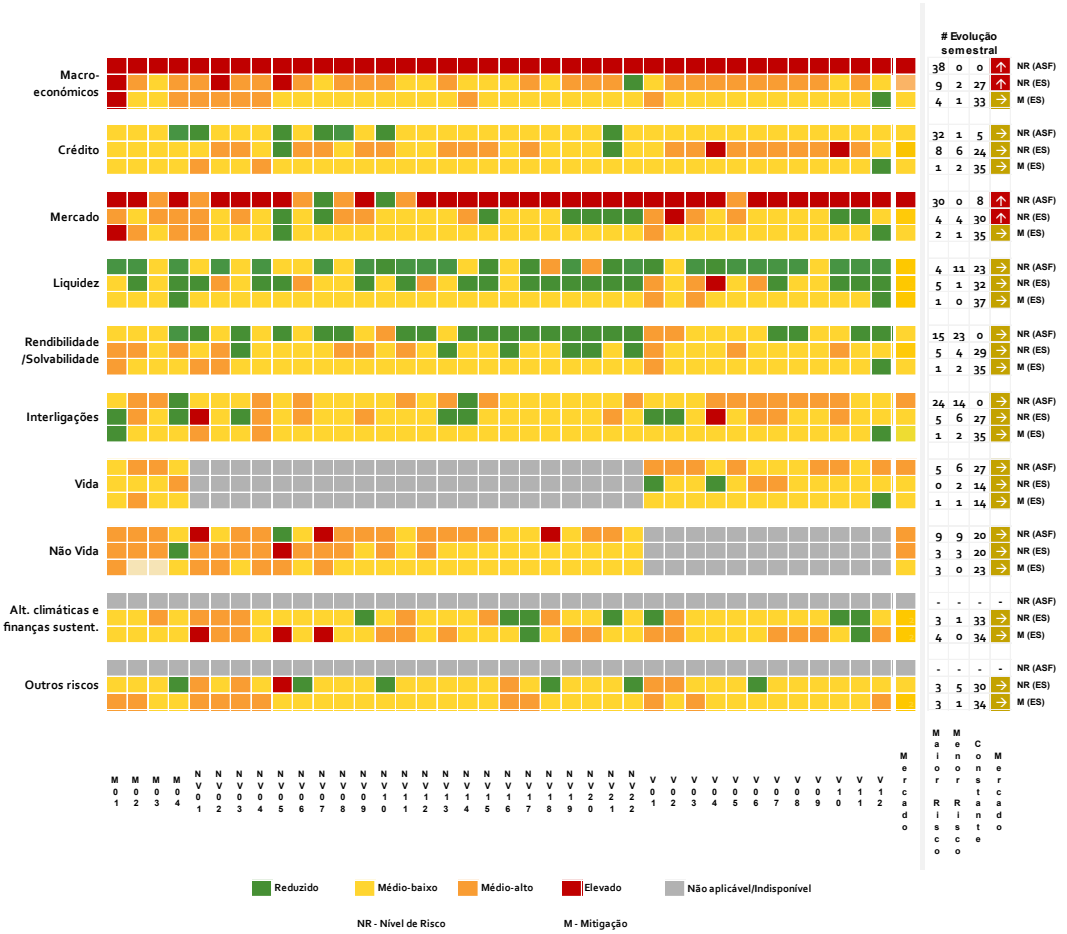


Figura 3.1

Nota: Na presente edição realizou-se uma atualização da estrutura do *heatmap* acima apresentado, de forma a incorporar as variações semestrais dos riscos (individuais e globais). Assim, foram adicionadas quatro colunas informativas no extremo direito do gráfico, sendo sinalizado, nas três primeiras colunas, respetivamente, o número de entidades que apresentam um acréscimo, uma diminuição, ou uma manutenção do respetivo nível de risco individual em relação ao semestre passado. Por fim, a última coluna regista a variação semestral do nível de risco para o total de mercado.

Na figura seguinte, para cada categoria de risco, apresenta-se o alinhamento entre a avaliação da materialidade[42] indicada pelo conjunto das empresas de seguros, e as suas caraterísticas de base (probabilidade e impacto de materialização) no semestre de referência, face ao semestre imediatamente anterior.

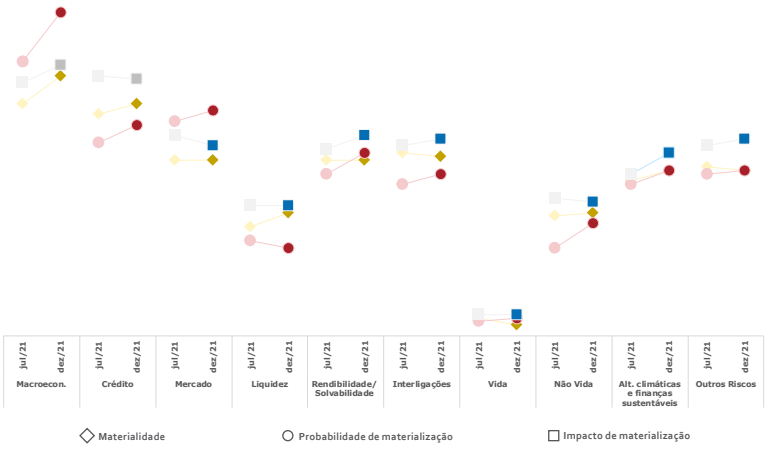
Da sua análise, destaca-se o aumento acentuado da avaliação da materialidade e da probabilidade de materialização dos riscos macroeconómicos, certamente decorrente da materialização dos riscos geopolíticos, já no início de 2022.

Esta evolução positiva da probabilidade de ocorrência dos riscos é prosseguida, embora em menor extensão, em todas as restantes categorias (com exceção dos riscos de liquidez), destacando-se os riscos associados aos ramos Não Vida, rendibilidade/ solvabilidade e de crédito. No contexto do impacto dos riscos, importa realçar o aumento no indicador associado às alterações *climáticas* e finanças sustentáveis e no de rendibilidade/ solvabilidade.

No segundo semestre de 2021, observa-se que, para além dos riscos macroeconómicos e de mercado, que já demonstravam anteriormente um desajuste entre a avaliação da materialidade e as suas caraterísticas de base, também os riscos de rendibilidade e solvabilidade, e os riscos específicos do ramo Vida passaram a demonstrar essa discrepância. Em concreto, o valor da materialidade é inferior ao valor das suas caraterísticas de base, sugerindo que as referidas categorias de risco poderiam ter sido alvo de uma classificação mais elevada.

Análise comparativa da materialidade, probabilidade e impacto de materialização dos riscos do setor segurador na data de referência (31 de dezembro de 2021) e respetiva evolução no semestre.

Figura 3.2



42 A autoavaliação da materialidade deverá resultar da conjugação entre a probabilidade de materialização e o nível impacto atribuído a cada risco.

As figuras 3.3 a 3.6 permitem observar, na perspetiva das empresas de seguros, a ordem, em termos de preponderância (materialidade) [43] dos riscos a que o mercado segurador está sujeito, bem como verificar o nível de materialidade perspetivado para cada risco num intervalo futuro de doze meses[44]. Em particular, a figura 3.3 permite analisar (por ordem descendente) a evolução esperada da materialidade para cada risco[45], também no período de um ano. Os gráficos apresentados agregam as categorias de risco em três grupos: riscos de caráter transversal, uma visão específica para os riscos do ramo Vida e outra para os riscos dos ramos Não Vida. Refere-se ainda que os indicadores relativos à evolução da materialidade dos riscos individuais nos próximos 12 meses apresentam uma análise qualitativa, onde se pode verificar quais os riscos em que as empresas de seguros perspetivam uma maior evolução, positiva ou negativa. Finalmente, na coluna à direita de cada gráfico é possível observar a variação entre semestres das perspetivas de materialidade (figura 3.3), e da sua evolução nos próximos 12 meses (figura 3.4).

Os riscos macroeconómicos continuam a ser identificados como os mais materiais. Neste âmbito, destacam-se os riscos relacionados com o ambiente macroeconómico nacional e internacional, e os riscos geopolíticos, sendo estes três riscos os que registaram um maior aumento de materialidade. Este é um comportamento expectável, fruto do conflito armado entre a Rússia e a Ucrânia, e das tensões inflacionistas já anteriormente evidenciadas a nível global.

No lado oposto, os riscos associados ao ambiente prolongado de baixas taxas de juro apresentaram uma expressiva redução no seu nível de materialidade, presumivelmente motivada pelo aumento recente e perspetivas futuras de evolução das taxas de juro. Este aumento alivia a pressão sobre a valorização da carteira de responsabilidades e favorece a dinamização da oferta de novos produtos do ramo vida com garantias financeiras, fortemente prejudicada pelo ambiente de baixas taxas de juro. Por outro lado, no que se refere à valorização dos ativos, o efeito do aumento das taxas de juro traduz-se num incremento do nível de materialidade no risco associado a esta variável na categoria de riscos de mercado.

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

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

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

Avaliação e projeção das empresas de seguros quanto à materialidade atual e perspetivada nos próximos 12 meses, dos riscos individuais (exceto riscos Vida e Não Vida), na data de referência (31 de dezembro de 2021) e respetiva evolução no semestre

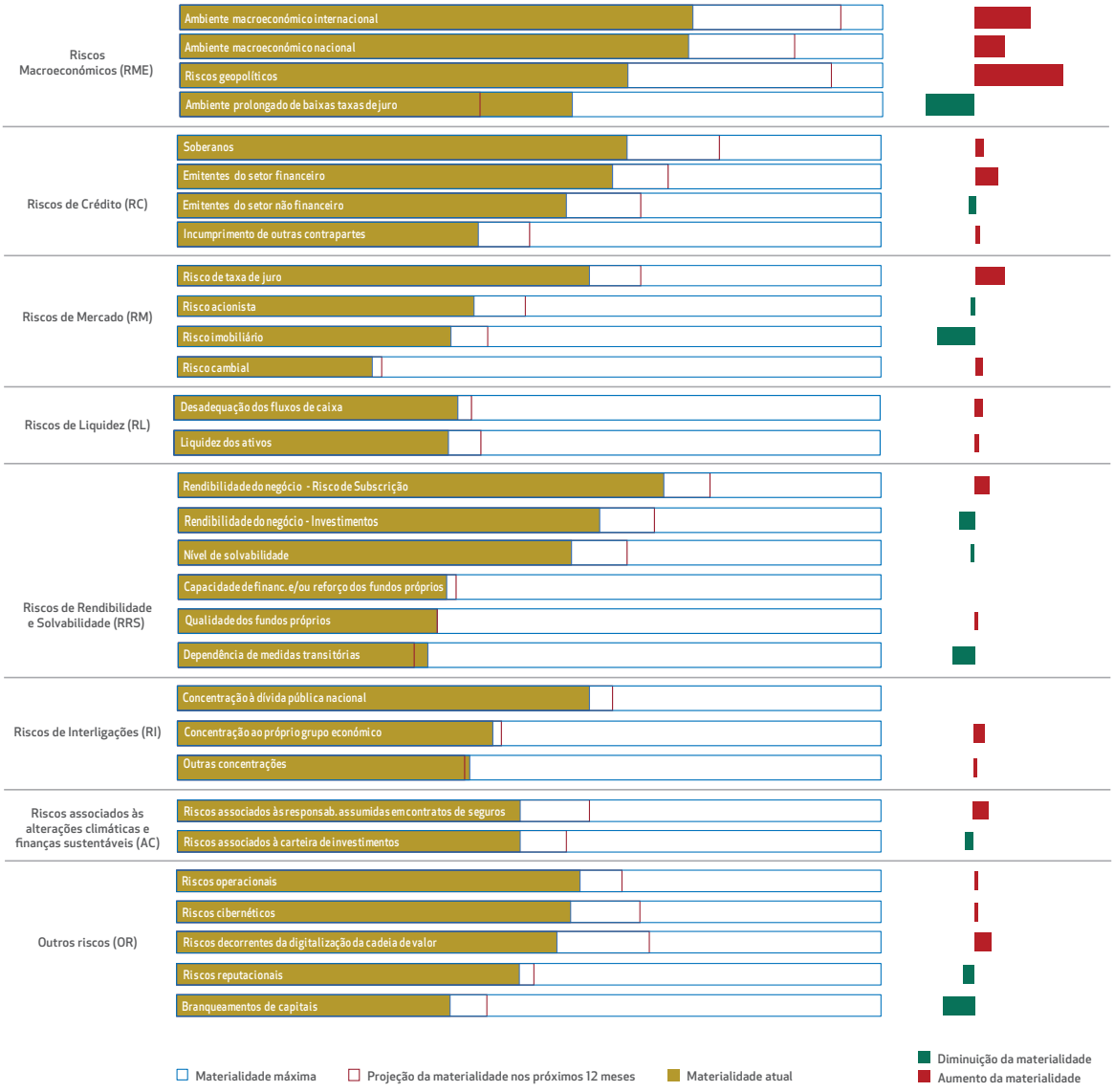


Figura 3.3

Quanto à evolução da materialidade dos riscos, as empresas de seguros perspetivam um aumento generalizado nos próximos 12 meses. Além dos riscos geopolíticos e do ambiente macroeconómico internacional e nacional, é de realçar a evolução observada nos riscos associados à digitalização da cadeia de valor (classe de outros riscos) –, possivelmente decorrente do recente aumento de casos de crimes informáticos, e com a possível intensificação destes, em consequência das sanções impostas à Rússia.

