

ASF

AUTORIDADE DE SUPERVISÃO
DE SEGUROS E FUNDOS DE PENSÕES

RELATÓRIO DE ESTABILIDADE FINANCEIRA DO SETOR SEGURADOR E DOS FUNDOS DE PENSÕES

SEMESTRAL

MARÇO

2026

PROTEGER
O PRESENTE

FINANCIAR
O FUTURO

FICHA TÉCNICA

TÍTULO

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

EDIÇÃO

Autoridade de Supervisão de Seguros e Fundos de Pensões

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

www.asf.com.pt

Ano de Edição: 2026



AUTORIDADE DE SUPERVISÃO
DE SEGUROS E FUNDOS DE PENSÕES

RELATÓRIO DE
ESTABILIDADE
FINANCEIRA DO SETOR
SEGURADOR E DOS
FUNDOS DE PENSÕES
MARÇO **2026**

Lisboa, 2026

ÍNDICE

Siglas e Acrónimos	4
Sumário Executivo	5
<i>Executive Summary</i>	10
1. Desenvolvimentos macroeconómicos e dos mercados financeiros	15
1.1 Evolução das variáveis macroeconómicas	15
1.1.1 Economia mundial	15
1.1.2 Economias portuguesa e da área do euro	17
1.1.3 Finanças públicas nacionais e da área do euro	18
1.1.4 Política monetária dos principais bancos centrais	19
1.1.5 Inflação, taxas de juro, e estrutura temporal de taxas de juro sem risco da EIOPA	19
1.1.6 Mercado imobiliário	21
1.2 Evolução de indicadores relativos aos mercados financeiros	23
1.2.1 Mercados obrigacionistas: emitentes soberanos	23
1.2.2 Mercados acionistas	25
2. Caracterização e evolução do setor segurador e do setor dos fundos de pensões	29
2.1 Caracterização das carteiras de investimentos	29
2.1.1 Políticas de investimentos	30
2.1.2 Perfil de durações e qualidade creditícia das carteiras obrigacionistas	31

2.1.3 Principais Emitentes / Grupos Económicos	33
2.1.4 Perfil de risco ambiental / climático	34
2.2 Evolução do setor segurador	35
2.2.1 Solvabilidade	35
2.2.2 Rendibilidade	37
2.2.3 Atividade do ramo Vida	40
2.2.4 Atividade dos ramos Não Vida	45
2.2.4.1 Produção e sinistralidade	45
2.2.4.2 Evolução da exploração do seguro Automóvel	47
2.2.4.3 Evolução da exploração da modalidade Acidentes de Trabalho	49
2.2.4.4 Evolução da exploração do grupo de ramos de Incêndio e Outros Danos	52
2.2.4.5 Evolução da exploração do ramo Doença	54
2.3 Evolução do setor dos fundos de pensões	59
3. Análise temática – Resultados nacionais do exercício europeu de Stress Test das IORPs 2025	63
3.1 Enquadramento	63
3.2 Caraterização dos cenários adversos	64
3.3 Principais resultados	65
3.3.1 Impacto sobre as carteiras de investimento	65
3.3.2 Avaliação da liquidez das IORPs	66
3.3.3 Questionário qualitativo	70
3.3.4 Conclusões	75
Anexos – Resultados nacionais do exercício europeu de Stress Test das IORPs 2025	76
Anexo 1 Denominação dos fundos de pensões participantes	76
Anexo 2 Choques testados no ST	77

SIGLAS E ACRÓNIMOS

AE	Área do Euro
ASF	Autoridade de Supervisão de Seguros e Fundos de Pensões
BD	Benefício Definido
BCE	Banco Central Europeu
CD	Contribuição Definida
CQS	<i>Credit Quality Step</i>
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
PIB	Produto Interno Bruto
PPR	Planos Poupança-Reforma
SCR	Requisito de Capital de Solvência
VA	Ajustamento de Volatilidade
YTM	<i>Yield to Maturity</i>

SUMÁRIO

EXECUTIVO

A presente edição do Relatório de Estabilidade Financeira dos Setores Segurador e dos Fundos de Pensões (REF) da Autoridade de Supervisão de Seguros e de Fundos de Pensões (ASF) tem por referência a atividade dos setores segurador e dos fundos de pensões nacionais até ao terceiro trimestre de 2025, destacando os principais riscos de natureza conjuntural e estrutural a que estes se encontram expostos, bem como os impactos daí resultantes para o seu desempenho. Não obstante, sempre que disponível, é incluída a referência à informação relativa ao final do ano 2025, assim como a desenvolvimentos relevantes posteriores, de forma a proporcionar uma visão tão atualizada e integrada da evolução dos setores quanto possível.

No decurso de 2025, a atividade dos setores segurador e dos fundos de pensões continuou a desenvolver-se sob um cenário macroeconómico e geopolítico de elevada incerteza, recentemente agravado, em resultado da escalada da guerra no Irão, cujas repercussões são analisadas no **capítulo primeiro** do relatório.

Na área do euro, as últimas projeções de crescimento económico apontam para um nível de crescimento débil, de cerca de 1,4% no triénio 2025-2027 (de 1,5%, 0,9% e 1,3%, respetivamente), muito condicionado pelo desempenho das economias da Alemanha, França e Itália, num cenário de que agora apresenta maior incerteza e complexidade acrescida.

Em relação à economia Portuguesa, as últimas projeções do Banco de Portugal¹ apontam para uma revisão do crescimento económico, para 1,9% em 2025, 1,8% em 2026 e 1,5% em 2027. Estas previsões, marcadamente acima das projetadas para a área do Euro, deverão já ter em consideração os impactos do *cluster* de tempestades² que afetou o território nacional entre 23 de janeiro e 13 de fevereiro de 2026 - cuja perda estimada para o setor segurador poderá ultrapassar os mil milhões de euros -, bem como os impactos da escalada da guerra no médio oriente.

¹ Ver Nota de informação estatística do Banco de Portugal de março de 2026.

² Conjunto de eventos sucessivos, em “comboio”, composto pelas depressões *Harry, Ingrid, Joseph, Kristin, Leonardo, Marta e Nils*.

Registe-se que, na presente data, o impacto no crescimento económico da destruição verificada nos 68 concelhos para os quais foi declarada situação de calamidade (abrangendo sete distritos) é ainda difícil de estimar. Sendo certo que, no curto prazo, os efeitos negativos no PIB (face aos impactos no tecido produtivo), em períodos pós-catástrofe, tendem a ser mitigados pelo esforço de reconstrução subsequente, já os efeitos a médio e longo prazo dependerão, por um lado, da extensão e dimensão das perdas verificadas, e, por outro lado, da rapidez no esforço de recuperação e na capacidade de reposição (ou substituição) integral das unidades produtivas afetadas (para os níveis observados à data anterior aos eventos).

O nível do endividamento público nacional (em % do PIB), em 2025, situou-se em 89,7%, em linha com o valor relativo à área do euro, estimando-se que, em 2026, se situe ligeiramente abaixo desse patamar. Ao nível da execução orçamental, em 2025 foi atingido um excedente orçamental de 0,7% do PIB. As estimativas apontam ainda para a possibilidade de regresso a cenários de défices em 2026 e 2027, de 0,3% e 0,5%, respetivamente. Uma vez mais, importa realçar o impacto potencial nas contas públicas do esforço de reconstrução e dos pacotes de ajuda governamental lançados em resposta aos efeitos das tempestades, que podem, conduzir à deterioração dos referidos indicadores, agora sob pressão adicional face à guerra no Irão e ao seu impacto potencial sobre a inflação, e consequentemente, sobre a política monetária, caso o conflito se prolongue no tempo.

As estimativas de inflação no período 2025-2027 apontam já para uma revisão em alta, quer para a economia nacional (para 2,8%), quer para a área do euro (para 2,6%), começando a refletir os efeitos da escalada da guerra no médio oriente, já observáveis, por via do canal energético.

Em 2025, o controlo alcançado nas taxas de juro contribuiu para a estabilização dos riscos de crédito, a par da disponibilidade de rendibilidades favoráveis nos títulos de rendimento fixo e da materialização dos efeitos benéficos do desconto dos fluxos de caixa futuros, em níveis acima do antecipado no início do ano. A disponibilidade e convergência das yields dos principais soberanos europeus em níveis mais elevados, permitiu a retoma de rendibilidades e a amenização do risco de reinvestimento, num tipo de ativos preponderante nas carteiras de investimento dos setores segurador e de fundos de pensões. Por outro lado, o recente recrudescimento de pressões inflacionistas pode redundar em subida das taxas de juro e *spreads*, nesse caso, ampliando também o efeito do desconto.

Nos mercados acionistas, apesar da volatilidade observada em 2025, em consequência das tensões geopolíticas e das perturbações no comércio internacional que marcaram esse ano, os principais índices evidenciaram um comportamento positivo. As valorizações observadas, são, no entanto, suscetíveis de correções descendentes

decorrentes quer de *pricing-in* dos riscos geopolíticos, quer de alterações no apetite dos investidores face a outras classes de ativos. De facto, nos primeiros meses de 2026, os mercados acionistas têm-se apresentado voláteis, fruto, sobretudo, do agravamento do cenário geopolítico – aumento das tarifas aduaneiras e escalada na guerra do Irão.

A evolução e *performance* dos setores segurador e dos fundos de pensões é analisada no **capítulo segundo** do relatório. Em matéria de política de investimentos, com referência à posição em setembro de 2025, observou-se um crescimento global, de 5,9% e de 1,1%, respetivamente, no valor das carteiras de investimentos do setor segurador (para cerca de 55,2 mil milhões de euros) e do património sob gestão pelo setor dos fundos de pensões (para cerca de 19,5 mil milhões de euros), face ao termo de 2024. A orientação da política de investimentos de ambos os setores manteve-se, em termos gerais, inalterada, sendo apenas de destacar o aumento do peso dos fundos de investimento mobiliário (FIM), quer nas carteiras de seguros *unit-linked*, quer nas carteiras dos fundos de pensões.

Na carteira obrigacionista, subsistem vulnerabilidades decorrentes da concentração de exposições em títulos situados na fronteira da notação creditícia de *investment grade* (CQS 3), num cenário de ligeira deterioração da qualidade creditícia, mais evidente nos seguros *unit-linked* e nos fundos de pensões. Em termos de duração, no período em análise, observou-se, globalmente, uma ligeira deslocação em favor de maturidades mais curtas. Em ambos os setores subsiste uma elevada concentração em torno de um conjunto limitado de emittentes, que se traduz num peso relativo entre 40% e 50% do volume total de investimentos para as cinco principais exposições (maioritariamente de soberanos da UE).

Em setembro de 2025, observou-se uma evolução favorável do perfil ambiental das carteiras das empresas de seguros, face ao termo de 2024, em consequência da reclassificação ambiental dos emittentes soberanos de Espanha e Portugal, bem como de alguns emittentes privados relevantes.

Em termos de solvência, no final de setembro de 2025, os rácios globais de cobertura do SCR³ e do MCR⁴ registaram melhorias face ao final de 2024, fixando-se, respetivamente, em 215,1% e 549%. Em dezembro, os referidos indicadores posicionaram-se em 213% e 557%, registando uma melhoria homóloga de 5 pontos percentuais e de 11 pontos percentuais, em cada caso.