Em sentido oposto, as empresas de seguros estimaram, para o horizonte do próximo ano, melhorias ao nível do ambiente prolongado de baixas taxas de juro, motivadas pelas perspetivas de alteração das políticas monetárias por parte dos bancos centrais, no sentido de aumento das taxas de juro.

Perspetiva qualitativa das empresas de seguros quanto à evolução da materialidade dos riscos individuais (exceto riscos Vida e Não Vida) nos próximos 12 meses, e respetiva evolução no semestre

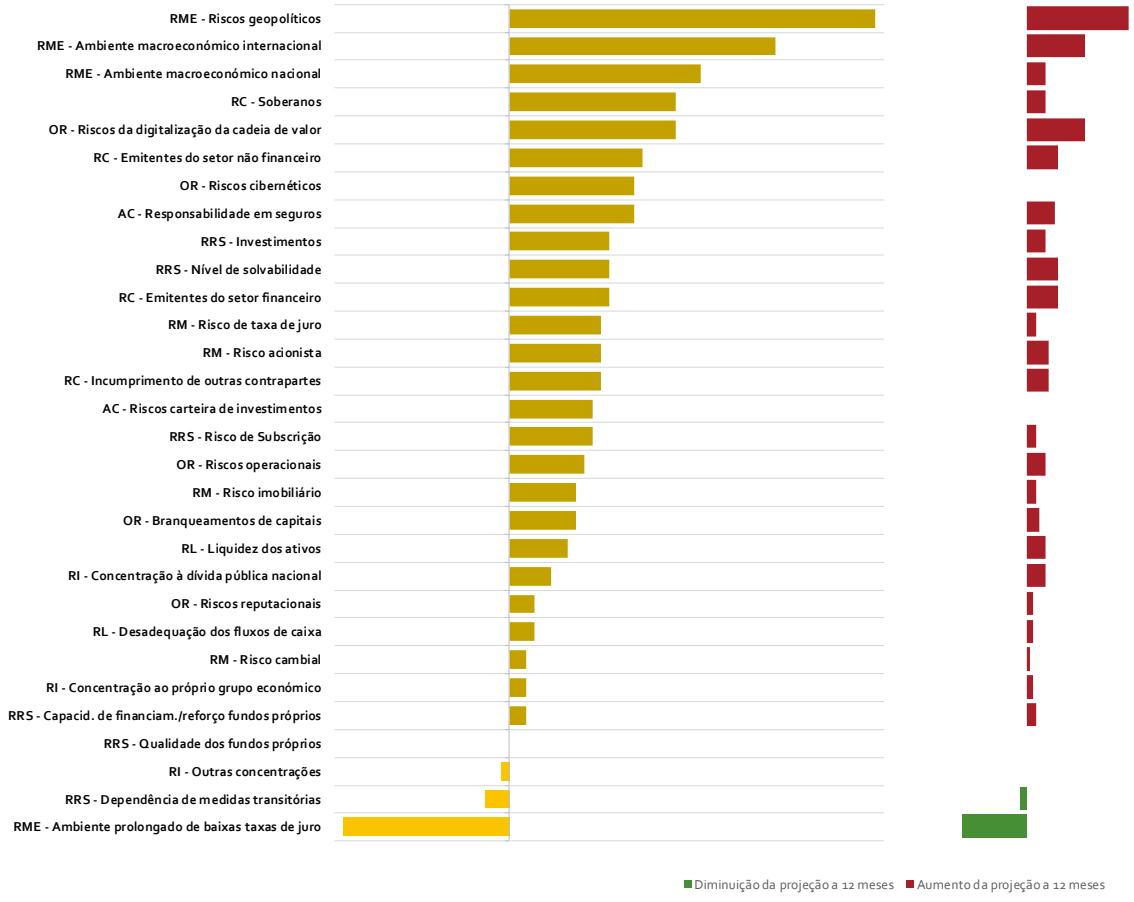
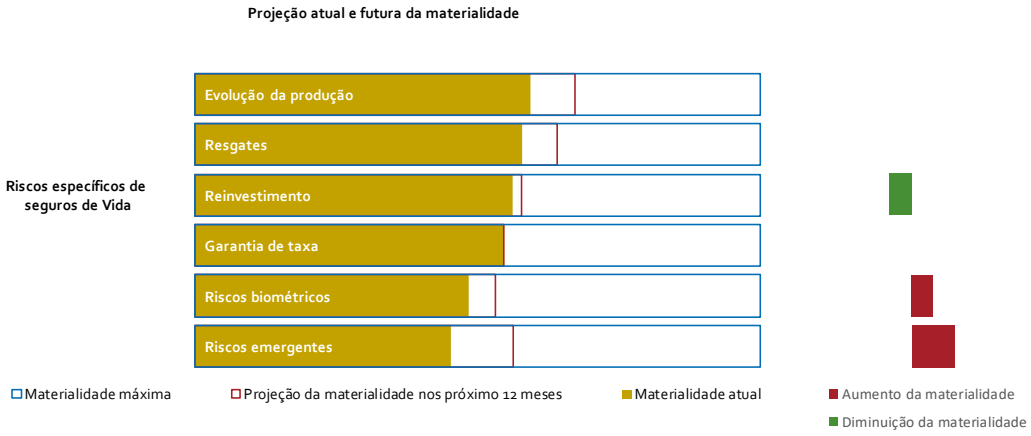


Figura 3.4

No contexto dos riscos específicos associados ao ramo Vida, não se verificou qualquer alteração na hierarquia da materialidade dos riscos face ao semestre precedente. Ainda assim, destaca-se o crescimento da materialidade dos riscos emergentes e biométricos. Por outro lado, assinala-se a diminuição da materialidade do risco de reinvestimento, presumivelmente justificado pelo aumento das taxas de juro que permitem o reinvestimento de capitais com

yields mais atrativas. Num horizonte a 12 meses, regista-se a expetativa de aumento da materialidade para todos os riscos selecionados (com exceção do risco de garantia de taxa). Importa salientar a expectativa de agravamento futuro do risco de reinvestimento, em contradição com a melhoria evidenciada no último semestre.

Avaliação e projeção das empresas de seguros que operam no ramo Vida, quanto à materialidade atual e perspetivada nos próximos 12 meses, dos riscos individuais, na data de referência (31 de dezembro de 2021) e respetiva evolução no semestre



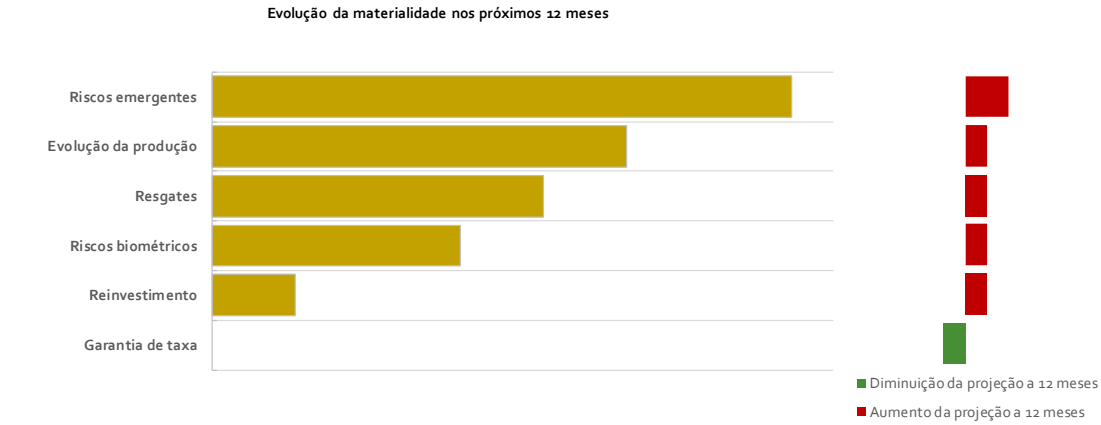
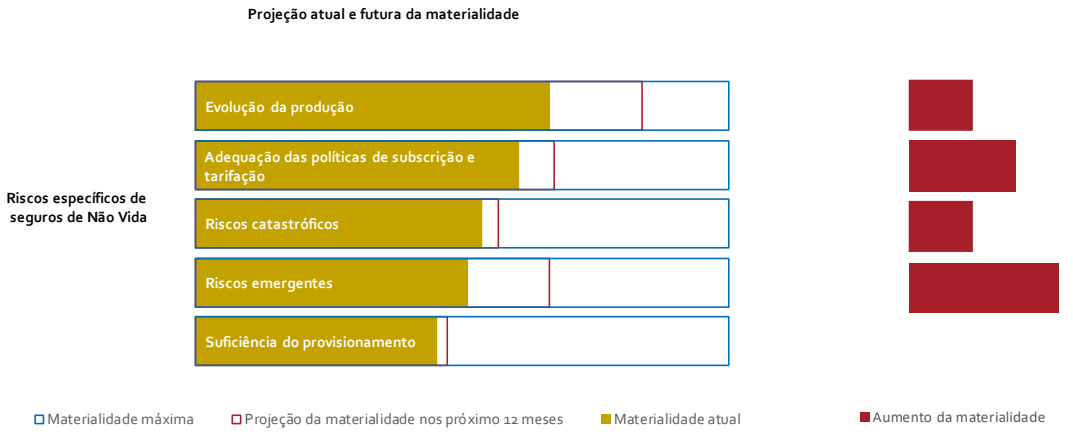


Figura 3.5

Nos ramos Não Vida, as empresas de seguros assinalaram o agravamento generalizado da materialidade dos riscos específicos do segmento no último semestre, com a evolução da produção a apresentar-se como o risco com maior materialidade e os riscos emergentes a

manifestarem a evolução mais significativa. Por sua vez, o agravamento do risco de adequação das políticas de subscrição e tarifação poderá ser justificado pela expetativa de aumento no valor dos sinistros por efeito da inflação. Estes três riscos também se destacam como sendo aqueles onde as empresas de seguros projetam maiores incrementos de materialidade nos próximos 12 meses.

Avaliação e projeção das ES nos ramos Não Vida, quanto à materialidade atual e perspetivada nos próximos 12 meses, dos riscos individuais com referência a 31 de dezembro de 2021, e respetiva evolução no semestre



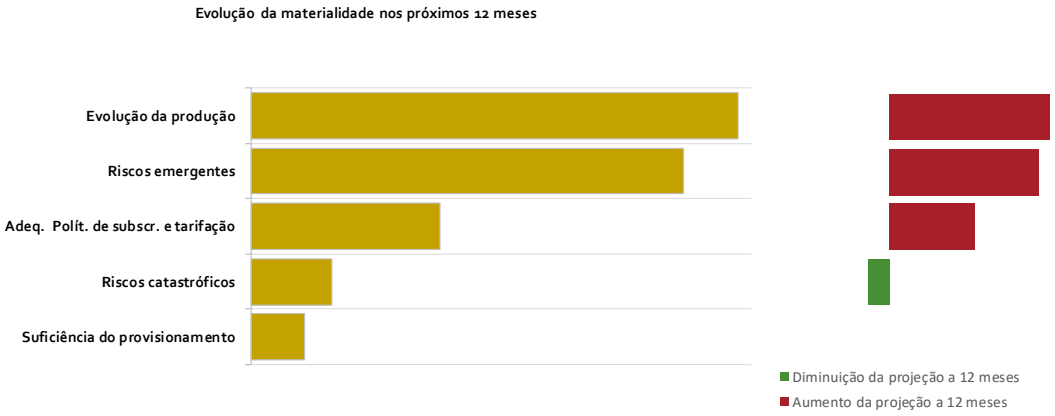


Figura 3.6

3.2 Avaliação global dos riscos do setor dos fundos de pensões

De acordo com as respostas dadas pelas entidades gestoras de fundos de pensões, com referência ao final do segundo semestre de 2021, a classificação dos riscos macroeconómicos manteve-se, em termos agregados, no patamar médio-alto. Apesar de tal classificação refletir um sentimento de incerteza quanto à evolução da atividade económica, não se observou um agravamento da perceção do mercado face à avaliação global apurada para o semestre anterior, sem prejuízo de uma análise mais desagregada evidenciar uma preocupação acrescida com as tensões geopolíticas. Com efeito, é necessário fazer a ressalva de que, pela data de referência e de resposta ao questionário, as mesmas poderão não incorporar, pelo menos na totalidade, as expetativas quanto às consequências do conflito armado entre a Rússia e a Ucrânia em termos económicos, de intensificação das pressões inflacionistas e de incremento da volatilidade dos mercados financeiros.

De facto, a avaliação global dos riscos de crédito e de mercado apresentou uma ligeira melhoria, que levou à descida da classificação de risco atribuída para o nível médio-baixo. Ainda assim, salienta-se que, numa ótica individual, a perceção quanto à materialidade de vários riscos enquadrados nestas categorias registou uma deterioração, com destaque para o risco acionista.

No que se refere à rendibilidade dos fundos de pensões, que se encontra fortemente relacionada com o desempenho dos mercados financeiros, a classificação global de risco subiu para o nível médio-alto.