Em 2025, os resultados provisórios do setor segurador apontam para uma evolução positiva do resultado líquido face ao ano anterior, para 654 milhões de euros. Já no

³ Requisito de capital de solvência – SCR.

⁴ Requisito de capital mínimo – MCR.

primeiro semestre de 2025, o resultado líquido havia apresentado um crescimento homólogo, totalizando 418 milhões de euros, com um aumento do resultado integral (para 619 milhões de euros) mais expressivo.

Em 2025, o aumento da produção de seguro direto do ramo Vida, deverá rondar os 16,4%, de acordo com os dados provisórios, impulsionado pelo forte crescimento dos seguros ligados de 60,2%. Até setembro de 2025, o forte aumento da produção dos seguros ligados, de 43,9%, aliado à subida de 6,3% da produção dos seguros não ligados, resultou num crescimento homólogo da produção global do ramo Vida para 17,5%, no final do terceiro trimestre. No mesmo período, os resgates continuaram a diminuir, registando uma queda homóloga de 24,6%, que se situou e 22,2% no final de 2025, evidenciando um recuo homólogo acentuado (de -8,8% face a setembro do ano anterior e -15,2% face a dezembro de 2024).

Também nos ramos Não Vida, a informação provisória aponta para um crescimento de cerca de 11%, em 2025. Em setembro desse ano, a produção global das empresas de seguros sob supervisão prudencial da ASF registava já um crescimento homólogo de cerca de 13%, impulsionado pelos desempenhos do seguro Automóvel e do ramo Doença. Ao nível dos custos com sinistros, a evolução homóloga no mesmo período (12,1%) foi ligeiramente ultrapassada pelo crescimento dos prémios adquiridos (12,9%), resultando numa melhoria da taxa de sinistralidade dos ramos Não Vida, para 60,2% (-0,4 pontos percentuais). Não obstante a evolução positiva observada no período para os principais ramos Não Vida, merece particular destaque a deterioração da taxa de sinistralidade do seguro Automóvel, bem como a deterioração do desempenho técnico do grupo de ramos de Incêndio e Outros Danos (IOD). Em dezembro de 2025, a taxa sinistralidade global dos ramos Não Vida deverá situar-se em 60,5%, sendo a ligeira deterioração, essencialmente devida a um pior desempenho da modalidade de acidentes de trabalho no último trimestre do ano.

Relativamente ao grupo de ramos de IOD, em 2026 o respetivo desempenho irá estar sob forte pressão, devido ao impacto do *cluster* de tempestades que ocorreu nos primeiros meses do ano, cuja perda estimada para o setor segurador poderá superar os mil milhões de euros, antes dos efeitos de mitigação proporcionados pelo resseguro. Note-se que, a dimensão das perdas transferidas, a suportar pelo setor ressegurador, irá depender da tipologia e dimensão das coberturas contratadas pelas várias empresas de seguros, bem como da aplicação de cláusulas específicas de definição de evento para inundações e para tempestades, face à singularidade do evento (ou do conjunto de eventos sucessivos) que atingiu o território nacional.

Relativamente ao setor dos fundos de pensões, no final de setembro de 2025, os montantes geridos correspondiam a cerca de 19,5 mil milhões de euros (1% acima do valor no final do ano anterior), situando-se a rentabilidade média observada em cerca de 2,3%, consubstanciando um abrandamento face aos dois anos anteriores.

No âmbito da análise temática constante do **capítulo terceiro** do presente relatório, são apresentados os principais resultados do quinto exercício europeu de *Stress Test* (ST), realizado pela EIOPA em 2025, das instituições de realização de planos de pensões profissionais (IORPs), para o conjunto de fundos de pensões portugueses abrangidos no exercício. O objetivo do exercício, que teve como data de referência 31 de dezembro de 2024, consistiu na avaliação do risco de liquidez das IORP, com base em cenários adversos de variação das taxas de juro – *yield curve up* (YCU) e *yield curve down* (YCD) – e de um conjunto de outras variáveis de mercado, com mensuração dos respetivos impactos na posição de liquidez das IORPs, num horizonte temporal de 90 dias.

Os resultados do exercício a nível europeu revelam que o setor das IORPs apresenta uma posição de liquidez de base robusta. São, no entanto, evidenciadas algumas vulnerabilidades em presença de um cenário adverso, sobretudo do tipo YCU (caraterizado pela subida das taxas de juro e depreciação do Euro), decorrentes, designadamente, de necessidades de liquidez para fazer face a *margin calls* associadas a posições em instrumentos financeiros derivados, cujo impacto pode ser exacerbado pelos choques de mercado e pela aplicação de *haircuts* na alienação de ativos. Não obstante, as IORPs demonstraram capacidade para gerar a liquidez necessária, através da adaptação das suas estratégias de investimento, em especial, da venda de ativos.

Os resultados para a amostra nacional são semelhantes, revelando que, de um modo geral, os fundos de pensões nacionais dispõem de liquidez imediata ou de capacidade de geração de fundos suficientes para absorver os efeitos dos choques adversos. Não obstante, a persistência de fatores de risco evidencia a importância de assegurar a existência de processos rigorosos e robustos de gestão do risco de liquidez.

EXECUTIVE SUMMARY

The present edition of the Financial Stability Report of the Insurance and Pension Funds Sectors (FSR), issued by the Insurance and Pension Funds Supervisory Authority (ASF) refers to the activity of the Portuguese insurance and pension funds sectors, with reference to the third quarter of 2025, underlining the main cyclical and structural risks to which they are exposed, as well as the consequent impacts on their performance. Where available, relevant information referring to the end of 2025 is also included, in order to provide the most up-to-date and integrated view of developments in the sectors.

In the course of 2025, the activity of the insurance and pension fund sectors continued to develop under a macroeconomic and geopolitical environment characterised by heightened uncertainty – recently exacerbated by the escalation of the war in Iran –, whose repercussions are analysed in the **first chapter** of the report.

In the euro area, the latest economic projections point to subdued growth of approximately 1.4% over the 2025–2027 period (1.5%, 0.9% and 1.3%, respectively), largely constrained by the performance of the German, French and Italian economies, within a context now marked by increased uncertainty and complexity.

Regarding the Portuguese economy, the latest projections by the Banco de Portugal⁵ point to a revision of economic growth, to 1.9% in 2025, 1.8% in 2026 and 1.5% in 2027. These projections – significantly above those for the euro area – are assumed to already reflect the effects of the cluster of storms⁶ that affected the national territory between 23 January and 13 February 2026, with estimated losses for the insurance sector potentially exceeding one billion euros, as well as the impacts arising from the escalation of the conflict in the Middle East.

⁵ See *Statistical Press Release of the Bank of Portugal* of march 2026.

⁶ A set of successive events, in "convoy", composed of the depressions *Harry, Ingrid, Joseph, Kristin, Leonardo, Marta and Nils*.

It should be noted that, at present, the impact on economic growth of the destruction observed across the 68 municipalities for which a state of emergency was declared (covering seven districts) remains difficult to quantify. While, in the short term, the negative effects on GDP – stemming from disruptions to the productive capacity – tend to be partially mitigated by post-disaster reconstruction efforts, the medium- and long-term impacts will depend both on the scale and magnitude of the losses incurred and on the speed and effectiveness of recovery, namely, the ability to fully restore (or replace) the affected business units to pre-event levels.

The level of national government debt (as a percentage of GDP) in 2025 stood at 89.7%, in line with the euro area average, and is expected to fall slightly below that level in 2026. In terms of budget implementation, a surplus of 0.7% of GDP was achieved in 2025. Estimates also point to the prospects of returning to deficit scenarios in 2026 and 2027, of 0.3% and 0.5%, respectively. Once again, it is important to highlight the potential impact on public finances of reconstruction efforts and government aid packages launched in response to the storms, which may lead to a deterioration of these indicators, now under additional pressure as a result of the war in Iran, its potential impact on inflation, and consequently, on monetary policy, should the conflict persist.

Inflation estimates for the 2025-2027 period already point to an upward revision for both the domestic economy (to 2.8%) and the euro area (to 2.6%), starting to reflect the effects of the escalation of the war in the Middle East, already observable through the energy channel.

In 2025, the stabilization of interest rates contributed to the containment of credit risks, alongside the availability of favorable yields on fixed-income securities and the positive effects of discounting future cash flows at levels higher than anticipated at the beginning of the year. The availability of yields at higher levels for the main European sovereign issuers has enabled a recovery in returns, as well as the mitigation of reinvestment risk in a predominant class of assets in the portfolios of the insurance and pension fund sectors. On the other hand, the recent resurgence of inflationary pressures may lead to increases in interest rates and spreads, thereby amplifying the discounting effect.

In equity markets, despite the volatility observed throughout 2025, driven by geopolitical tensions and disruptions in international trade, the main indices recorded an overall positive performance. Notwithstanding, current valuations remain susceptible to downward corrections, either as a result of the pricing-in of geopolitical risks or shifts in investor preferences across asset classes. Indeed, in the early months of 2026, equity markets have exhibited increased volatility, largely reflecting the deterioration of the geopolitical environment, including rising trade tariffs and the escalation of the conflict in Iran.

The evolution and performance of the insurance and pension fund sectors are analysed in the **second chapter** of this report. With regard to investment policy, as of September 2025, the value of investment portfolios increased by 5.9% in the insurance sector (to approximately €55.2 billion) and by 1.1% in the pension fund sector (to approximately €19.5 billion), compared to the end of 2024. The overall investment strategy of both sectors remained broadly unchanged, with the main development being the increased allocation to investment funds in both unit-linked insurance and pension funds' portfolios.

Within bond portfolios, vulnerabilities persist due to the concentration of exposures in securities at the lower boundary of investment-grade credit quality (CQS 3), in a context of slight deterioration in creditworthiness, more pronounced in unit-linked and pension funds portfolios. In terms of duration, a slight overall shift towards shorter maturities was observed over the period under review. Both sectors continue to exhibit a high concentration in a limited number of issuers, with the top five exposures accounting for between 40% and 50% of total investment volumes (predominantly EU sovereign issuers).

As of September 2025, the environmental profile of insurance companies' investment portfolios showed an improvement compared to the end of 2024, reflecting the environmental reclassification of sovereign issuers in Spain and Portugal, as well as certain relevant private issuers.

In terms of solvency, at the end of September 2025, the overall SCR⁷ and MCR⁸ coverage ratios improved relative to the end of 2024, standing at 215.1% and 549%, respectively. By December, these ratios stood at 213% and 557%, corresponding to year-on-year increases of 5 and 11 percentage points, respectively.

In 2025, provisional results for the insurance sector point to an improvement in net income compared to the previous year, reaching €654 million. In the first half of 2025, net income had already recorded year-on-year growth, amounting to €418 million, with a more pronounced increase in comprehensive income (to €619 million).

In the Life segment, direct insurance production is expected to increase by approximately 16.4% in 2025, according to provisional data, driven by strong growth in unit-linked products (60.2%). Up to September 2025, the combined effect of a significant increase in unit-linked production (43.9%) and a 6.3% rise in non-unit-linked products, resulted in an overall year-on-year increase of 17.5% in total Life premium volume, by the end of the third quarter. Over the same period, surrenders continued

⁷ Solvency Capital Requirement – SCR.

⁸ Minimum Capital Requirement – MCR.

to decline, registering a year-on-year decrease of 24.6%, and reaching 22.2% by year-end, thus showing a marked year-on-year decline (-8.8% vs. September of the previous year and -15.2% vs. December 2024).


In the Non-Life segment, provisional data points to a growth of approximately 11% in 2025. By September, total production had already recorded year-on-year growth of around 13%, driven primarily by Motor and Health lines of business. Claims costs increased by 12.1% over the same period, slightly below the growth in earned premiums (12.9%), resulting in an improvement in the overall Non-Life loss ratio to 60.2%. Notwithstanding the overall positive developments, a deterioration was observed in the loss ratio of Motor insurance, as well as in the technical performance of the Fire and Other Damage group of lines. By December 2025, the overall Non-Life loss ratio is expected to stand at 60.5%, with the slight deterioration mainly attributable to weaker performance in the workers' compensation line in the final quarter of the year.

Looking ahead to 2026, the performance of the Fire and Other Damage lines is expected to be significantly affected by the impact of the cluster of storms occurring in the early months of the year, with estimated losses for the insurance sector potentially exceeding one billion euros, before reinsurance mitigation effects. The extent of losses transferred to the reinsurance sector will depend on the structure and scope of the reinsurance covers in place, as well as on the application of specific event definition clauses for flood and storm, given the exceptional nature of the observed event (or successive events) that affected the national territory.

In the pension fund sector, as of September 2025, assets under management amounted to approximately €19.5 billion (1% above the level recorded at the end of the previous year), with an average return of around 2.3%, reflecting a moderation compared to the previous two years.

Within the thematic analysis presented in the **third chapter** of this report, the main results of the fifth European stress test exercise, conducted by EIOPA in 2025, for institutions for occupational retirement provision (IORPs), are presented for the national sample of funds under the scope of the exercise. With a reference date of 31 December 2024, the exercise, aimed to assess liquidity risk under adverse interest rate scenarios – yield curve up (YCU) and yield curve down (YCD) – and other market variables, evaluating their impact on the fund's liquidity positions, over a 90-day horizon.

At the European level, the results indicate that the IORP sector exhibits a robust baseline liquidity position. However, some vulnerabilities emerge under adverse scenarios, particularly in the case of YCU scenarios (characterised by rising interest rates and euro depreciation), notably due to liquidity needs associated with margin



calls on derivative positions. These effects may be amplified by market shocks and the application of haircuts in asset sales. Nevertheless, IORPs demonstrated the capacity to generate the required liquidity, notably through adjustments to their investment strategies, including asset sales.

The results for the national sample are broadly consistent, indicating that Portuguese pension funds generally hold sufficient immediate liquidity or have the capacity to generate funds to absorb adverse shocks. Notwithstanding, the persistence of risk factors highlights the importance of maintaining robust and effective liquidity risk management frameworks.

1. Desenvolvimentos macroeconómicos e dos mercados financeiros

1.1. Evolução das variáveis macroeconómicas

O quadro macroeconómico e geopolítico prossegue marcado por elevada incerteza, em particular decorrente da degradação adicional em torno do conflito no Irão. Para o contexto específico dos setores segurador e dos fundos de pensões, destaca-se a combinação, para já, favorável resultante da estabilização dos riscos de crédito, disponibilidade de rendibilidades favoráveis nos títulos de rendimento fixo e a retenção dos efeitos benéficos do desconto de fluxos de caixa futuros, para os quais, no início de 2025, se projetava uma maior erosão.

1.1.1. Economia mundial

As projeções do FMI (janeiro de 2026) apontam crescimentos económicos consecutivos da economia mundial, na ordem dos 3,3%, no triénio 2025-2027. O desempenho económico da área do euro mantém-se, contudo, próximo da cauda das economias avançadas, condicionado pelo desempenho de economias chave, como a Alemanha, a França e a Itália, todas com crescimento abaixo do agregado da área do Euro (AE).

Em contexto de elevada incerteza geopolítica, os índices de surpresa económica têm-se mantido em terreno positivo ao longo do segundo semestre de 2025, uma vez que os dados económicos observados têm ficado acima das previsões.

Apesar do desempenho económico mais débil das economias avançadas que a compõem, é de destacar que a AE vem registando valores positivos neste índice – correspondentes a desempenhos acima das previsões –, desde maio de 2025.

FIGURA.11

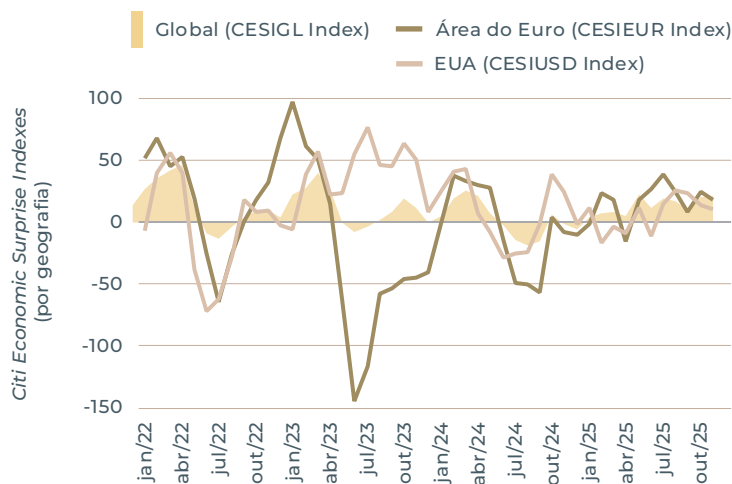
PROJEÇÕES DO FMI PARA A ECONOMIA MUNDIAL: VARIAÇÃO DO PIB REAL

Taxa de variação anual (%)	Projeções janeiro 2026			Variação face às projeções outubro 2025	
	2025	2026	2027	2026	2027
PIB real					
Economia mundial	3,3	3,3	3,2	0,2	0,0
Economias avançadas	1,7	1,8	1,7	0,2	0,0
Área do Euro	1,4	1,3	1,4	0,1	0,0
EUA	2,1	2,4	2,0	0,3	-0,1
Reino Unido	1,4	1,3	1,5	0,0	0,0
Outras economias avançadas	1,8	2,0	2,1	0,0	0,0
Economias de mercados emergentes e em desenvolvimento					
Países Europeus em desenvolvimento	2,0	2,3	2,4	0,1	0,0
Países Asiáticos em desenvolvimento	5,4	5,0	4,8	0,3	0,0
China	5,0	4,5	4,0	0,3	-0,2

Fonte: FMI (World Economic Outlook – update publicado em janeiro de 2026).

FIGURA.12

ÍNDICES DE SURPRESA ECONÓMICA: ECONOMIA GLOBAL, ÁREA DO EURO E EUA



Fonte: CitiGroup Economic Surprise Indexes.

1.1.2. Economias portuguesa e da área do euro

As projeções de março de 2026 do Banco de Portugal revêm em baixa, para 1,8% (menos 0,5 pontos percentuais face a dezembro), o crescimento da economia nacional para 2026, a qual mantém uma tendência de ritmo de crescimento superior ao do agregado da área do euro: 1,9% vs. 1,5% em 2025, 1,8% vs. 0,9% em 2026, e 1,5% vs. 1,3% em 2027.

Quanto à evolução da inflação, as estimativas apontam, para já, uma revisão em alta para 2,8% no ano em curso (2,6% na área do euro). Estas estimativas ainda encerram forte incerteza quanto aos efeitos da guerra no Irão sobre a inflação (magnitude e duração), desde já observáveis, em especial, por via do canal energético.

FIGURA 1.3
PROJEÇÕES ECONÓMICAS PARA A ECONOMIA NACIONAL

	BE março de 2026				Variação face a BE dezembro de 2025		
	2025	2026 (p)	2027 (p)	2028 (p)	2025	2026 (p)	2027 (p)
PIB	1,9	1,8	1,6	1,8	-0,1	-0,5	-0,1
Consumo privado	3,5	2,0	1,8	1,6	-0,1	-0,3	-0,2
Consumo público	1,7	1,2	1,0	0,7	0,1	0,0	0,0
Formação Bruta de Capital Fixo	3,5	3,8	1,3	2,6	-0,5	-2,2	0,4
Procura interna	3,7	2,0	1,5	1,7	-0,3	-0,8	-0,1
Exportações	0,4	1,4	2,6	3,1	-0,7	-1,2	-0,2
Importações	4,2	1,9	2,4	2,8	-1,1	-1,6	0,0
Taxa de desemprego	6,0	5,9	5,8	5,8	-0,2	-0,4	-0,5
Índice Harmonizado de preços no consumidor (IHPC)	2,2	2,8	2,3	2,0	0,0	0,7	0,3

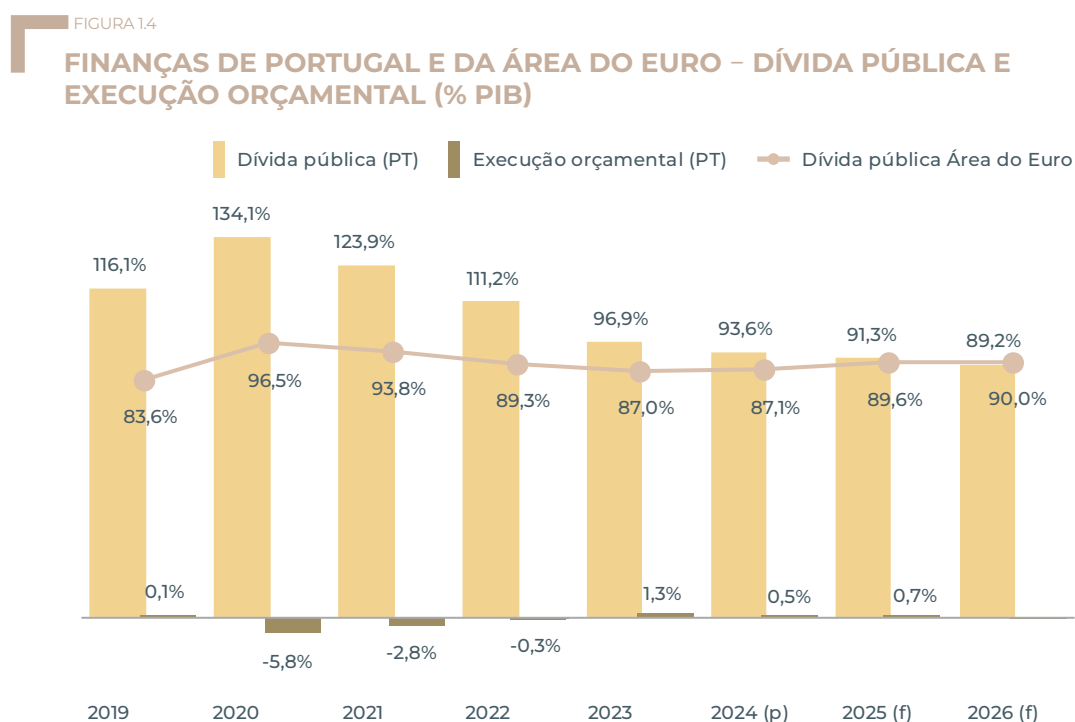
Legenda: (p) – projetado.