A categoria dos riscos associados aos fundos que financiam planos de benefício definido (BD) apresentou também uma subida de um nível, para médio-alto, embora, neste caso, a alteração se deva essencialmente ao facto de o *score* global apurado em relação ao semestre anterior já se encontrar muito próximo do limite superior do intervalo onde esta categoria se encontrava classificada. Efetivamente, tal como se pode observar pela Figura 3.8, em termos evolutivos, a perceção desse risco não piorou significativamente, ao contrário do que sucedeu para o desempenho financeiro dos fundos de pensões e para o risco de liquidez, que apresentaram um maior aumento da sua materialidade.

No que respeita à necessidade de implementação de medidas de mitigação dos riscos, não há evoluções significativas a destacar, continuando a maioria das entidades gestoras de fundos de pensões a considerar que as medidas existentes são adequadas, com exceção das categorias de alterações climáticas e finanças sustentáveis e outros riscos, relativamente às quais é reconhecida a necessidade de reforço das medidas existentes.

Avaliação global dos riscos do setor dos fundos de pensões na data de referência (31 de dezembro de 2021), e respetiva evolução no semestre

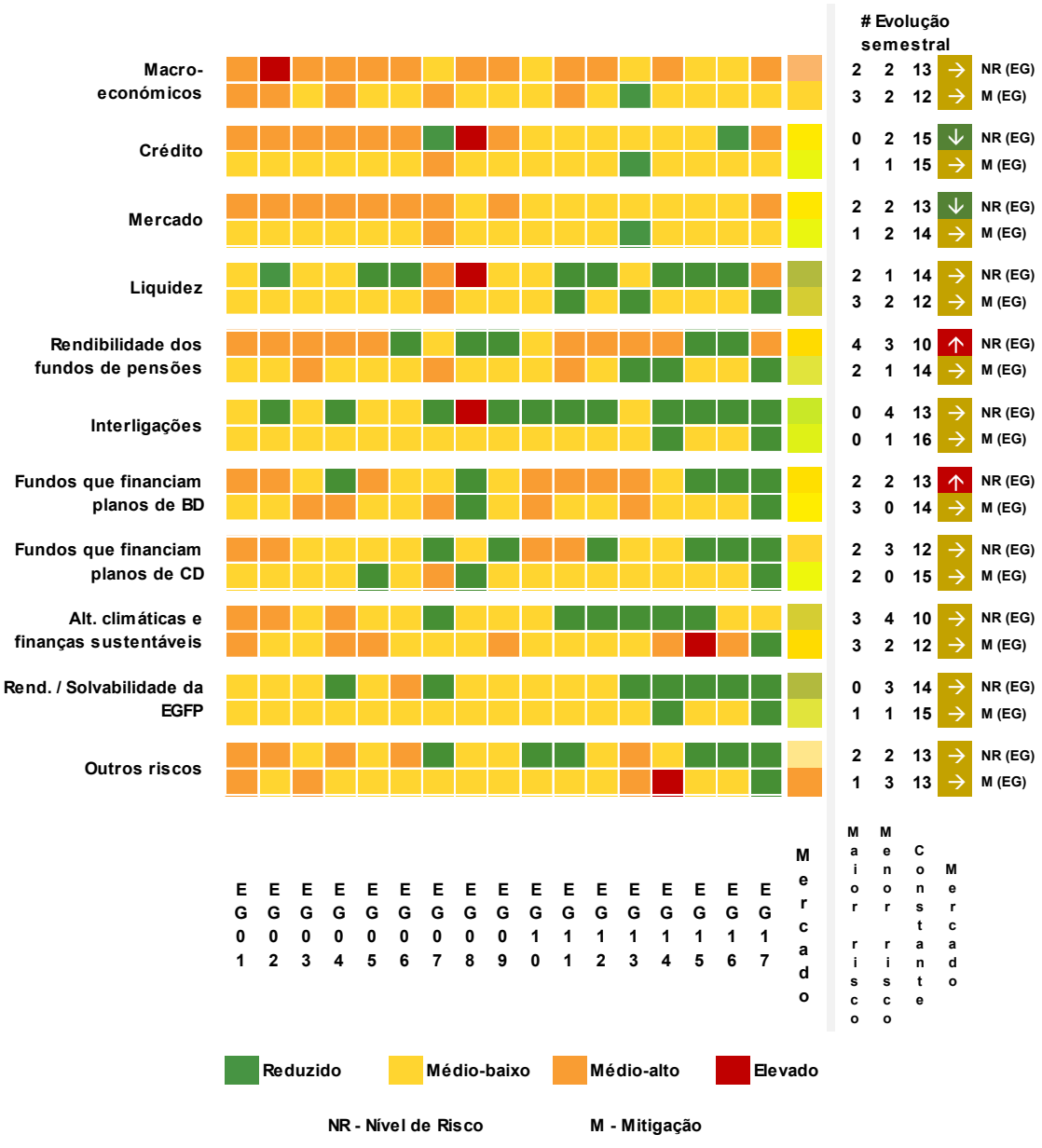


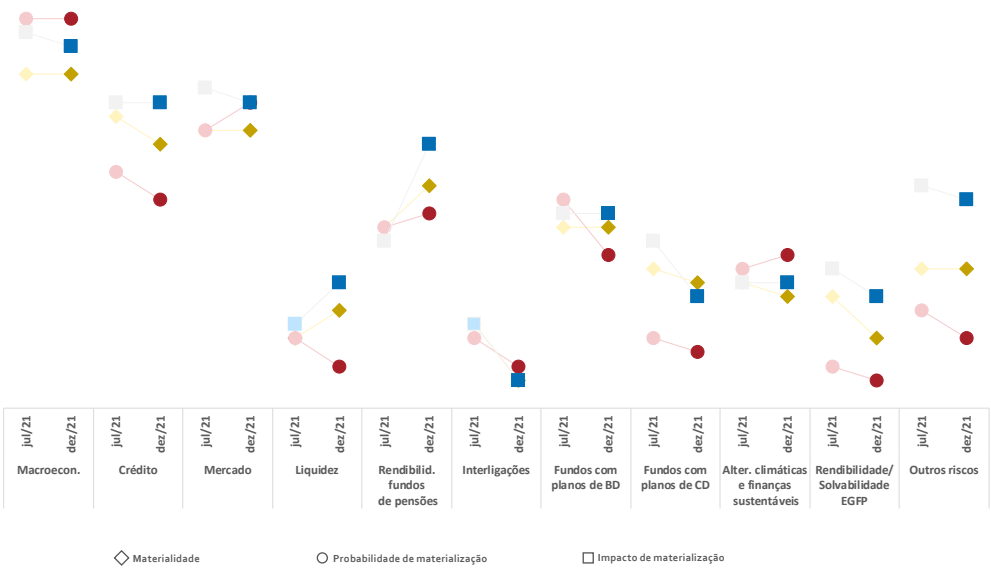
Figura 3.7

A decomposição, para cada categoria de risco, da materialidade nas suas caraterísticas de base (*i.e.*, probabilidade e impacto de materialização) permite verificar que a probabilidade de ocorrência dos riscos de mercado, de rendibilidade dos fundos de pensões e das alterações climáticas e finanças sustentáveis apresentou um aumento face aos valores apurados com referência ao primeiro semestre de 2021. Na perspetiva do impacto de materialização, merecem particular destaque as subidas observadas para as categorias de rendibilidade dos fundos de pensões e liquidez.

É de referir ainda que, em particular para os riscos macroeconómicos, de mercado e de alterações climáticas e finanças sustentáveis (neste último caso, a partir do semestre em análise), existe um desalinhamento entre a avaliação da materialidade e das suas caraterísticas de base, o que leva a concluir que nestas categorias, a avaliação de materialidade deveria ter sido objeto de uma classificação mais elevada.

Análise comparativa da materialidade, probabilidade e impacto de materialização dos riscos do setor dos fundos de pensões na data de referência (31 de dezembro de 2021) e respetiva evolução no semestre

Figura 3.8



A figura seguinte apresenta, à esquerda, os riscos individuais que compõem cada uma das categorias, ordenados em função da sua materialidade, bem como as correspondentes perspetivas de evolução no horizonte temporal de um ano. No gráfico à direita, exibe-se a variação face à avaliação do semestre anterior.

O ambiente macroeconómico internacional é o risco com maior materialidade e continuará a representar um desafio nos próximos meses. Nesta categoria merece também destaque o risco geopolítico que, para além de ter tido uma evolução bastante negativa face à última avaliação, tem ainda o potencial de se deteriorar no futuro próximo.

Por outro lado, face à iminente subida das taxas de juro, denota-se uma visão mais otimista quanto à evolução dos riscos associados ao ambiente prolongado de baixas taxas de juro, sendo o risco em relação ao qual se antecipa uma maior redução de materialidade nos próximos 12 meses, seguido do risco de reinvestimento.

Avaliação e projeção das EGFP quanto à materialidade atual e perspetivada nos próximos 12 meses dos riscos individuais (exceto os riscos específicos das EGFP), na data de referência (31 de dezembro de 2021) e respetiva evolução no semestre

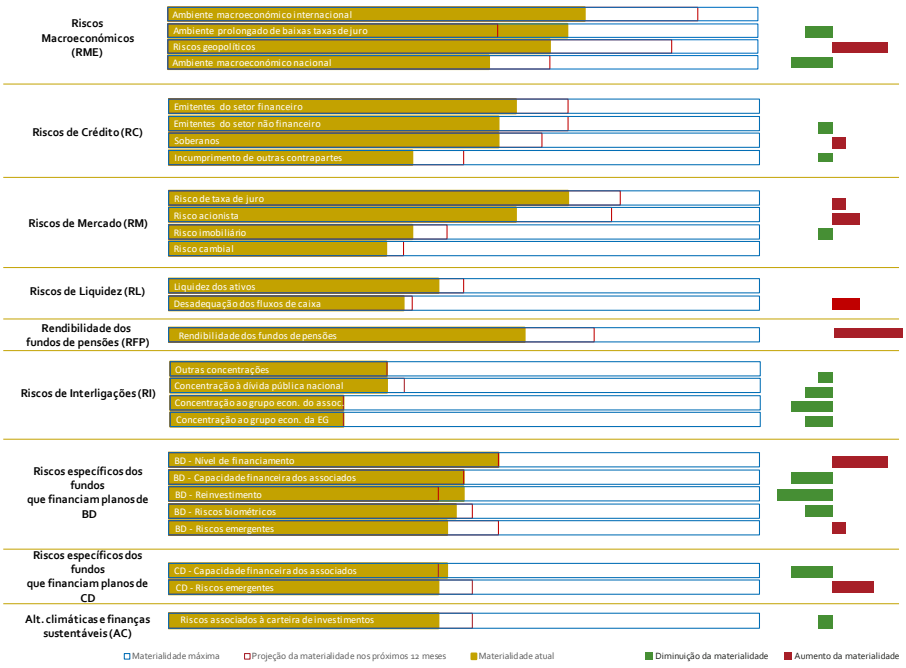
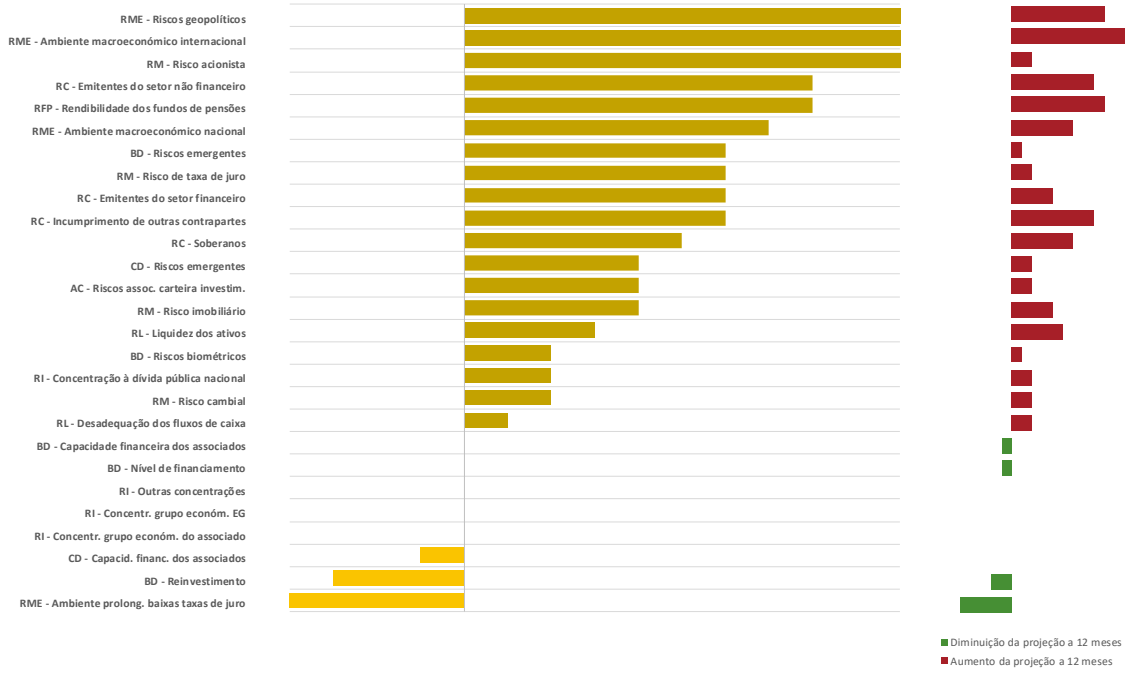


Figura 3.9

De modo a facilitar a visualização dos riscos com maior e menor aumento projetado de materialidade nos próximos 12 meses, a figura seguinte apresenta os riscos individuais ordenados em função da variação apurada para a materialidade.

Perspetiva qualitativa das EGFP quanto à evolução da materialidade dos riscos individuais (exceto os riscos específicos das EGFP) nos próximos 12 meses, e respetiva evolução no semestre

Figura 3.10



Na perspetiva das entidades gestoras de fundos de pensões, e em linha com a perceção de outros setores de atividade, os riscos cibernéticos e de digitalização continuam no topo das preocupações das entidades. Face à avaliação anterior, o sentimento negativo relativo a estes riscos deteriorou-se e a expetativa é de uma amplificação dos mesmos nos próximos 12 meses.

De sublinhar que foi em relação a estes riscos, enquadrados na categoria de Outros riscos da Figura 3.7, que as entidades gestoras de fundos de pensões identificaram uma maior necessidade de reforço das medidas de mitigação.

Avaliação e projeção das EGFP, quanto à materialidade atual e perspetivada nos próximos 12 meses, dos riscos individuais (riscos específicos das EGFP), na data de referência (31 de dezembro de 2021) e respetiva evolução no semestre

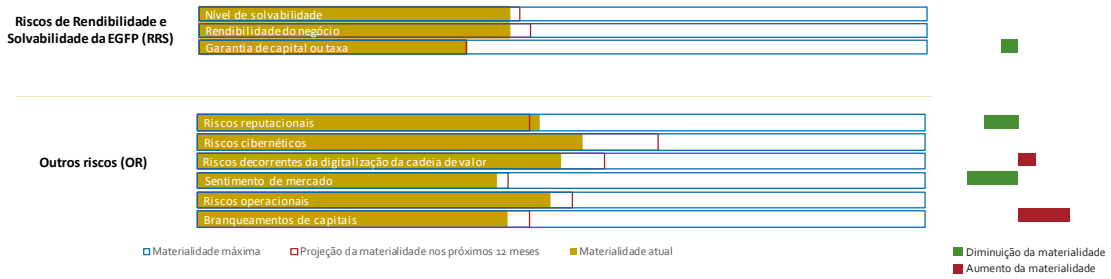


Figura 3.11

4

Análise temática - Evolução do segmento de produtos *unit-linked* e caracterização da oferta e da política de investimentos associada a estes produtos, no período 2020-2021

4.1 Introdução e motivação da análise temática

4.1.1 Introdução

Até recentemente, a persistência de um ambiente prolongado de taxas de juro muito baixas constituiu um dos principais atributos da conjuntura macroeconómica e dos mercados financeiros na área do euro. Esta conjuntura perdurou e agudizou-se, ao ponto de receber sucessivas denominações em função da intensidade e duração do cenário, indo desde o "*low*", a "*low-for-long*", evoluindo para "*lower-for-longer*", e chegando mesmo a ser admitida a perspetiva de "*low forever*".

Em particular no caso do setor segurador, estas circunstâncias pressionaram significativamente a rendibilidade e solvabilidade das empresas de seguros, afetando a atratividade da oferta de novos produtos bem como a capacidade de remuneração do *stock* de produtos com garantias financeiras. No âmbito das responsabilidades em carteira, as dificuldades associadas à viabilidade (ou sustentabilidade) de produtos com taxas garantidas (para os quais deixaram de estar disponíveis alternativas de reinvestimento compatíveis), ou, na área de conceção de novos produtos, as dificuldades no desenho de uma oferta com garantias de rendibilidade atrativa para os tomadores de seguros, ilustram as consequências desta conjuntura.

Assim, a resposta do setor segurador à descida das taxas de juro passou, num primeiro momento, pela introdução na sua oferta de produtos com rendibilidades garantidas mais baixas, revistas anualmente, ou mesmo inexistentes.

Nos últimos anos, a agudização continuada do panorama de taxas de juro muito baixas levou um conjunto de empresas de seguros, detentor de uma proporção agregada material do ramo Vida, a implementar ajustes importantes aos seus modelos de negócio, de modo a reagir ao paradigma descrito. Os referidos ajustes viriam a centrar-se, em particular, no incremento da oferta de produtos de seguros ligados a fundos de investimento - *unit-linked* (UL). De facto, no decurso do ano 2021, estes produtos adquiriram uma representatividade materialmente acrescida, tanto no seio de diversos operadores, como no mercado enquanto um todo, que se traduziu num crescimento homólogo de cerca de 70% – numa ótica de retoma dos níveis de produção totais de anos anteriores –, com um contributo decisivo dos produtos ligados.

Assim, afigura-se como útil analisar sumariamente os principais efeitos decorrentes desta maior centralização da oferta em produtos UL, quer genericamente ao nível das entidades, quer do mercado enquanto um todo:

- **Sustentabilidade do negócio face à conjuntura macroeconómica:**

  O crescimento da produção de UL veio sobrepor-se a um tipo de oferta centrada em produtos com capital garantido, e eventualmente, rendibilidade mínima garantida, cuja sustentabilidade se tornou um desafio (face à evolução dos mercados financeiros), pelo menos através da exposição a ativos com um nível de risco análogo, ou mantendo o perfil de risco praticado pela entidade nas suas atividades de investimento.

- **Amenização do risco de reinvestimento:**

  O reforço da aposta em produtos UL contribui estrutural e materialmente para a amenização do risco de reinvestimento, nomeadamente em comparação com o risco decorrente da necessidade de realocação de posições de investimento vincendas, afetas a produtos com garantias de rendibilidade e/ou de capital, também tipicamente disponibilizados pelo mercado segurador.

- **Enquadramento diferenciado dos produtos UL em termos de requisitos de capital e eventuais comportamentos *search-for-yield*:**

  Face à lógica baseada no risco do regime prudencial aplicável às empresas de seguros a nível europeu (Solvência II), o aumento da exposição a riscos de mercado resulta, por defeito, no aumento da onerosidade dos requisitos de capital gerados pelas posições detidas em ativos financeiros. Deste modo, nas decisões de reinvestimento, para além de aspetos de governação e do perfil de risco das próprias empresas, há que ponderar constrangimentos de solvabilidade, no caso de serem adotados comportamentos orientados para a maximização da rendibilidade dos investimentos, dado o consequente aumento de exposição a riscos de mercado.

  Por este motivo, as evidências de comportamentos de *search-for-yield* no mercado segurador nacional foram, numa perspetiva global, tendencialmente reduzidas, com sinais limitados de investimento em classes de ativos tipicamente menos selecionadas (e conotadas com maior nível de risco), ou de deliberado aumento da exposição ao risco nas classes de ativos tradicionais, nomeadamente os títulos de rendimento fixo.

No caso dos produtos UL, os riscos de mercado são, por defeito, assumidos pelos tomadores de seguros e beneficiários, o que implica uma significativa redução da pressão sobre os requisitos de capital das empresas de seguros (para a carteira de investimentos associada a estes produtos). Neste âmbito, importa investigar se, investindo sob esta dinâmica de menor onerosidade dos requisitos de capital, as empresas de seguros tendem a incorrer em comportamentos de investimento diferenciados.

- **Solvabilidade e rendibilidade:**

  Conforme já referido, o reforço da aposta na produção de UL – mantendo os restantes aspetos inalterados –, impacta positivamente nos níveis de solvência. Quanto à rendibilidade, numa conjuntura de taxas de juro muito baixas, a redução da exposição a produtos com garantias associadas (dificilmente alcançáveis nos ativos subjacentes), em prol de maior exposição em produtos UL, tende também a impactar positivamente o quadro de rendibilidade das seguradoras. Não obstante, a normalização do cenário de taxas de juro tenderá a inverter esta situação.

4.1.2 Motivação e objetivos da análise temática

Os produtos de seguros ligados apresentam atributos diferenciados dos demais produtos do ramo Vida de cariz financeiro, tanto nas suas características intrínsecas, como na influência nas métricas de solvência e rendibilidade das empresas de seguros.

Tendo em conta a assinalável expansão da materialidade e representatividade dos produtos UL no ano 2021, foi efetuada uma análise específica dos mesmos, com um nível de detalhe adicional ao usualmente prosseguido. Em particular, no presente estudo, (i) são avaliadas as políticas de investimento perseguidas no segmento UL, comparando-as com as práticas verificáveis para a restante carteira, (ii) são investigadas potenciais interligações ou vulnerabilidades específicas associadas a estas carteiras, e (iii) é efetuada uma análise crítica sobre a interação entre a reorientação da oferta de produtos Vida para produtos UL, com os recentes desenvolvimentos no ambiente macroeconómico e nos mercados financeiros, designadamente a alteração da conjuntura que motivou o maior apetite dos operadores para este tipo de produtos, ou seja, a descolagem do ambiente prolongado de baixas taxas de juro.

4.1.3 Apresentação sumária da estrutura e conteúdos do estudo

Após a parte introdutória, procede-se à caracterização da evolução do segmento nacional de UL, avaliando a trajetória da sua produção e representatividade, comparando também com o *benchmark* da UE para este tipo de produto. Estas análises consideram, por defeito, o total de mercado, sendo adotadas perspetivas ao nível da entidade quando útil, de modo a apreciar a evolução deste tipo de produto financeiro com maior detalhe.

As análises apresentadas são também complementadas com a apreciação de alguns elementos relevantes ao nível de interação dos produtos UL com os tomadores de seguros, sendo explorados os canais de distribuição de produtos Vida, e a evolução do número de consumidores de produtos UL, de modo a densificar perspetivas sobre a forma como o crescimento destes produtos interage com a população de aforradores individuais.

De seguida, evolui-se para a componente central da análise, que se reporta à caracterização dos investimentos subjacentes aos produtos UL, com foco primordial em variáveis descritivas dos níveis de risco envolvidos.

Tendo em conta a proporção de exposição a fundos de investimento mobiliários (FIM) nas carteiras de investimentos associadas a produtos UL – materialmente acima da representatividade correspondente para os restantes tipos de produtos –, é efetuada uma análise mais detalhada sobre estas exposições, avaliando a tipologia dos FIM utilizados em função da sua orientação de investimento, procedendo-se assim ao respetivo *look-through*, explorando as exposições a FIM por classes de risco, e apreciando o seu binómio rendibilidade volatilidade.

Por fim, são apresentadas as principais conclusões da análise, bem como identificadas vias futuras para densificação do tema.

4.2 Caracterização e evolução do segmento *unit-linked*

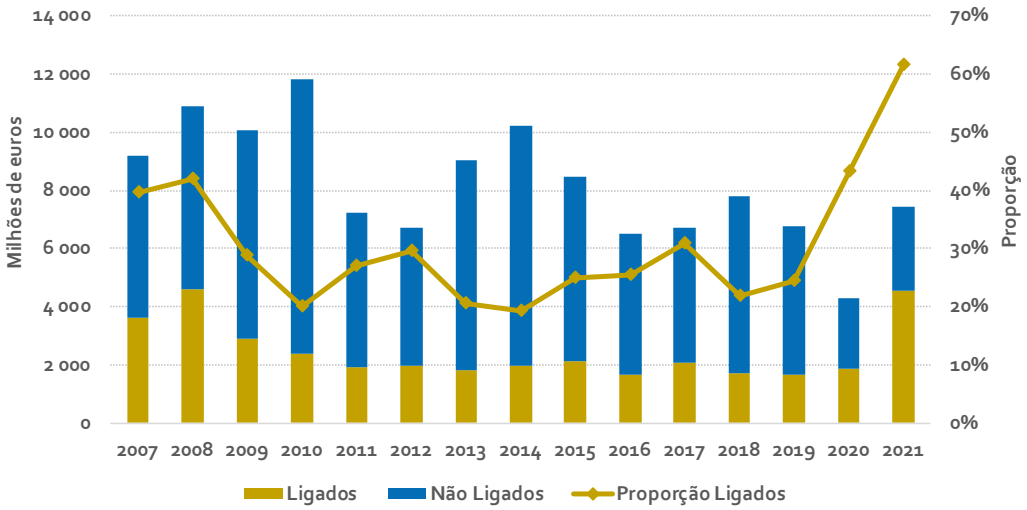
Os seguros com uma forte componente financeira, principalmente na forma de capitais diferidos e PPR, detêm um peso muito significativo no ramo Vida. Consequentemente, a produção deste ramo é amplamente influenciada pela envolvente macroeconómica, pelas estratégias de negócio adotadas pelas empresas de seguros, por sua vez também dependentes das estratégias dos grupos económicos em que se inserem, e, tendo em conta o papel de relevo do setor bancário na distribuição destes produtos, pelas estratégias comerciais dos próprios bancos.

Nos últimos anos, o ambiente prolongado de baixas taxas de juro, com efeitos limitativos na atratividade das garantias mínimas oferecidas nos seguros financeiros não ligados, tem condicionado a evolução do ramo Vida. Em 2020, o nível de produção terá ainda sido afetado pelos constrangimentos causados pelas medidas de combate à pandemia de Covid-19.