Fontes: Banco de Portugal (Boletins Económicos de março de 2026 e dezembro de 2025), INE e BCE (*Eurosystem Staff Macroeconomic Projections*, nos casos dos valores citados para a área do euro).

1.1.3. Finanças públicas nacionais e da área do euro

O nível de endividamento público de Portugal (em % do PIB) consumou a convergência para o valor relativo à área do euro, passando, em 2026, a estar projetado ligeiramente abaixo deste (89,2% e 90%, respetivamente). As necessidades estratégicas de despesa adicional, com finalidades de Defesa, poderão ter influência relevante na trajetória futura destes valores.

Quanto à execução orçamental nacional, em 2025 foi atingido um excedente orçamental de 0,7% do PIB. As estimativas da Comissão Europeia⁹ apontam a possibilidade de regresso a défices em 2026 e 2027, de respetivamente, 0,3% e 0,5%. A referida trajetória, poderá vir a ser afetada por eventos posteriores, como as necessidades de reconstrução na sequência das recentes tempestades, e efeitos decorrentes da guerra no Irão.



Fonte: INE, Banco de Portugal, Comissão Europeia e Eurostat (projeções de novembro de 2025).

⁹ Estimativas de novembro de 2025 da Comissão Europeia.

1.1.4. Política monetária dos principais bancos centrais

A ação de política monetária do Banco Central Europeu (BCE) vem denotando um teor de predominante estabilização, após a reversão gradual da política contracionista adotada no combate à inflação elevada.

Neste caso, o BCE procedeu a ajustes descendentes de taxa de juro em antecipação ao Sistema de Reserva Federal dos EUA (FED), que operou cortes em outubro e dezembro, para um nível final de 3,75%¹⁰.

O ressurgimento de pressões inflacionistas traz incerteza adicional sobre a política monetária, em especial caso o conflito se prolongue e a normal utilização do Estreito de Ormuz continue condicionada.

ações de política monetária do BCE

Taxas de juro

O BCE procedeu à descida dos níveis de taxas de juro para 2,15% (*Main Refinancing Operations*), em junho de 2025, que se mantém desde então.

Programas de compras de ativos

Na componente não convencional, o Eurosistema cessou o reinvestimento dos montantes resultantes dos títulos vencidos¹¹.

1.1.5. Inflação, taxas de juro, e estrutura temporal de taxas de juro sem risco da EIOPA

Com a consolidação da inflação num patamar próximo dos 2% (1,90% para a área do euro, em dezembro¹²), as taxas de juro vêm evidenciando uma maior estabilização, face aos níveis elevados a que ascenderam em períodos anteriores. As taxas *swap* em euros retomaram a posição relativa mais natural, entre o curto e longo prazo¹³, reforçando esse diferencial nos últimos meses.

¹⁰ De acordo com os anúncios efetuados na sequência das sessões periódicas da *Federal Open Markets Committee* (FOMC).

¹¹ Os montantes vencidos dos títulos adquiridos ao abrigo dos programas PEPP (*Pandemic emergency purchase programme*) e APP (*Asset purchasing programme*) deixaram de ser reinvestidos.

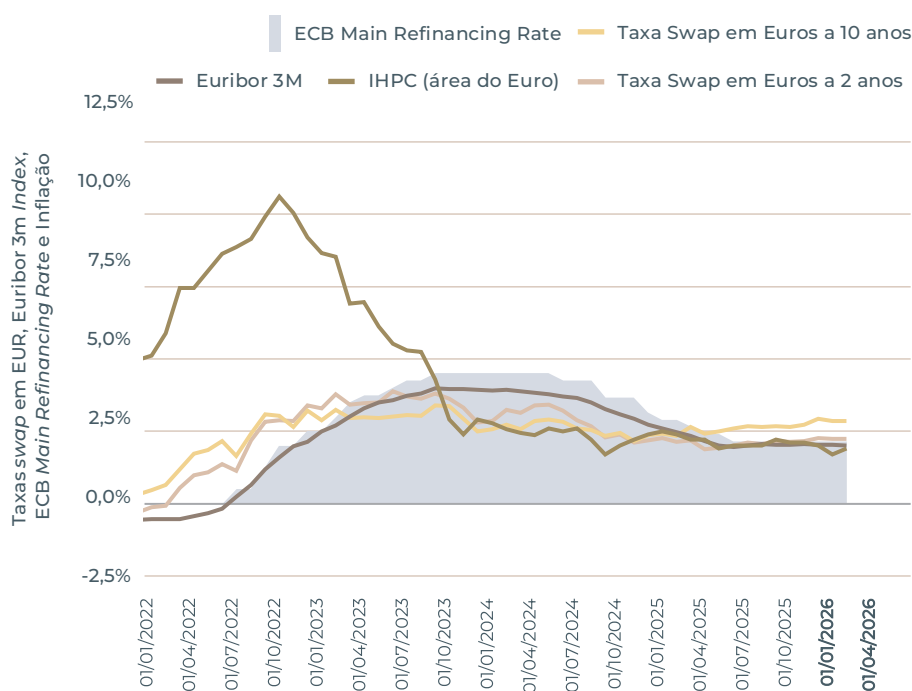
¹² Em base *year-on-year*, referente ao *Harmonised Index of Consumer Price*.

¹³ A curva EUR *swap* a 10 anos voltou a posicionar-se acima da análoga a 2 anos, após um período de posição invertida desta hierarquia natural, fruto da magnitude das incertezas a curto-prazo.

No final de 2025, a estrutura temporal de taxas de juro sem risco da EIOPA¹⁴ apresentou, uma subida adicional face à sua posição no final de 2024, com exceção das maturidades mais curtas. Esta evolução contraria, assim, a erosão parcial dos efeitos favoráveis do desconto de *cash-flows* futuros das responsabilidades das empresas de seguros, que se projetava no início do ano.

O recrudescimento de pressões inflacionistas pode redundar em subida das taxas de juro e *spreads*, nesse caso, ampliando também o efeito do desconto (recordando também o efeito do VA).

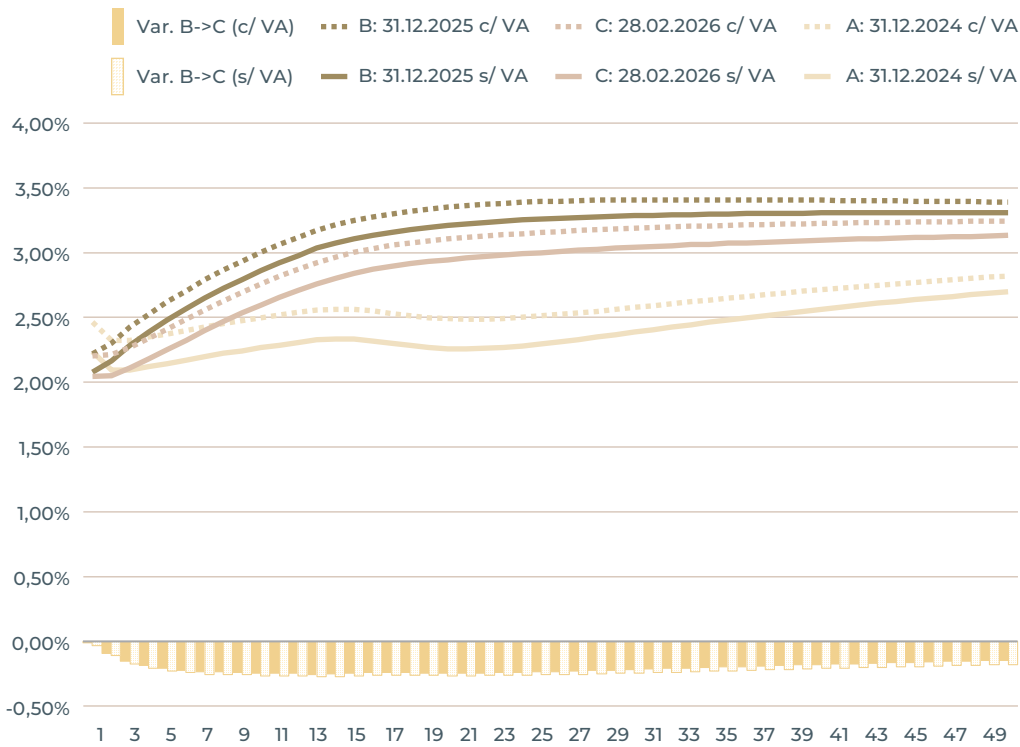
FIGURA 1.5
EVOLUÇÃO DOS REFERENCIAIS DE TAXAS DE JURO E DE INFLAÇÃO NA ÁREA DO EURO



¹⁴ Estrutura temporal de taxas de juro (ETTJ) da EIOPA, incluindo as curvas com e sem ajustamento de volatilidade (VA), que constitui o referencial para efeitos de desconto dos passivos das empresas de seguros.

FIGURA 1.6

ESTRUTURA TEMPORAL DE TAXA DE JURO SEM RISCO DA EIOPA, E CURVAS COM AJUSTAMENTO DE VOLATILIDADE (VA)



Fontes: BCE, Bloomberg e EIOPA (com cálculos da ASF).

1.1.6. Mercado imobiliário

O mercado imobiliário residencial em Portugal continua a denotar um sobreaquecimento materialmente superior ao da área do Euro.

No final do primeiro semestre de 2025, os valores do índice de preços da habitação (HPI) ascendem a quase 260% dos verificados em 2015, enquanto na área do Euro o crescimento no mesmo período foi de 153%. Esta evolução reflete variações trimestrais consistentemente mais elevadas no caso nacional, que, para além disso, não verificou o arrefecimento observado na área do Euro entre junho de 2022 e março de 2024.

FIGURA 1.7
HOUSE PRINCE INDEX (HPI), PORTUGAL E ÁREA DO EURO – ACUMULADO

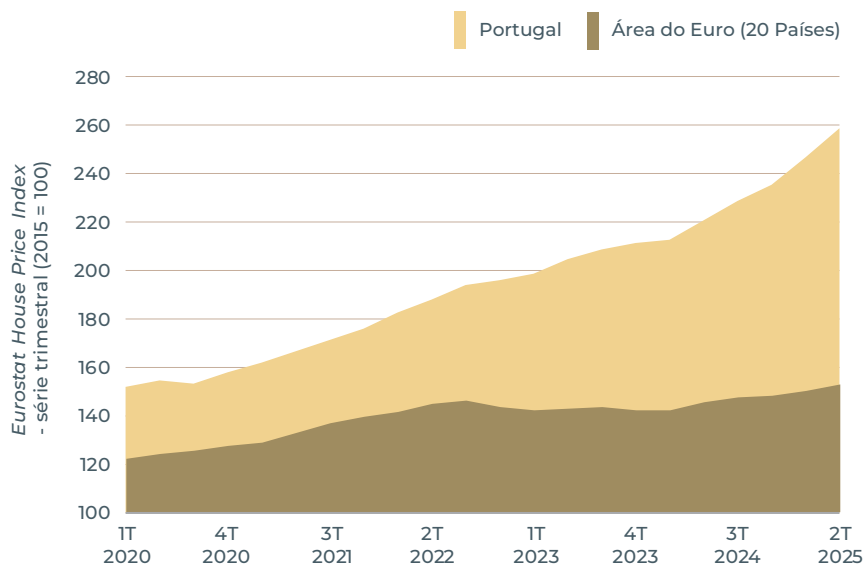
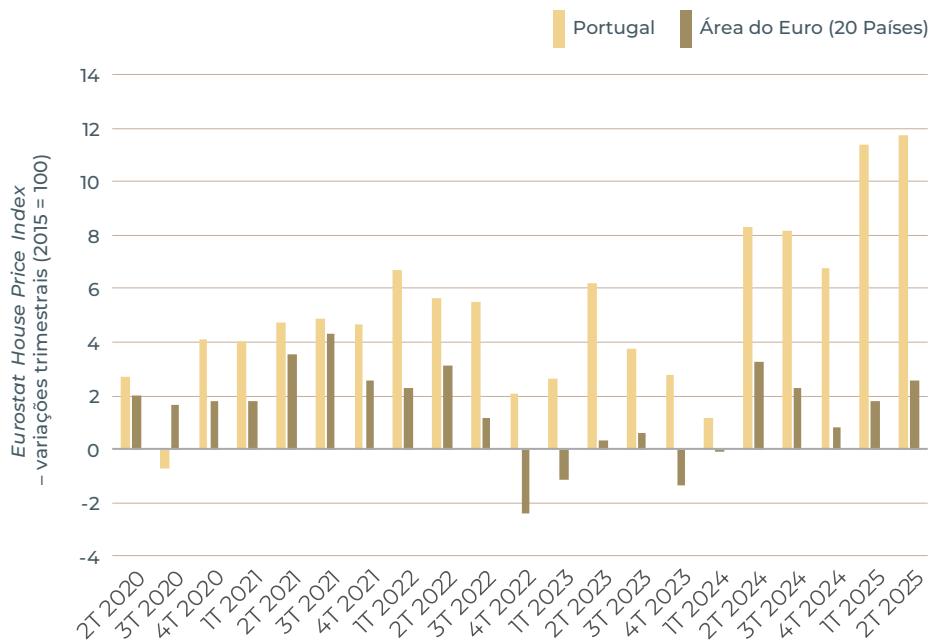


FIGURA 1.8
HPI, PORTUGAL E ÁREA DO EURO – VARIAÇÃO TRIMESTRAL



Fontes: Comissão Europeia, Eurostat.

1.2. Evolução de indicadores relativos aos mercados financeiros

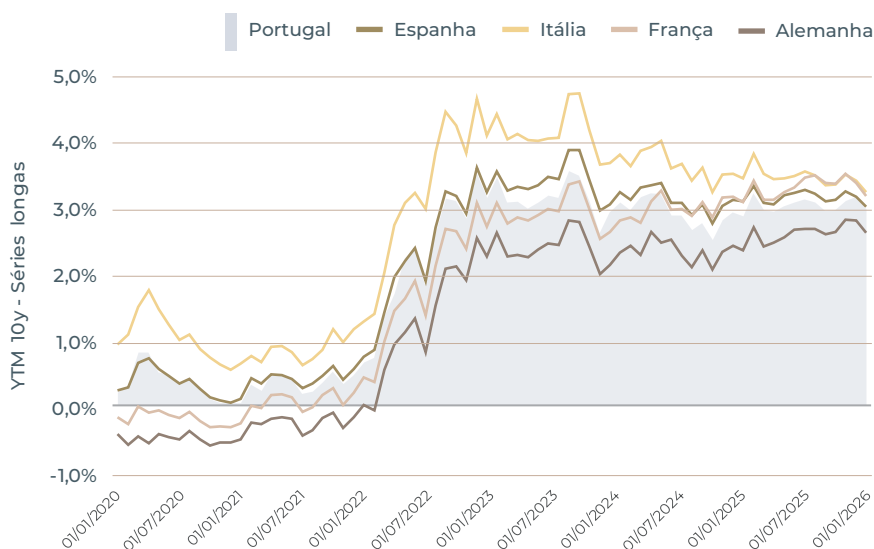
1.2.1. Mercados obrigacionistas: emitentes soberanos

Nos mercados obrigacionistas soberanos, os níveis das *yields* registados no final do ano estão próximos dos observados no final do primeiro semestre, e ligeiramente acima do final do ano anterior. Continua também a registar-se uma tendência de aproximação dos custos de financiamento entre as principais economias da área do euro e as restantes, de forma conexas com as prestações económicas recentes da Alemanha e da França, e os melhores desempenhos relativos de Portugal e Espanha.

A disponibilidade de *yields* dos títulos soberanos em níveis mais elevados tem permitido a retoma de rendibilidades e a amenização do risco de reinvestimento, em títulos para aos quais os setores segurador e de fundos de pensões apresentam elevado apetite. A maior convergência de rendibilidades entre os vários emitentes soberanos da área do euro favorece uma maior diversificação de exposições nos setores supervisionados pela ASF.

Em meados de março, após a eclosão da guerra no Irão, as *yields* soberanas posicionam-se em níveis próximos aos do fecho de 2025.

FIGURA 1.9
**CUSTO DE FINANCIAMENTO DOS EMITENTES SOBERANOS (YTM A 10 ANOS)
- EVOLUÇÃO**



Ao nível das notações creditícias dos soberanos da área do euro monitorizados de forma mais próxima, o ano de 2025 revelou revisões em alta para Portugal, Espanha e Itália, com ajustes de sentido contrário relativamente ao soberano francês. O *benchmark* alemão manteve-se intocado no patamar AAA. O soberano nacional tem, assim, dado continuidade à trajetória de melhoria da perceção creditícia dos anos anteriores, posicionando-se na faixa superior do patamar '(single) A'.

FIGURA 1.10
NOTAÇÕES CREDITÍCIAS DOS EMITENTES SOBERANOS – EVOLUÇÃO

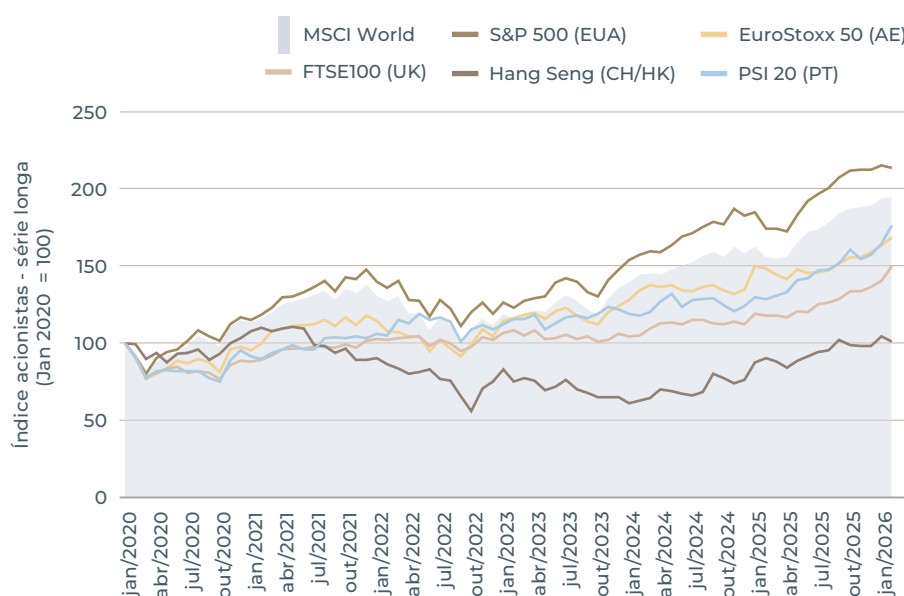
Emitentes soberanos				
mar/26	S&P	Moody's	Fitch	DBRS
Alemanha	AAA →	Aaa →	AAA →	AAA →
França	AA- →	Aa3 ↓	A+ ↓	AA ↓
Portugal	A+ ↑	A3 →	A ↑	A(H) ↑
Espanha	A+ ↑	A3 ↑	A ↑	A(H) →
Itália	BBB+ ↑	Baa2 ↑	BBB+ ↑	A(L) ↑

Fonte: Bloomberg. Nota: as revisões de notação ou de *outlook*, ocorridas desde o início de 2025 encontram-se sinalizadas com cor diferente – verde em caso de ajuste positivo, ou vermelho em caso de ajuste descendente.

1.2.2. Mercados acionistas

O ano de 2025 apresentou um comportamento volátil dos mercados acionistas, devido, em particular, à dimensão económica e comercial das tensões geopolíticas. Contudo, os índices apresentados persistem em terreno de claro crescimento anual.

FIGURA 1.11
EVOLUÇÃO DOS ÍNDICES ACIONISTAS: SÉRIE LONGA



Fonte: Bloomberg e cálculos da ASF.

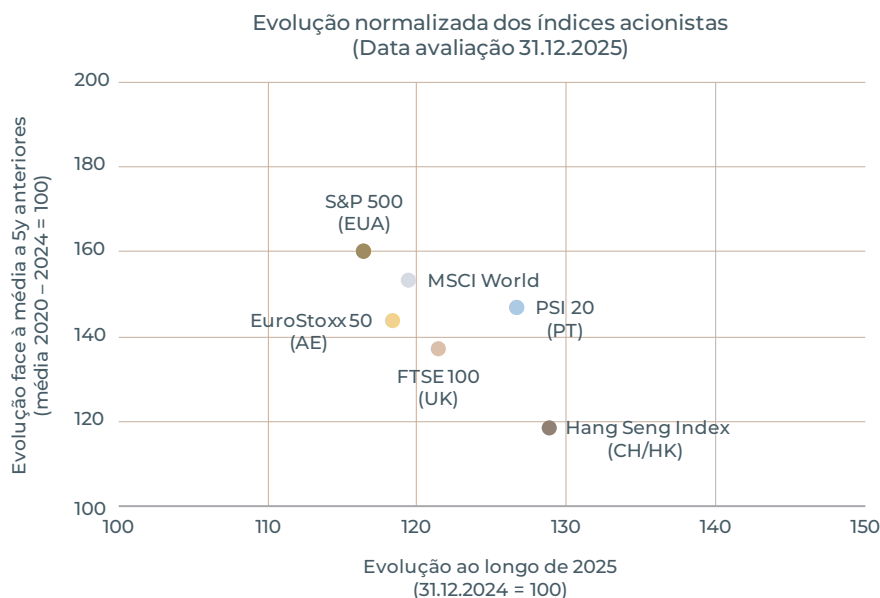
As valorizações são, no entanto, suscetíveis de correções descendentes decorrentes de *pricing-in* dos riscos geopolíticos, bem como de variações relativas do apetite dos investidores face a diferentes classes de ativos, muito interligadas com as decisões monetárias da FED¹⁵.