Em resposta à conjuntura de taxas de juro muito baixas, e à pressão exercida sobre a gestão de riscos e a solvência das empresas de seguros, vários operadores, incluindo alguns de maior dimensão, redirecionaram a sua aposta para a oferta de produtos UL. Assim, em 2019 foi iniciada a tendência de aumento do peso dos seguros ligados no total da produção do ramo Vida, mas foi em 2021 que se tornou visível esta alteração de estratégia, impulsionando o crescimento global do ramo Vida.

Evolução da produção dos seguros ligados e não ligados

Figura 4.1

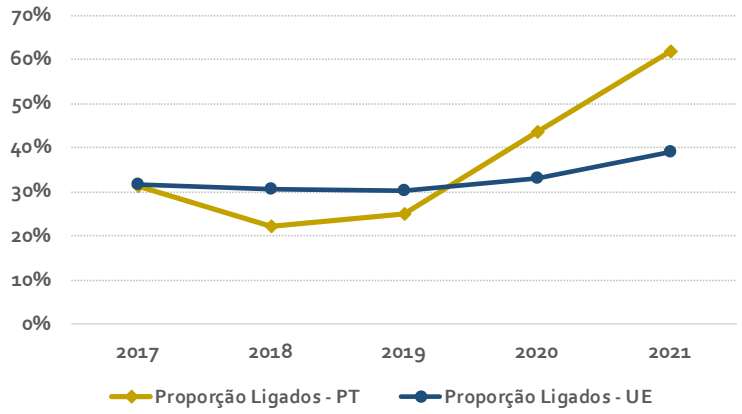


Com efeito, em 2021, a produção de seguro direto do ramo Vida das empresas sob a supervisão prudencial da ASF registou um acréscimo de 74% face a 2020, tendo o aumento das entregas para os produtos UL sido de 146,9%.

A representatividade dos seguros ligados no total da produção Vida em 2021 ascendeu a cerca de 62%. Apesar de o aumento do peso do segmento UL se ter verificado na maioria dos países da União Europeia, foi em Portugal que se registou um incremento mais significativo desse peso em 2021, tendo a proporção da produção dos seguros ligados no mercado nacional ficado bastante acima da média europeia (igual a 39%).

Evolução da proporção dos seguros ligados na produção Vida

Figura 4.2



Fonte: Dados UE – *Financial Stability Report* da EIOPA, junho 2022

A análise da estrutura da produção de cada entidade permite constatar que, no universo das 16 empresas de seguros nacionais que se encontravam a operar no ramo Vida em 2021, em metade dos casos a produção dos seguros ligados representava mais de 40% da respetiva produção total, e mais de 70% em quatro operadores. É igualmente de referir que, em relação a cinco entidades, essa percentagem era nula ou muito reduzida.

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

Figura 4.3

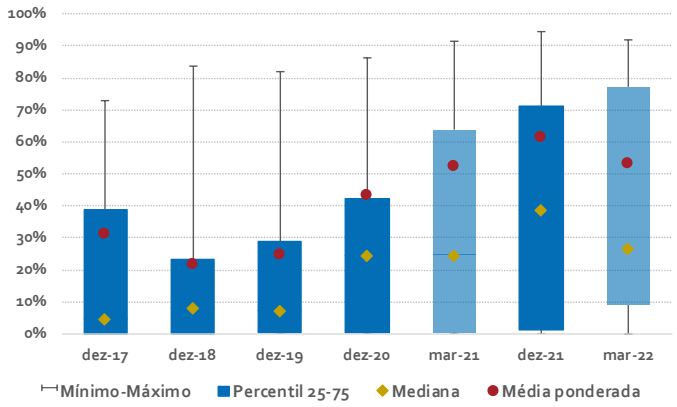


Figura 4.4

Relação entre a variação da produção de seguros ligados por empresa de seguros em 2021, e o peso desse segmento no total da produção Vida[46]

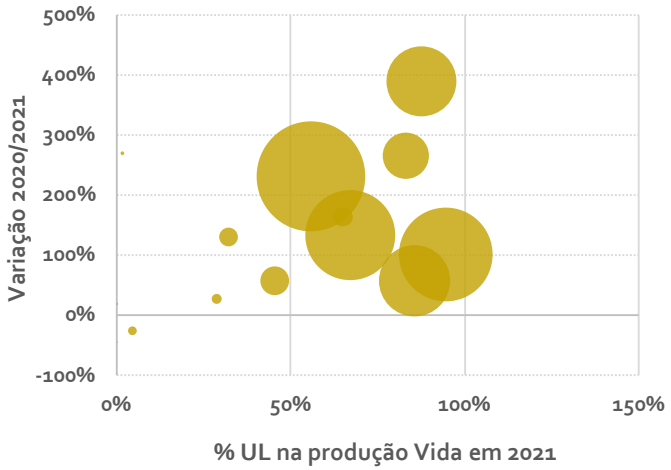
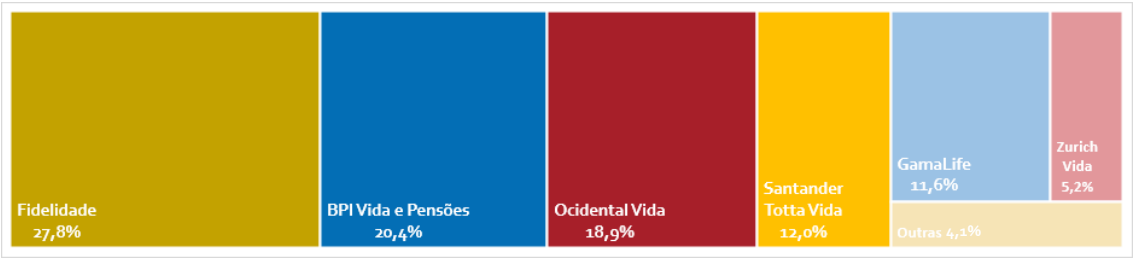


Figura 4.5

Proporção, por empresa de seguros, da produção de seguros ligados

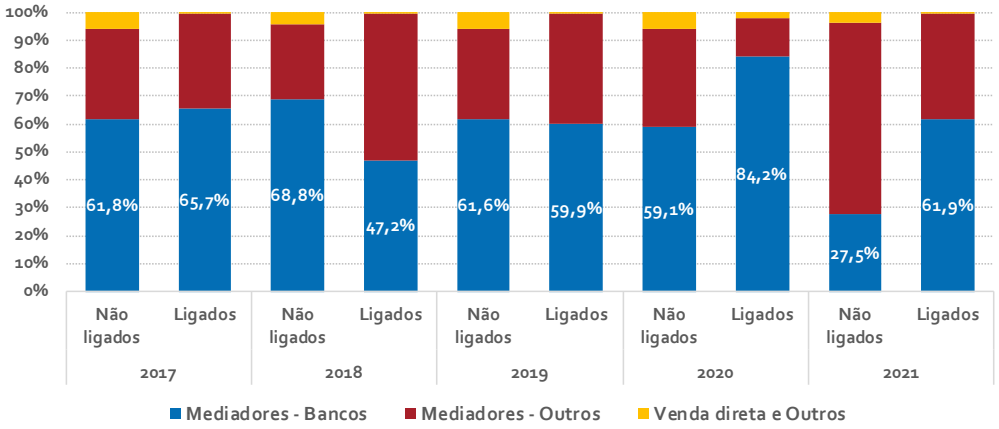


No ramo Vida, o canal bancário desempenha um papel de relevo na venda de seguros, tendo, em 2021, sido responsável pela distribuição de quase 62% da produção dos seguros ligados, o que é explicado pelo facto de alguns dos operadores com maiores níveis de produção neste segmento seguirem uma estratégia de comercialização dos seus produtos através de acordos com bancos, em alguns casos, do mesmo grupo financeiro em que se encontram inseridos.

46 A dimensão das bolhas representa o valor da produção de seguros ligados da respetiva empresa de seguros.

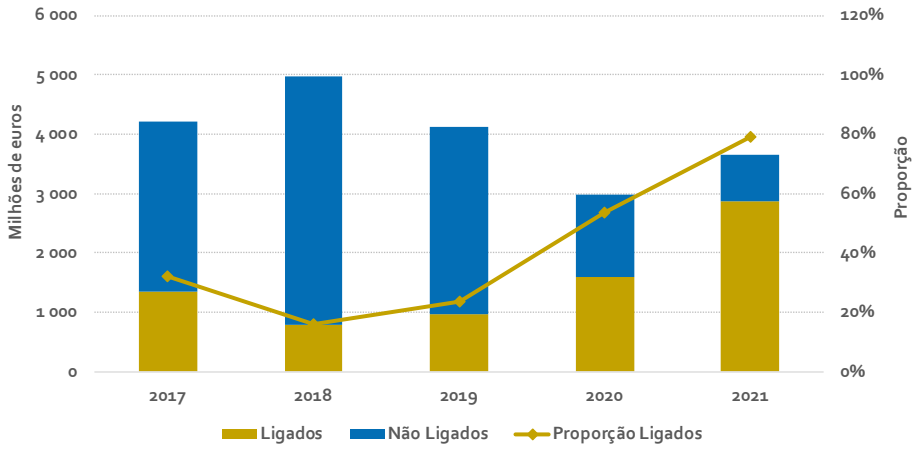
Repartição da produção Vida por canal de distribuição

Figura 4.6



Proporção da produção de seguros ligados no total da produção dos produtos comercializados através do canal bancário

Figura 4.7

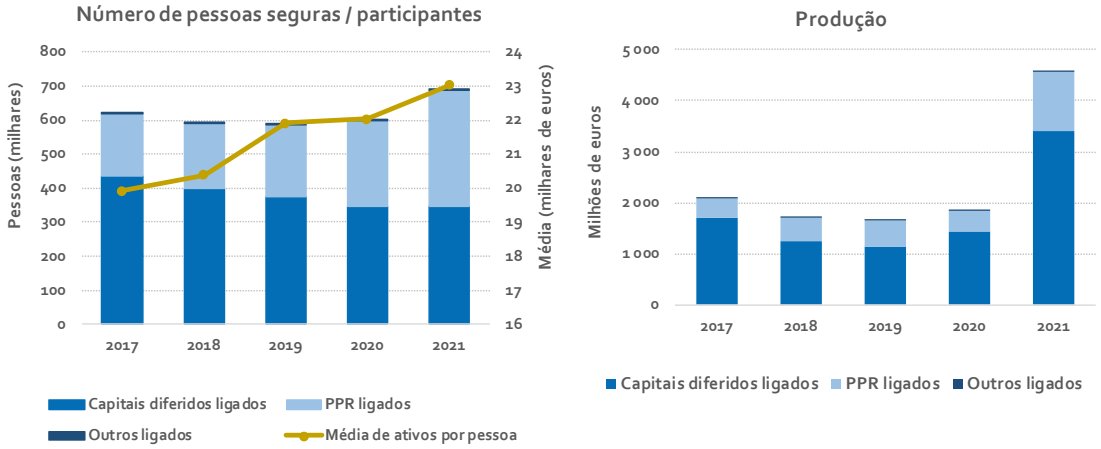


O número de pessoas seguras / participantes relativos aos seguros ligados apresentou um aumento de cerca de 92 mil indivíduos em 2021, atingindo o patamar dos 690 mil indivíduos no final do ano. O incremento verificou-se sobretudo na categoria dos PPR ligados, tendo as maiores variações ocorrido em produtos de um número reduzido de operadores. Em relação aos capitais diferidos ligados, é de assinalar que, embora o número total de pessoas seguras / participantes se tenha mantido próximo do valor observado no final de 2020, a análise da evolução por operador permite identificar oscilações, tanto no sentido de expansão como de contração da população segura, neste último caso motivado por um maior número de vencimentos de apólices.

O rácio entre o valor da carteira de ativos afetos a seguros ligados e o respetivo número de pessoas seguras / participantes tem vindo a exibir uma trajetória ascendente, constatando-se que, no final de 2021, cada pessoa segura / participante detinha, em média, um investimento de 23 mil euros em produtos UL.