Nos primeiros meses de 2026 os mercados acionistas têm-se apresentado voláteis, fruto sobretudo de (i) novas perturbações conexas com tarifas comerciais, (ii) escalada na guerra do Irão, e (iii) receios dos investidores quanto aos retornos reais do incremento de investimento das empresas em IA.

¹⁵ Como possível *trigger* para episódios futuros de volatilidade, destaca-se o papel das tecnológicas e dos principais *players* no espaço da Inteligência Artificial (IA), para os quais a redução de exposição, ou a assunção de posições curtas, por parte de investidores institucionais e/ou de renome, alimentam especulações quanto à potencial eclosão de uma bolha nas valorizações.

FIGURA 1.12

ÍNDICES ACIONISTAS EVOLUÇÃO NORMALIZADA ANUAL E FACE AO HISTÓRICO A 5 ANOS



Fonte: Bloomberg e cálculos da ASF.

CAIXA 1

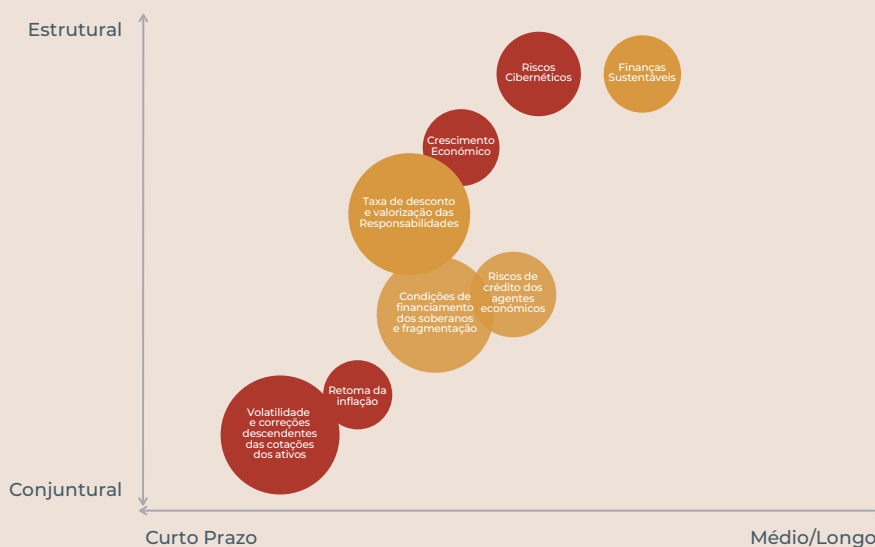
PRINCIPAIS RISCOS DE NATUREZA ESTRUTURAL E CONJUNTURAL COM IMPACTO NOS SETORES SEGURADOR E DOS FUNDOS DE PENSÕES

- / Persiste um quadro macroeconómico instável, com origem na esfera geopolítica, cuja imprevisibilidade comporta o **risco de enfraquecimento do crescimento económico**, já débil na área do euro. Este contexto pode ainda refletir-se em **maior volatilidade e em correções abruptas nas valorizações dos ativos financeiros**, com potencial de amplificação sistémica, caso os investidores adotem comportamentos pró-cíclicos.
- / A trajetória futura da política monetária reveste-se de **maior incerteza, tendo em conta os efeitos da guerrão no Irão no recrudescimento de pressões inflacionistas**.

- / Os mercados de *private credit funds* têm enfrentado um período sério de *stress*. Com subidas das taxas de *default* no crédito privado (que se estimam prosseguirem em 2026), vários investidores visaram uma saída deste mercado, redundando num volume de pedidos de resgates que evidenciam o desalinhamento estrutural de liquidez nestes mercados, sugerindo uma vulnerabilidade estrutural, ao invés de um episódio isolado.
- / Os **riscos cibernéticos** assumem uma crescente importância na economia e na atividade financeira. No setor segurador, estes denotam uma relevância acrescida, por poderem encontrar-se no âmbito das coberturas das apólices emitidas, impactando assim os operadores numa dupla vertente – operacional e de negócio. No primeiro caso, a aplicação do Regulamento DORA, relativo ao reforço da resiliência operacional digital no setor financeiro, visa promover melhorias estruturais nesta área. A escalada de conflitos geopolíticos tende também a intensificar estes riscos.
- / As **alterações climáticas e as finanças sustentáveis** acarretam riscos relevantes para os setores segurador e dos fundos de pensões. No quadro atual, destacam-se as consequências resultantes de eventos climáticos de maior intensidade, suscetíveis de pressionar o setor segurador (e o setor ressegurador), colocando ainda, em evidência, as vulnerabilidades decorrentes das lacunas de proteção (*protection gaps*) na economia e na sociedade. As tempestades ocorridas já em 2026 ilustram a severidade potencial destes riscos. O quadro de sustentabilidade europeu encontra-se também marcado pela reformulação da arquitetura regulatória associada a requisitos de divulgação de informação e de diligência nesta matéria.

FIGURA 1.13

MAPEAMENTO DOS PRINCIPAIS RISCOS DO SETOR SEGURADOR E SETOR DOS FUNDOS DE PENSÕES



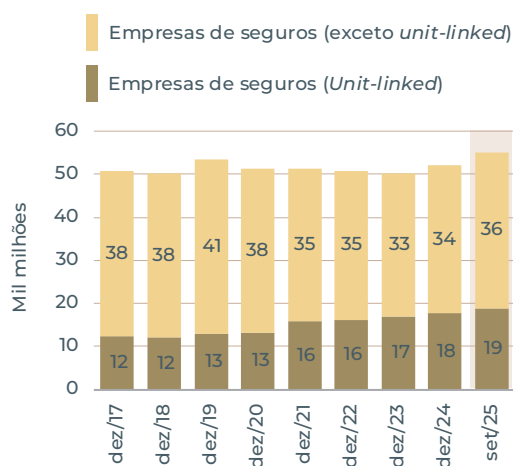
Nota: O mapeamento dos riscos reflete uma síntese esquemática dos principais riscos para a estabilidade financeira, na perspetiva do setor segurador e setor dos fundos de pensões. O tamanho dos círculos representa a materialidade do risco identificado, enquanto a cor dos círculos identifica a evolução 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. Caracterização das carteiras de investimentos

No final do terceiro trimestre de 2025, o montante global da carteira de investimentos do setor segurador ascendeu a cerca de 55,2 mil milhões de euros, refletindo um crescimento aproximado de 5,9% face ao valor registado no final de 2024. Deste total, aproximadamente um terço corresponde a ativos associados a seguros *unit-linked*, cuja expressão relativa no conjunto da carteira tem vindo a reforçar-se de forma gradual.

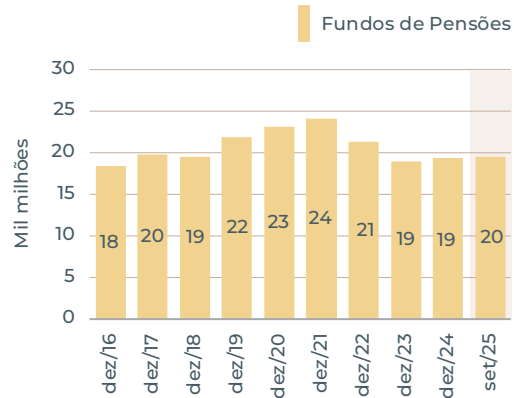
FIGURA 21
TOTAL DE ATIVOS DAS EMPRESAS DE SEGUROS



Relativamente ao setor dos fundos de pensões, em setembro de 2025 verificou-se, igualmente, um aumento do valor do património sob gestão, que atingiu 19,5 mil milhões de euros, traduzindo uma variação positiva de 1,1% em comparação com o final de 2024.

FIGURA 22

TOTAL DO PATRIMÓNIO DOS FUNDOS DE PENSÕES



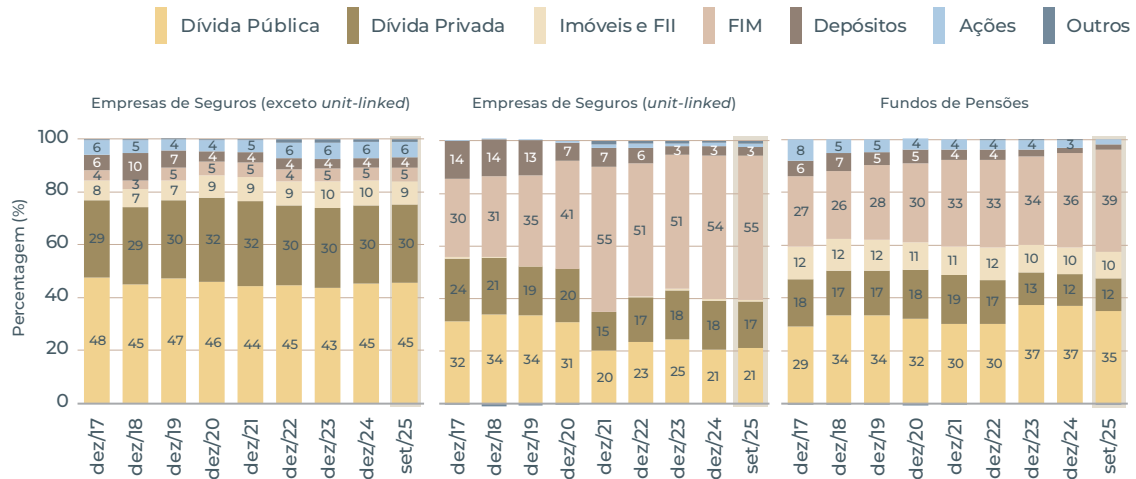
2.1.1. Políticas de investimentos

A orientação da política de investimentos das empresas de seguros e dos fundos de pensões mantém-se, em termos gerais, relativamente inalterada. No que respeita à carteira de seguros (exceto *unit-linked*), os instrumentos obrigacionistas continuam a assumir um peso predominante, representando cerca de 75% do total em setembro de 2025.

No caso das carteiras afetas a seguros *unit-linked* e aos fundos de pensões, registou-se, ao longo dos primeiros nove meses de 2025, um reforço da importância dos fundos de investimento mobiliário (FIM), evolução que se mostrou mais acentuada no segmento dos fundos de pensões. Este aumento ocorreu em detrimento da exposição à dívida privada no âmbito dos seguros *unit-linked* e da dívida pública no setor dos fundos de pensões.

FIGURA 23

EVOLUÇÃO DA POLÍTICA DE INVESTIMENTOS¹⁶



2.1.2. Perfil de durações e qualidade creditícia das carteiras obrigacionistas

Entre dezembro de 2024 e setembro de 2025, observa-se uma ligeira deterioração da qualidade creditícia das carteiras obrigacionistas, mais evidente nos seguros *unit-linked* e nos fundos de pensões, em face da redução da representatividade dos títulos com notações CQS 0 e CQS 1 e do aumento do peso da classe CQS 2. **As carteiras de seguros, exceto *unit-linked*, não registaram alterações estruturais relevantes no perfil global de risco, apesar dos ajustamentos compensatórios verificados entre classes de risco de elevada e intermédia qualidade.**

No que respeita à duração das carteiras, no mesmo período, verificou-se um reforço dos títulos de curto prazo nos seguros *unit-linked*, com reflexo na redução da duração média.

Nas carteiras de seguros (excluindo *unit-linked*), observou-se uma deslocação da exposição em maturidades curtas, para prazos intermédios.

Já nos fundos de pensões, registam-se variações heterogéneas entre as classes com duração inferior a 10 anos.

¹⁶ A categoria “Imóveis e FII” inclui participações em empresas de investimento imobiliário. A categoria “Outros” inclui derivados, hipotecas e empréstimos.

FIGURA 24

QUALIDADE CREDITÍCIA DA CARTEIRA OBRIGACIONISTA DAS EMPRESAS DE SEGUROS E DOS FUNDOS DE PENSÕES

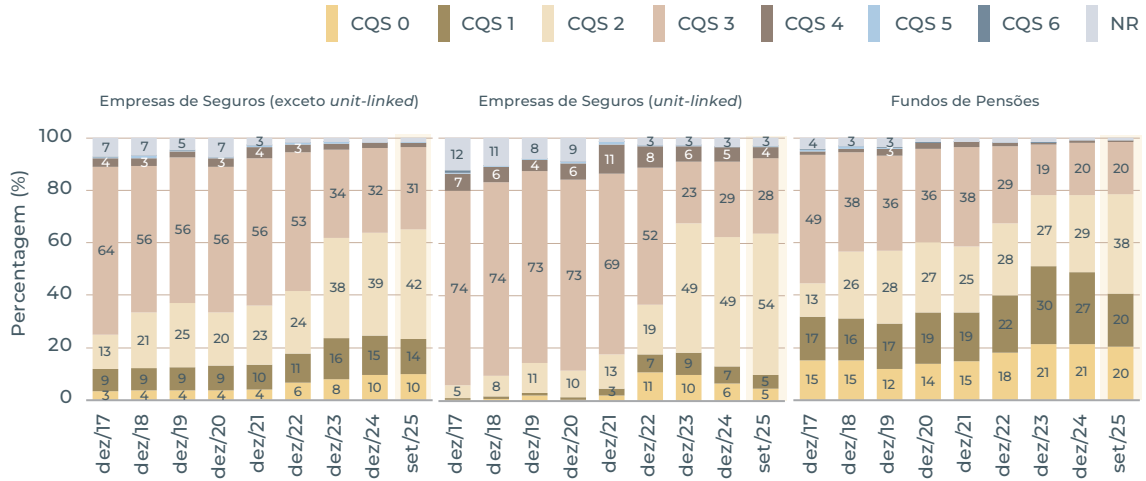
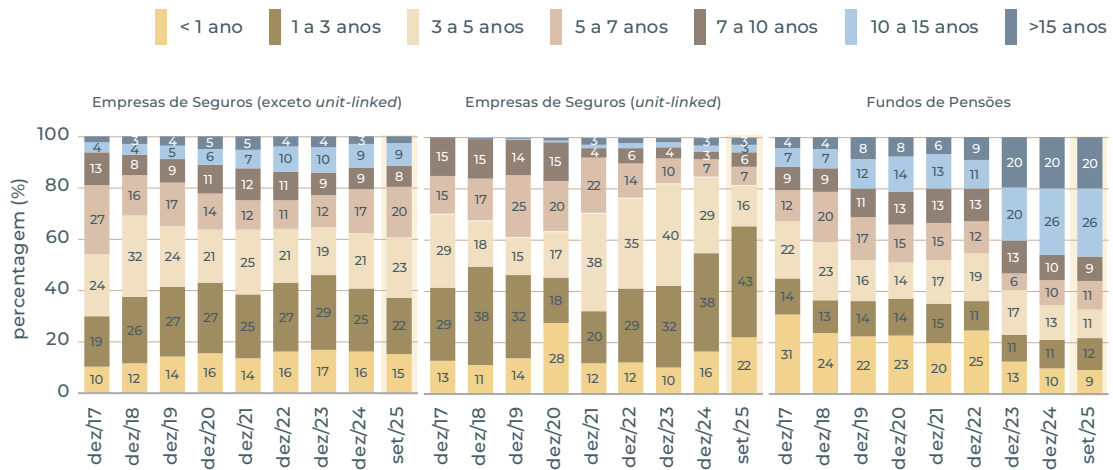


FIGURA 25

DURAÇÃO DA CARTEIRA OBRIGACIONISTA DAS EMPRESAS DE SEGUROS E DOS FUNDOS DE PENSÕES



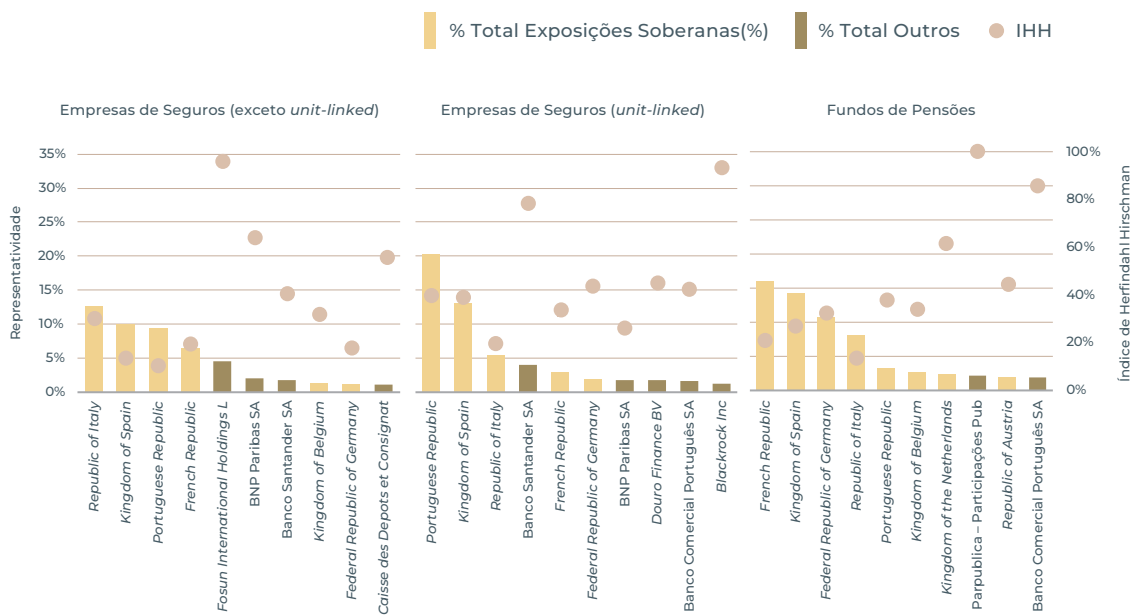
2.1.3. Principais Emitentes / Grupos Económicos

Em setembro de 2025, as carteiras das empresas de seguros e dos fundos de pensões mantêm um elevado grau de concentração em torno de um conjunto limitado de emitentes, sendo que as cinco principais exposições representam aproximadamente entre 40% e 50% do volume total de investimentos.

Não obstante, comparativamente a dezembro de 2024, observa-se uma ligeira diminuição do peso agregado das maiores exposições, com exceção das carteiras afetas a seguros *unit-linked*, onde se registou um acréscimo comedido. As variações ocorridas ao longo de 2025 resultam, em grande medida, de ajustamentos nas exposições a emitentes soberanos.

FIGURA 2.6

EXPOSIÇÃO POR PRINCIPAL EMITENTE / GRUPO ECONÓMICO NAS CARTEIRAS DE INVESTIMENTO DAS EMPRESAS DE SEGUROS E DOS FUNDOS DE PENSÕES E DECORRENTE NÍVEL DE CONCENTRAÇÃO¹⁷, A SETEMBRO DE 2025

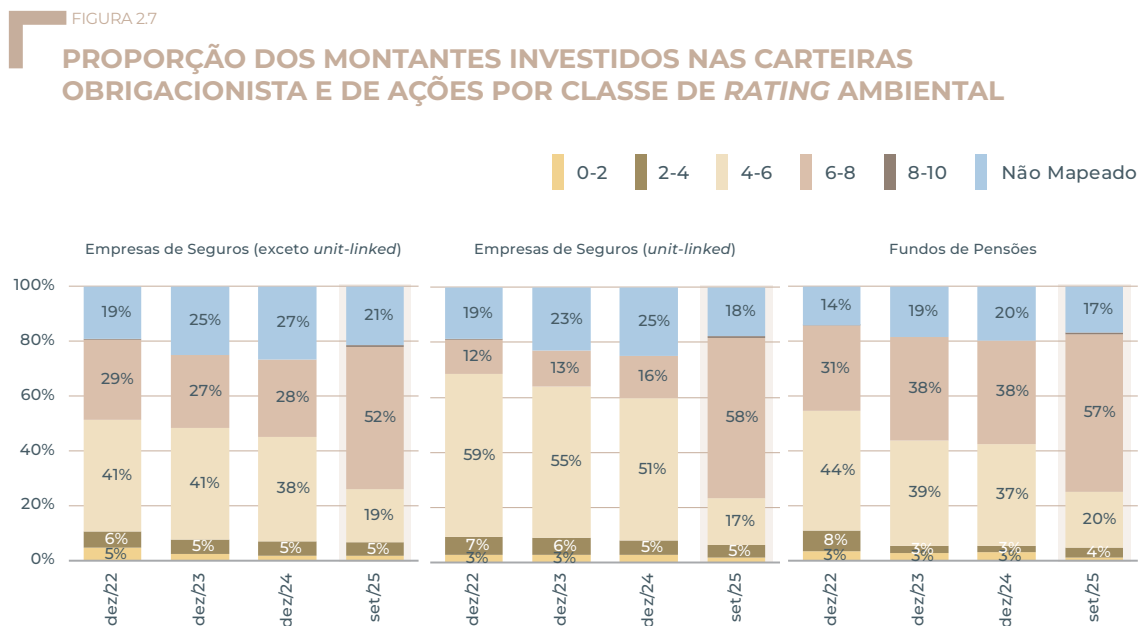


¹⁷ A análise inclui obrigações, ações, produtos estruturados, numerários e depósitos e hipotecas e empréstimos.

2.1.4. Perfil de risco ambiental / climático

No período compreendido entre dezembro de 2024 e setembro de 2025, registou-se uma evolução favorável do perfil ambiental das carteiras das empresas de seguros e dos fundos de pensões. Em todos os segmentos analisados, observou-se uma diminuição da exposição a ativos com classificação ambiental intermédia (4-6), bem como dos títulos para os quais não existe informação ambiental disponível, paralelamente a um aumento da representatividade da segunda melhor classe de score ambiental, que passou a assumir um peso predominante nas carteiras de investimento.

A evolução verificada ao longo de 2025 é explicada, em larga medida, pela reclassificação ambiental de emitentes soberanos, em particular Espanha e Portugal, bem como de alguns emitentes privados com peso relevante nas carteiras de investimento do setor segurador e dos fundos de pensões, que passaram a integrar este patamar de melhor classificação, após anteriormente se situarem na classe intermédia.