(i) Evolução do número de pessoas seguras / participantes com seguros ligados e (ii) evolução da produção de seguros ligados por tipo de produto

Figura 4.8

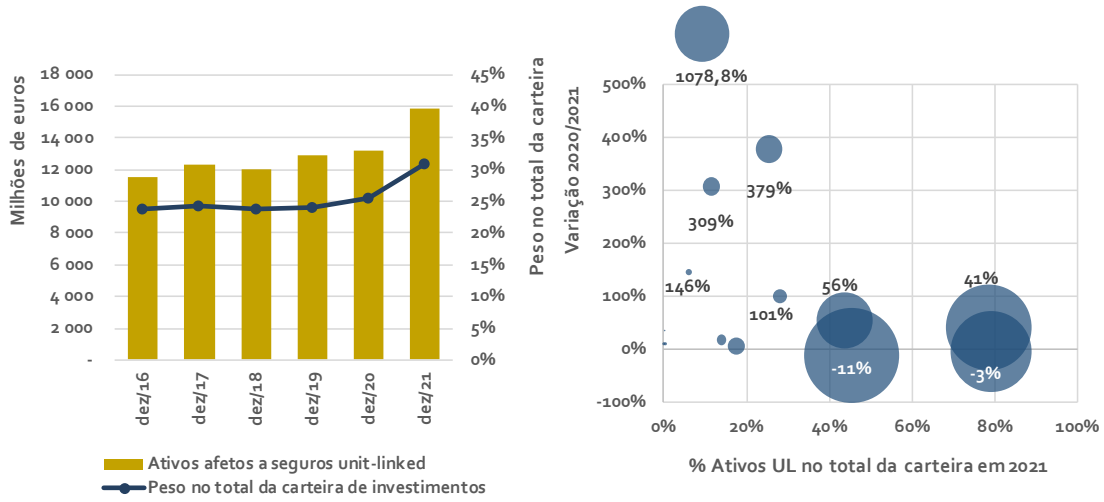


A recente aposta das empresas de seguros na oferta de produtos UL é também evidente no aumento expressivo da carteira de ativos afeta a seguros ligados. O total desta carteira ascendeu a 15,9 mil milhões de euros no final de 2021, traduzindo um aumento de 20,6% face ao ano transato, e passando a representar 31% do total de ativos das empresas de seguros.

Este crescimento foi transversal à grande maioria do mercado, destacando-se um conjunto de empresas de média dimensão no segmento, que mais do que duplicaram a respetiva carteira durante o último ano.

Figura 4.9

(i) Total de ativos afetos a seguros unit-linked e (ii) relação por empresa de seguros, entre a variação da carteira de ativos unit-linked entre 2020 e 2021, e o peso da respetiva carteira no total de ativos[47]



4.3 Caracterização da política de investimentos dos seguros *unit-linked*

No contexto dos produtos *unit-linked*, o valor a receber pelos beneficiários depende da *performance* dos ativos que lhes estão subjacentes. Assim, a política de investimentos seguida pelas empresas de seguros para a carteira de ativos afeta a estes produtos, não só determina a rendibilidade dos mesmos, mas também o risco de mercado a que os tomadores de seguro e beneficiários estão expostos.

A análise histórica da carteira de investimentos afeta a seguros *unit-linked* revela que o recente crescimento destes produtos é também coincidente com uma alteração da respetiva política de investimentos, assistindo-se a uma redução do peso da carteira de dívida por contrapartida do investimento em fundos mobiliários. Mais precisamente, os títulos obrigacionistas representavam, no final de 2021, 34,8% do total da carteira, menos 16,3 pontos percentuais que no ano anterior, enquanto o peso dos fundos de investimento mobiliários (FIM) ascendia a 55,4%, um aumento de 14,5 pontos percentuais face ao final de 2020.

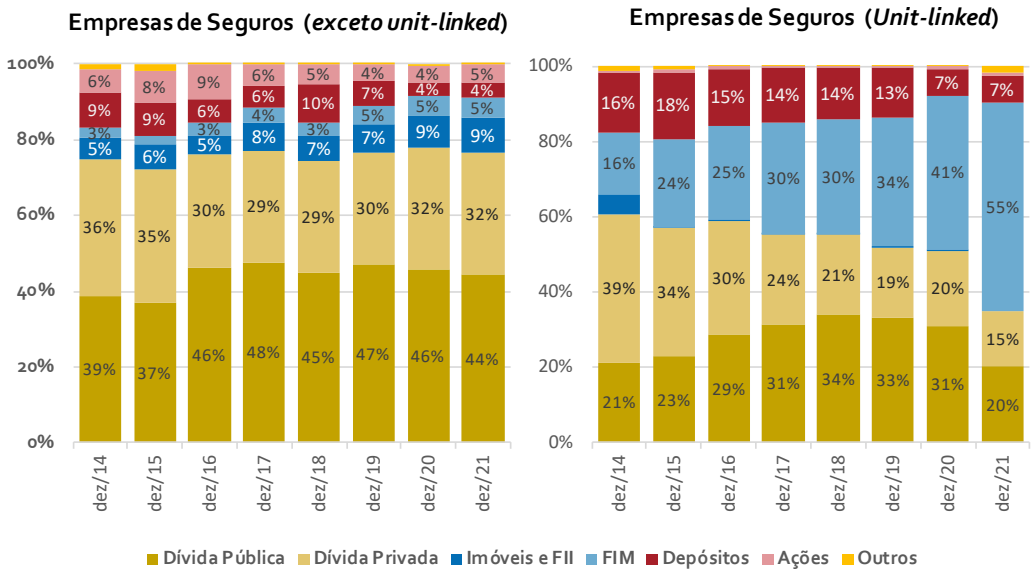
Adicionalmente, a carteira de investimentos *unit-linked*, quando comparada com a restante carteira de ativos das empresas de seguros, apresenta um perfil bastante diferenciado, onde se destaca o (cada vez) menor investimento em títulos de dívida, por contrapartida do maior

47 O tamanho das bolhas representa o total de ativos afetos à carteira *unit-linked* da respetiva empresa de seguros.

peso de FIM. Assim, as diferenças na política seguida pelas empresas no contexto destes produtos financeiros poderão ser explicadas pela procura de rendibilidades mais alinhadas com as expectativas dos tomadores de seguros e pela maior necessidade de liquidez. Adicionalmente, existe um menor esforço em termos de requisitos de capital implícitos na carteira *unit-linked*, o que poderá também justificar as diferenças face à política de investimentos da restante carteira não afeta a estes produtos.

Evolução da política de investimentos da carteira afeta a seguros *unit-linked* e da restante carteira das empresas de seguros.

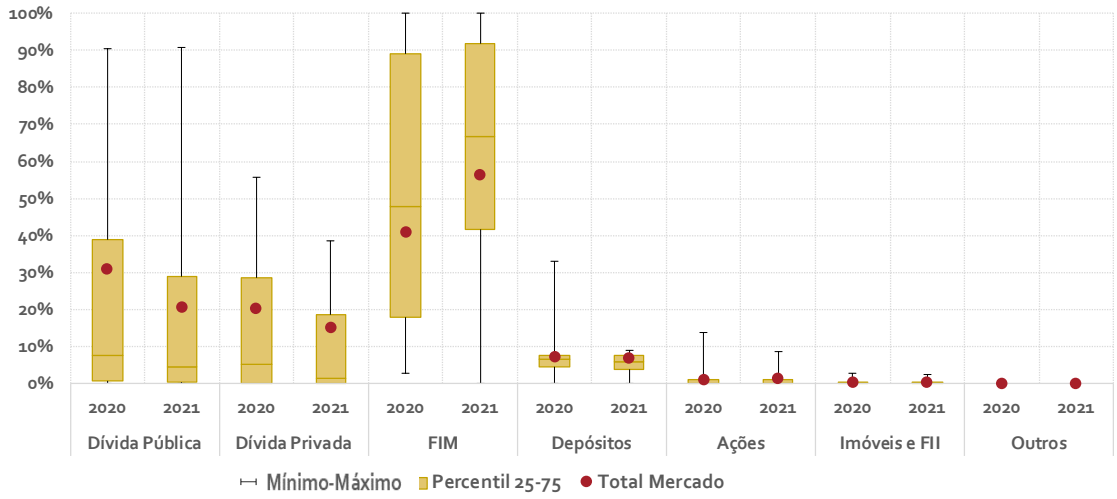
Figura 4.10



Detalhando a análise da composição da carteira afeta a seguros *unit-linked* entre 2020 e 2021, verifica-se que a redução do peso da dívida soberana foi transversal à maioria das empresas de seguros, permanecendo, ainda assim, como bastante representativa para um conjunto de operadores. Por sua vez, o peso da dívida privada diminuiu de forma homogénea no final de 2021, não ultrapassando, para nenhuma empresa de seguros, metade da respetiva carteira de investimentos. Finalmente, o investimento em FIM cresceu, em particular para as empresas que evidenciavam um peso mais reduzido destes títulos em 2020. É também de destacar que, para algumas empresas de seguros, a representatividade destes ativos é bastante expressiva, identificando-se, inclusivamente, um caso onde os FIM constituem a totalidade da carteira *unit linked*.

Distribuição da composição individual da carteira de investimentos afeta a seguros *unit linked* por tipologia de ativo em 2020 e 2021

Figura 4.11



Nas próximas secções procede-se à análise detalhada do binómio risco e retorno da carteira de investimentos do setor segurador afeta a seguros *unit-linked*. Em particular, a análise recai sobre a qualidade creditícia e perfil de durações da carteira obrigacionista, bem como sobre a composição, nível de risco e relação entre risco e retorno dos FIM.

(i) Carteira Obrigacionista

No âmbito da carteira obrigacionista afeta a seguros *unit-linked*, e focando a análise na respetiva qualidade creditícia, verifica-se uma clara predominância de títulos classificados com CQS3 (68,6% do total da carteira), ainda em terreno de *investment grade*, mas com menor folga face ao terreno considerado especulativo (maior ou igual a CQS4). Esta predominância de títulos em CQS3 é transversal à generalidade do mercado, com 8 das 12 empresas que comercializam estes produtos a apresentarem uma qualidade creditícia média da carteira obrigacionista em nível CQS3.

Importa ainda salientar que, relativamente aos títulos classificados com CQS4 e, portanto, em terreno especulativo, ainda que a respetiva representatividade seja relativamente contida para o total do mercado, esta afigura-se material para algumas empresas, havendo, inclusivamente, uma empresa em que o peso destes títulos ultrapassa os 50% da carteira. Também no âmbito dos títulos com notação CQS6 (que corresponde à classe com maior risco creditício), identifica-se uma empresa, cujo respetivo peso no total da carteira de dívida ascende a 61,7%.

O perfil creditício da carteira afeta a seguros *unit-linked*, quando comparado com a restante carteira obrigacionista das empresas de seguros, revela uma maior predominância de títulos classificados com CQS3 bem como uma maior proporção em terreno especulativo, nomeadamente CQS4.

Importa ainda sublinhar que, no atual enquadramento económico - face ao aumento progressivo das taxas de juro e ao reacendimento das preocupações acerca da sustentabilidade da dívida de entidades e soberanos -, a predominância de títulos em território de fronteira de *investment grade* (CQS3), configura vulnerabilidades adicionais para as carteiras de investimentos. Em caso de *downgrade* creditício destes títulos, a respetiva classificação passa para território de *non-investment grade*, o que é suscetível de gerar movimentos de realocação de capital, de forma alinhar a composição da carteira com a respetiva política de investimentos.

Figura 4.12

Qualidade creditícia da carteira obrigacionista das empresas de seguros entre 31 de dezembro de 2017 e 31 de dezembro de 2021

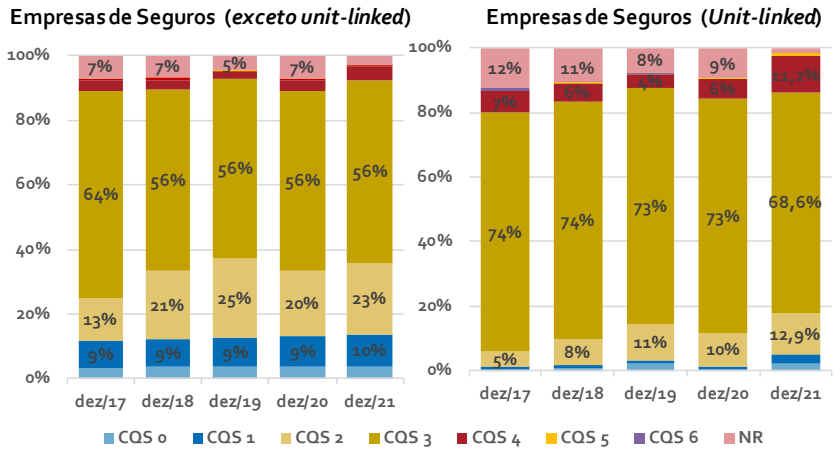
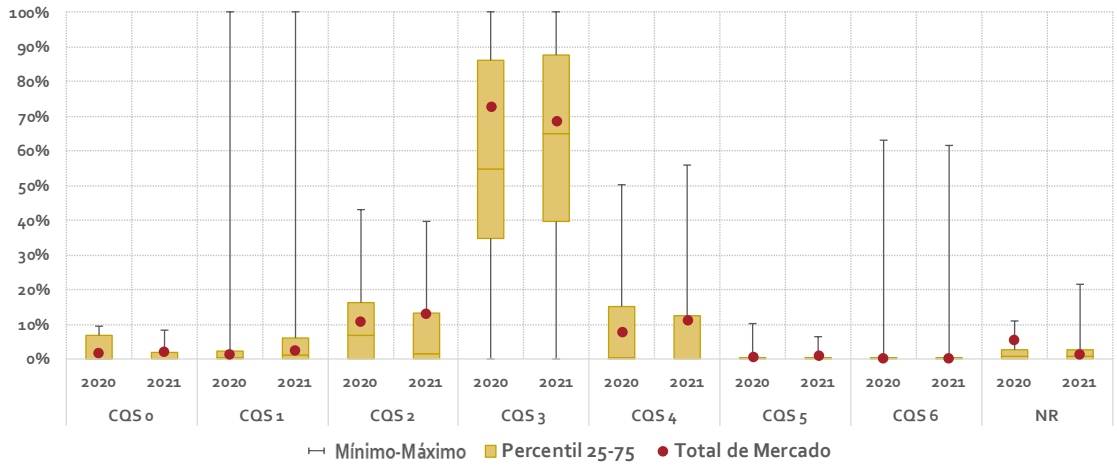


Figura 4.13

Distribuição da carteira obrigacionista afeta a seguros *unit-linked*, por patamar de qualidade creditícia em 2020 e 2021



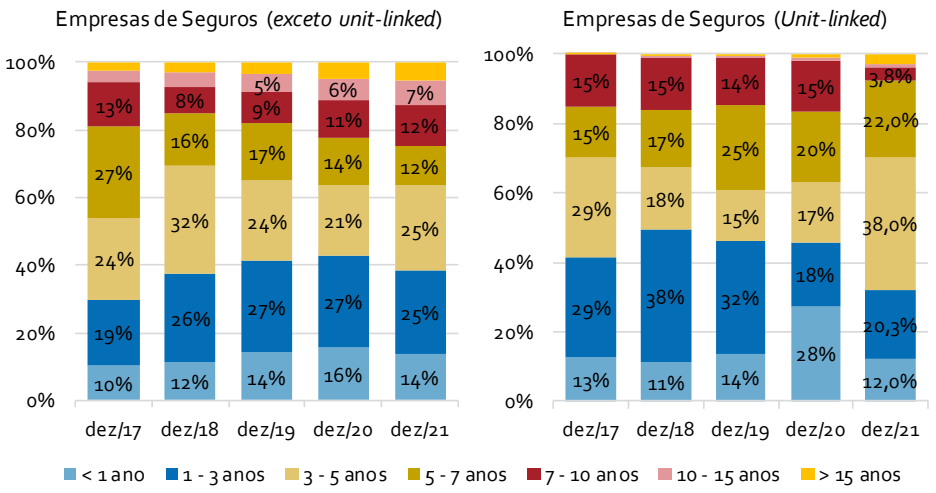
Quanto ao perfil de durações da carteira obrigacionista afeta a seguros *unit-linked*, observa-se uma alocação significativa em ativos de curto e médio prazo, sendo os intervalos de duração entre 1 e 7 anos os mais representativos, com um peso de 82,5% do total de títulos de dívida. Estes intervalos de duração são os mais representativos para todas as empresas de seguros com oferta de produtos *unit-linked* no final de 2021, exceto para uma empresa que detém, maioritariamente, títulos de dívida com durações mais curtas, *i.e.*, maturidades inferiores a um ano.

Por comparação com a carteira das empresas de seguros não afeta a seguros UL, verifica-se uma distribuição dos ativos de dívida por intervalo de duração genericamente semelhante, *i.e.*, com uma incidência em títulos de curta e média duração, ainda que com uma maior relevância de títulos entre os três e cinco anos, por contrapartida de um menor peso de títulos de maior duração mais longa.

O perfil de duração identificado afigura-se benéfico em termos de risco de reinvestimento no atual contexto de aumento das *yields* de mercado, facilitando a recomposição orgânica da carteira para ativos com maior rendibilidade, bem como num cenário de *downgrade* da qualidade creditícia dos títulos.

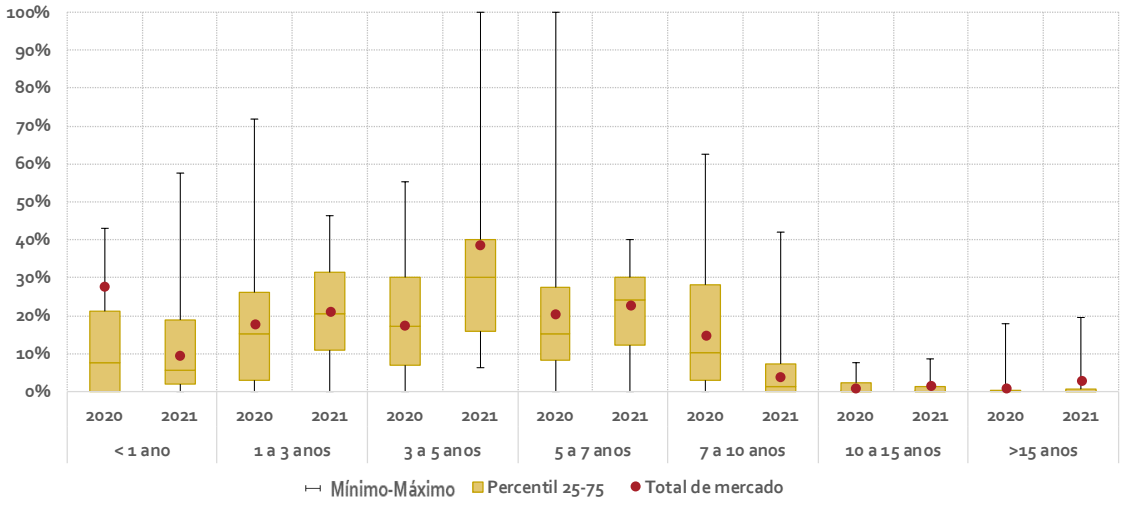
Duração da carteira obrigacionista das empresas de seguros e dos fundos de pensões entre 31 de dezembro de 2017 e 31 de dezembro de 2021

Figura 4.14



Distribuição da carteira obrigacionista afeta a seguros *unit-linked*, por intervalo de duração em 2020 e 2021

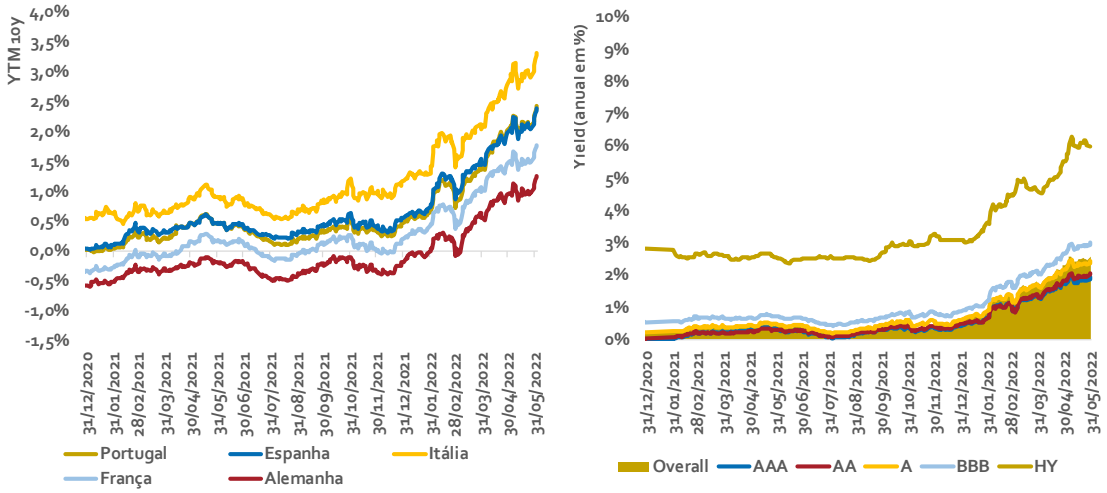
Figura 4.15



Durante o ano de 2022, os mercados financeiros têm vindo a ser significativamente afetados pelo contexto geopolítico e pelas medidas de combate à inflação, o que resultou no aumento dos níveis de volatilidade dos mercados e acréscimo dos prémios de risco dos títulos obrigacionistas (com a consequente desvalorização do seu valor de mercado), tal como evidenciado na figura seguinte. Assim, estima-se que a carteira obrigacionista apresente, de forma geral, uma rendibilidade anual negativa.

Figura 4.16

Evolução, entre 2021 e o primeiro trimestre de 2022, (i) das YTM a 10 anos dos principais emitentes soberanos e (ii) do *iBoxx euro corporate*, por classe de *rating*



(ii) Fundos de investimento mobiliário

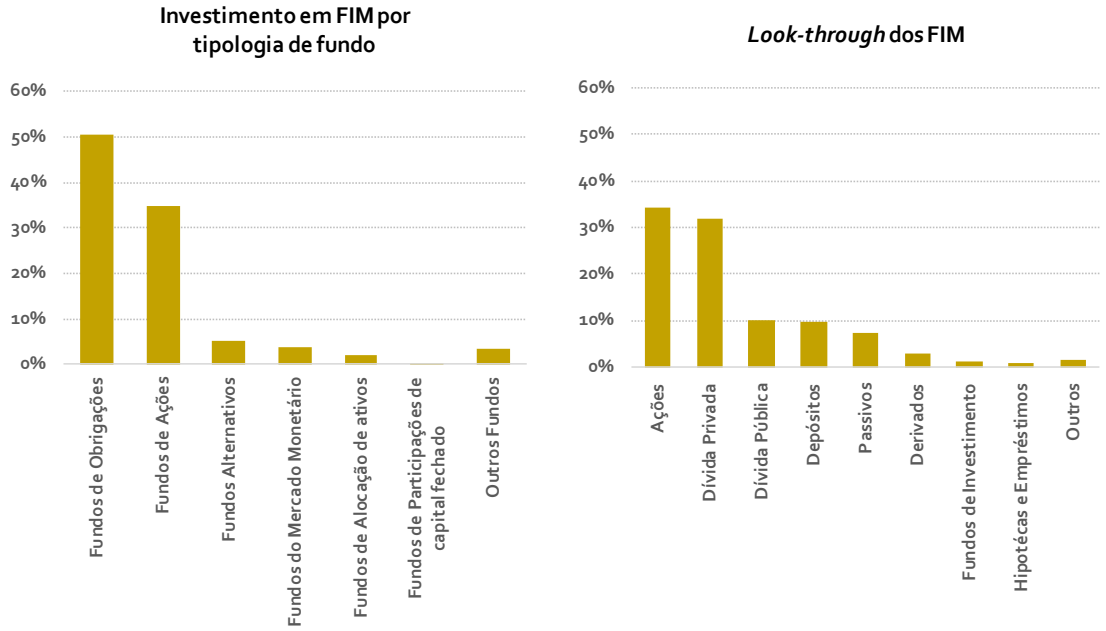
No que concerne ao investimento em FIM - categoria que representava mais de metade do total da carteira de ativos afeta a seguros UL no final de 2021 -, verifica-se que, em termos de tipologia, os fundos de obrigações e ações são os mais representativos, contabilizando 50,4% e 34,7% do total de FIM em 2021, respetivamente. Através da aplicação do *look-through* aos FIM, verifica-se que as exposições indiretas a obrigações e ações são também expressivas, representando 42% e 34,4% da carteira, respetivamente.

Esta distribuição dos FIM por tipologia de ativos difere consideravelmente da política de investimentos da restante carteira UL, nomeadamente pelo elevado investimento em ações. Efetivamente, o montante total do investimento indireto em títulos acionistas ascendeu, no final de 2021, a 3,3 mil milhões de euros, enquanto a exposição direta somava apenas 169,3 milhões. Por sua vez, o investimento indireto em dívida pública via FIM é bastante menos expressivo, *i.e.*, de 965,6 milhões, comparativamente à restante carteira, (3,1 mil milhões de euros). Assim, verifica-se que, de forma geral, as empresas de seguros investem em FIM numa ótica de procura de rendibilidades mais atrativas, adotando uma estratégia diferente da aplicada à restante carteira de investimentos.

É de realçar que o investimento em FIM, por constituírem instrumentos financeiros (por norma) diversificados, permite a mitigação do risco não sistemático, incorrendo em menores custos de gestão da carteira.

(i) Composição dos FIM por tipologia de fundo e (ii) aplicação do *look-through* aos FIM.

Figura 4.17



De forma a estimar o risco de mercado associado ao investimento em FIM, de seguida procede se à análise da volatilidade anual dos fundos de investimento em carteira, categorizando-os em classes de risco, de 1 (menor risco) a 7 (risco mais elevado), de acordo com a tabela da figura seguinte.

Figura 4.18

Classes de risco dos FIM por intervalo de volatilidade

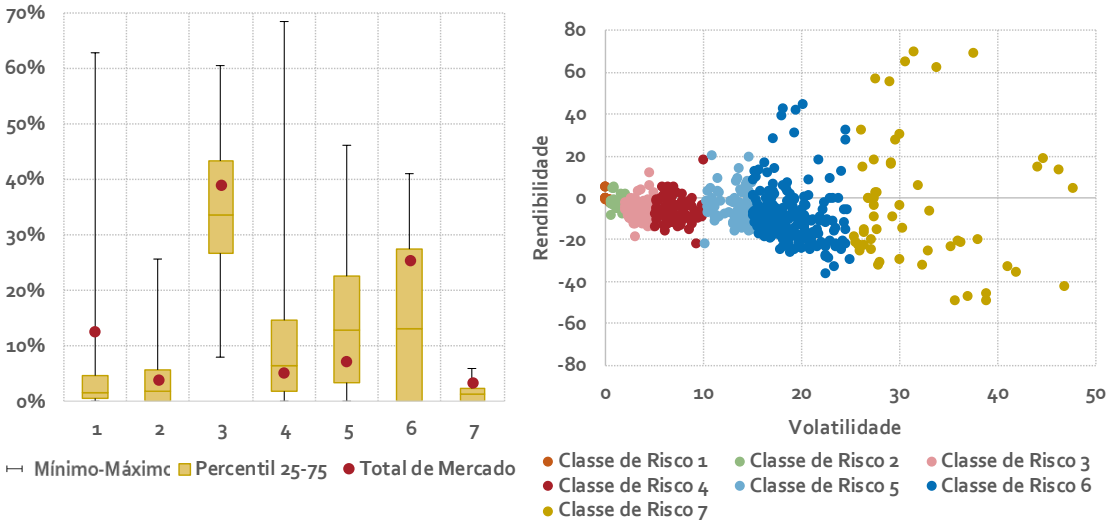
Classe de Risco		1	2	3	4	5	6	7
Intervalo de volatilidade	Maior que ou igual a	0,0%	0,5%	2,0%	5,0%	10,0%	15,0%	25,0%
	Menor que	0,5%	2,0%	5,0%	10,0%	15,0%	25,0%	

Na análise da figura 4.15 (esquerda), verifica-se que, em termos de perfil de risco, o investimento em FIM, revela uma elevada dispersão entre operadores. As classes mais comuns são as de risco 3 (38,8% do total de FIM), correspondendo a um nível de risco médio, e a de risco 6 (25,3%), associada a um risco elevado. Assim, observa-se uma estratégia de dispersão entre classes de risco, com uma ligeira tendência para os níveis médio e alto. Note-se que as classes de risco mais elevadas estão também associadas a maiores ganhos ou perdas potenciais, enquanto as classes de risco mais baixas correspondem a retornos esperados mais comedidos.

Esta relação é evidente na figura 4.19 (direita), onde se relaciona a rendibilidade e volatilidade dos FIM em carteira durante o último ano, notando-se, no entanto, que dada a evolução dos mercados financeiros no período analisado, os retornos são maioritariamente no sentido negativo.

(i) Distribuição dos FIM por classe de risco e (ii) relação entre a rendibilidade e volatilidade dos FIM[48/49].

Figura 4.19



4.4 Caraterização dos tipos de produtos *unit-linked* mais subscritos em 2021

Para a análise apresentada nesta secção, foram selecionados um total de 15 produtos do conjunto de cinco operadores com maiores níveis de produção de seguros ligados em 2021. Tendo por referência o mesmo ano, esta amostra representava sensivelmente 73% do total da produção do segmento UL.

Três desses produtos assumem a forma de PPR, acumulando 17,4% da produção da amostra em 2021, e os restantes correspondem a capitais diferidos. No final do ano, seis já não se encontravam em comercialização, sendo de notar que, na maioria dos casos, a comercialização havia sido iniciada durante o próprio ano de 2021, concluindo-se, assim, que o período de

48 A volatilidade anual apresenta tem como referência 31/03/2022 e a rendibilidade tem como referência 30/05/2022.

49 A informação sobre volatilidade e rendibilidade dos FIM recaí sobre 96% do total dos fundos em carteira afeta a seguros *unit-linked*.

comercialização foi relativamente curto. Com exceção dos PPR, a duração dos contratos é geralmente de 5 anos e 1 dia ou de 8 anos e 1 dia, com particular relevância para este último, o que pode ser explicado pelas regras de atribuição de benefícios fiscais que estão associados aos seguros de capitalização.

No que se refere ao perfil de investimento, vários produtos oferecem mais do que uma opção de investimento (com diferentes graus de rendibilidade e risco), podendo esta, em determinados casos, ser alterada pelo tomador de seguro no decurso do período do investimento. Não foram identificados na amostra produtos com capital garantido.

Para os seguros ligados sob a forma de capitais diferidos, os quais se encontram enquadrados no âmbito do Regulamento PRIIPs[50], tendo por referência a informação disponibilizada nos respetivos Documentos de Informação Fundamental (DIF), constatou-se que, em termos do indicador sumário de risco, estes produtos ou as respetivas opções de investimento tendem a classificar-se nas categorias 2 e 3, numa escala de 1 a 7.

As estratégias de investimento seguidas e os limites definidos para as diferentes classes de ativos variam bastante consoante o produto ou a opção de investimento. Nos produtos analisados, existem casos em que se privilegia o investimento em obrigações, e outros que têm subjacente estratégias mais agressivas, admitindo maior exposição a ações e a fundos mobiliários de componente acionista, com reflexo na respetiva classificação do nível de risco. Finalmente, é de realçar que, dentro dos casos analisados, a classificação de risco mais elevada correspondia ao nível 4 (na escala de 1 a 7).

4.5 Conclusões

Nos últimos dois anos, e com especial ênfase em 2021, verificou-se uma expansão global da representatividade dos seguros ligados na estrutura da produção e na carteira de investimento do ramo Vida, em resultado do redireccionamento da estratégia de negócio de alguns operadores para esses produtos, induzida sobretudo pelo ambiente prolongado de taxas de juro muito baixas.

Apesar de esta estratégia permitir aliviar a pressão colocada pelas baixas taxas de juro na perspetiva da gestão de riscos e da solvência dos operadores, a mesma tem subjacente uma maior transferência de riscos financeiros para os tomadores de seguros e beneficiários,

50 Regulamento (UE) n.º 1286/2014, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 26 de novembro, sobre os documentos de informação fundamental para pacotes de produtos de investimento de retalho e de produtos de investimento com base em seguros (PRIIPs).

colocando maior ênfase na gestão de riscos adequada e articulada na vertente do risco reputacional, bem como no reforço da transparência e da proteção dos consumidores.

A elevada proporção de exposições a FIM nas carteiras de investimento afetas a produtos ligados funcionam, em considerável medida, como um *repackaging* de pools de ativos já disponíveis aos investidores, incluindo aos pequenos aforradores. Este fenómeno leva a um esbatimento das diferenças face a produtos oferecidos por outros segmentos do setor financeiro, potenciando o adensamento das interligações, em particular, entre o setor segurador e o setor dos fundos de investimento mobiliário.

Não obstante o aumento significativo da produção dos seguros ligados em 2021, atendendo ao perfil tendencialmente mais conservador dos aforradores portugueses, que, conforme evidenciado pelos dados históricos, tendem a preferir produtos com garantias de capital no âmbito do setor segurador, mesmo que associados a menor rendibilidade, é ainda incerto se, no atual contexto de elevada incerteza dos mercados financeiros e de previsível manutenção da tendência de subida das taxas de juro, se continuará a verificar um crescimento continuado deste segmento.

Com efeito, é importante confrontar a análise apresentada neste capítulo com perspetivas de natureza *forward-looking*. Num período em que as empresas de seguros que operam no ramo Vida têm vindo a promover a reformulação das suas estratégias de negócio, o ambiente macroeconómico modificou-se consideravelmente, passando a apresentar uma clara descolagem do panorama de taxas de juro muito baixas, e evidenciando perspetivas de curto prazo que confirmam o reforço dessa tendência. Por exemplo, o Banco Central Europeu (BCE) anunciou recentemente uma subida das taxas de juro diretoras, enquanto o Sistema de Reserva Federal dos EUA (FED) efetuou, em julho, a quarta subida deste ano.

Paralelamente, permanece latente – apesar das correções mais recentes –, um elevado potencial de correção descendente dos preços dos ativos nos mercados financeiros (risco de *decoupling / recoupling*), num contexto de redução do suporte conferido pela ação não convencional dos bancos centrais.

Dada a ligação direta entre a cotação de produtos UL e a valorização dos ativos financeiros subjacentes, é possível que os tomadores de seguros – designadamente os que investiram recentemente em produtos mais expostos a riscos de mercado –, sejam confrontados com correções descendentes importantes nas cotações dos seus produtos.

Estes aspetos, aliados ainda a questões comerciais/concorrenciais, podem suscitar realinhamentos da procura e da oferta na canalização das poupanças individuais para produtos de seguros (em moldes mais similares a anos anteriores a 2020), e no limite, podem motivar acréscimos do risco de liquidez, tipicamente em níveis relativamente contidos no mercado nacional.

Com efeito, embora no primeiro trimestre de 2022 a produção dos seguros ligados tenha exibido uma variação homóloga de 47,5%, os dados até maio do mesmo ano apontam para uma redução da produção acumulada em 2022, até esse mês, em torno dos 10% (face ao mesmo período do ano anterior), sugerindo uma tendência recente diferenciada, ainda carecendo de confirmação e densificação adicional.

Por outro lado, registou-se um aumento homólogo de cerca de 66% dos montantes pagos a título de resgates, com destaque para os meses de março e de maio. Naturalmente, a recuperação incompleta face às consequências económicas da pandemia, a eclosão da guerra em território europeu, as fortes pressões inflacionistas, e finalmente, a reversão das políticas monetárias dos bancos centrais, multiplicam o conjunto de variáveis suscetíveis de influenciar a evolução futura dos produtos UL, correlacionada com as incertezas acerca do desempenho e volatilidade futura nos mercados financeiros. Por estes motivos, é relevante continuar a acompanhar a evolução nos próximos meses, de modo a rastrear eventuais evidências relativamente a ajustes no panorama da oferta e da procura, bem como o aparecimento de novas vulnerabilidades, ou o reforço das pré-existentes.

Anexo I - Nota metodológica do Questionário *RiskOutlook*2.0 - Avaliação dos riscos do setor Segurador e do setor dos Fundos de Pensões

Avaliação global dos riscos do setor segurador – *heatmap*

No âmbito do Questionário *RiskOutook*2.0, é realizado um exercício de análise do sentimento, global e individual, das empresas de seguros (ES) e das entidades gestoras de fundos de pensões (EGFP) em relação aos riscos a que se encontram expostas. O sentimento de cada entidade, bem como do mercado global, é ainda comparado com a avaliação atribuída pela ASF (a cada operador e ao mercado global), utilizando os resultados dados pelo modelo de *scoring* subjacente ao Painel de Riscos do Setor Segurador. Assim, o exercício permite confrontar e assinalar as diferenças de perceção e de avaliação dos riscos entre o supervisor (com base na aplicação automática do modelo de *scoring* implementado) e as entidades integrantes do mercado. Destaca-se que, para o setor dos fundos de pensões, não se apresenta uma avaliação atribuída pela ASF, dado não estar ainda disponível um modelo de *scoring* equivalente ao do setor segurador.

A análise realizada para o setor segurador considera as oito categorias de risco presentes no Painel de Riscos do Setor Segurador[51], assim como duas categorias adicionais para riscos associados às alterações climáticas e finanças sustentáveis e para outros riscos (estes últimos abrangendo, nomeadamente, os riscos operacionais, do processo de digitalização, cibernéticos, reputacionais e de branqueamento de capitais).

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

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

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

- **Avaliação do nível de risco – ASF**

Em relação ao setor segurador, o nível de risco atribuído pela ASF, apresentado no *heatmap* da figura 3.1., resulta da metodologia inerente ao Painel de Riscos do Setor Segurador, aplicada a cada empresa individual de forma automática. Através desta metodologia é atribuído um nível de risco, para cada uma das classes definidas, numa escala de 1 a 10. Assim, os intervalos correspondentes aos quartis dessa escala representam os níveis reduzido (verde), médio baixo (amarelo), médio-alto (laranja) e elevado (vermelho).

- **Avaliação do nível de risco – ES e EGFP**

A classificação exibida no *heatmap* referente ao nível de risco reportado pelas empresas de seguros e entidades gestoras de fundos de pensões, para cada classe de risco, decorre da perceção dos operadores quanto à respetiva materialidade (sendo esta materialidade decorrente da conjugação da probabilidade de materialização e do respetivo impacto). Assim, em resposta ao questionário *RiskOutlook2.0*, as empresas de seguros e entidades gestoras de fundos de pensões mensuraram estes três critérios para cada risco, utilizando classificações semelhantes à aplicada pela ASF – reduzido, médio-baixo, médio-alto e elevado.

- **Avaliação da necessidade de medidas de mitigação – ES e EGFP**

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

- **Evolução entre semestres**

Os *heatmaps* (figuras 3.1 e 3.7) e as figuras 3.3 a 3.6 e 3.9 a 3.11 apresentam também a evolução semestral dos principais riscos individuais. Nos *heatmaps*, as primeiras três colunas à direita sinalizam, respetivamente, o número de entidades que apresentam um acréscimo, uma

diminuição, ou uma manutenção do respetivo nível de risco individual em relação ao semestre passado. Por fim, a última coluna regista a variação semestral do nível de risco para o total de mercado.

- **Ordenação de riscos por nível de materialidade e perspetivas da sua evolução futura – ES e EGFP**

A análise realizada às respostas das empresas de seguros e entidades gestoras de fundos de pensões permite, através da agregação das perceções de nível de materialidade e da sua perspetiva de evolução num horizonte de doze meses, aferir e ordenar os principais riscos a que as mesmas estão expostas (na sua própria avaliação), por categoria de risco, bem como a dimensão da evolução perspetivada da sua materialidade, no período de um ano. Quanto à perspetiva de evolução da materialidade, esta enquadra-se em cinco níveis de classificação: redução considerável, redução moderada, sem alterações de relevo, aumento moderado, e aumento considerável.

- **Interpretação das respostas das EGFP**

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

REF

www.asf.com.pt

ASF
Autoridade de Supervisão
de Seguros e Fundos de Pensões