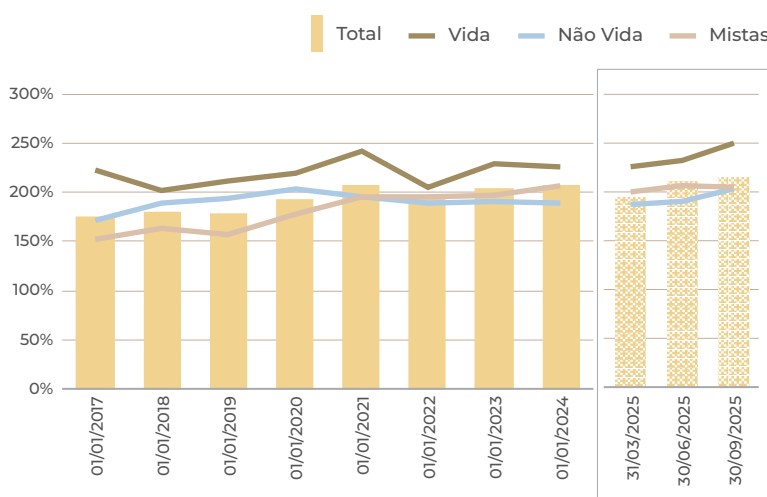
Nota: Análise realizada com base no *rating* ambiental, disponibilizado pela *Bloomberg*, atribuído aos emitentes e grupos económicos presentes nas carteiras. Este *rating*, varia de zero (representando a pior *performance* ambiental) a dez (indicando a melhor *performance* ambiental). A escala apresentada, compreende uma segmentação efetuada pela ASF, de forma a melhorar a interpretação visual da figura, não constituindo assim a escala oficial da *Bloomberg*.

2.2. Evolução do setor segurador

2.2.1. Solvabilidade

No universo das empresas de seguros sob supervisão prudencial da ASF, o rácio global de cobertura do SCR fixou-se em 215,1% no final de setembro de 2025, o que representa uma melhoria de 7,5 pontos percentuais face ao rácio apurado no final de 2024. Esta evolução positiva é reflexo do aumento do rácio, tanto nos operadores do ramo Vida, que subiu para 250,4% (+25,3 pontos percentuais), como nos dos ramos Não Vida, que atingiu 203,1% (+14,5 pontos percentuais). Em contraste, observou-se uma ligeira deterioração de 1,2 pontos percentuais no conjunto das empresas mistas, cujo rácio se situou em 204,9%.

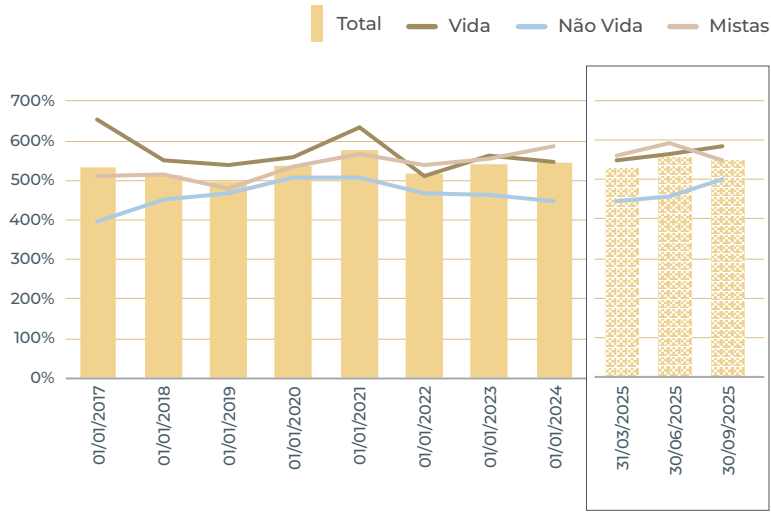
FIGURA 2.8
RÁCIOS GLOBAIS DE COBERTURA DO SCR, EM BASE ANUAL E DETALHE TRIMESTRAL



O rácio de cobertura do MCR seguiu uma trajetória de evolução semelhante ao do SCR, registrando um incremento de 3,2 pontos percentuais no período de dezembro de 2024 a setembro de 2025. Consequentemente, este indicador atingiu 549% no final do terceiro trimestre de 2025.

FIGURA 2.9

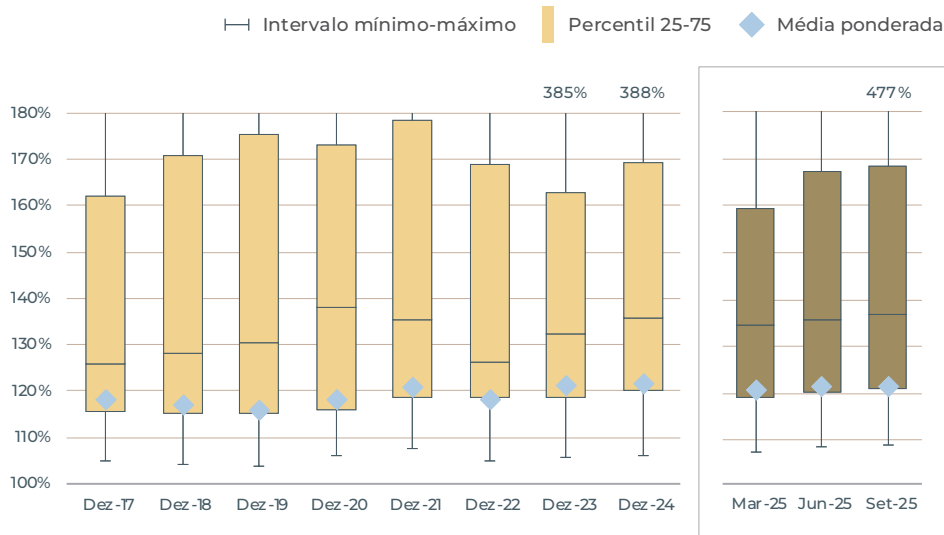
RÁCIOS GLOBAIS DE COBERTURA DO MCR, EM BASE ANUAL E DETALHE TRIMESTRAL



Em setembro de 2025, o rácio de ativos sobre passivos (excluindo seguros ligados) ficou-se, em termos agregados, em 121,2%. O referido indicador reflete, assim, um comportamento estável, face ao final de 2024.

FIGURA 2.10

DISTRIBUIÇÃO DO RÁCIO ENTRE O TOTAL DE ATIVOS E PASSIVOS (EXCETO SEGUROS LIGADOS), EM BASE ANUAL E DETALHE TRIMESTRAL



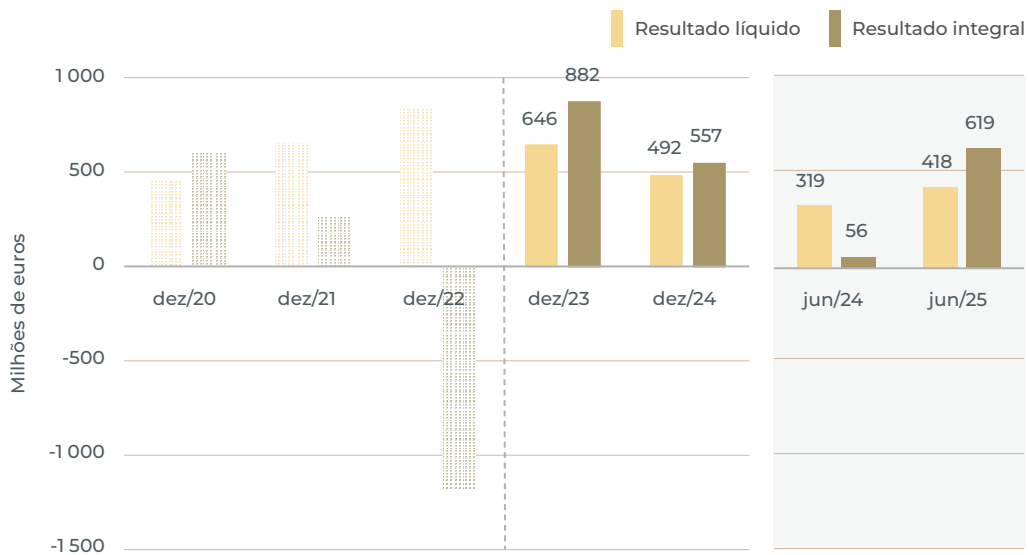
2.2.2. Rendibilidade

A entrada em vigor da Norma Internacional de Relato Financeiro (IFRS) 17, em 1 de janeiro de 2023, veio alterar a mensuração das responsabilidades decorrentes de contratos de seguros. Esta alteração teve impactos significativos nas demonstrações financeiras das empresas de seguros, afetando diretamente, entre outros aspectos, o apuramento do resultado do exercício.

O primeiro semestre de 2025 foi marcado por uma evolução positiva nos resultados, face ao período homólogo anterior. O valor global do resultado líquido do exercício aumentou 99 milhões de euros, totalizando 418 milhões de euros, o que representa uma subida homóloga de cerca de 31,2%.

Por sua vez, o resultado integral global exibiu uma variação mais expressiva, tendo incrementado 563 milhões de euros, para 619 milhões de euros. Tanto no caso do resultado líquido como no caso do resultado integral, a melhoria foi impulsionada pelo desempenho de uma entidade específica.

FIGURA 211
EVOLUÇÃO DOS RESULTADOS LÍQUIDOS E DOS RESULTADOS INTEGRAIS



Nota: os valores apresentados a partir de 2023 foram apurados com base na aplicação da IFRS 17 – Contratos de seguros, não sendo diretamente comparáveis com os de anos anteriores.

FIGURA 2.12

DISTRIBUIÇÃO DA VARIAÇÃO ABSOLUTA DOS RESULTADOS LÍQUIDOS

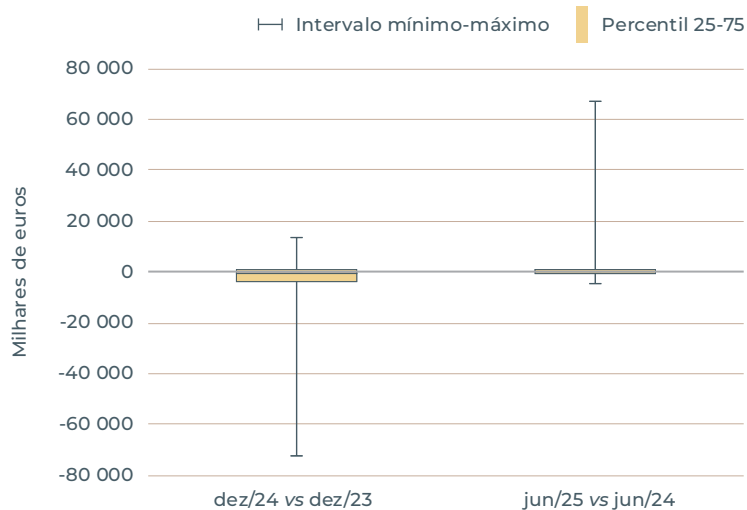
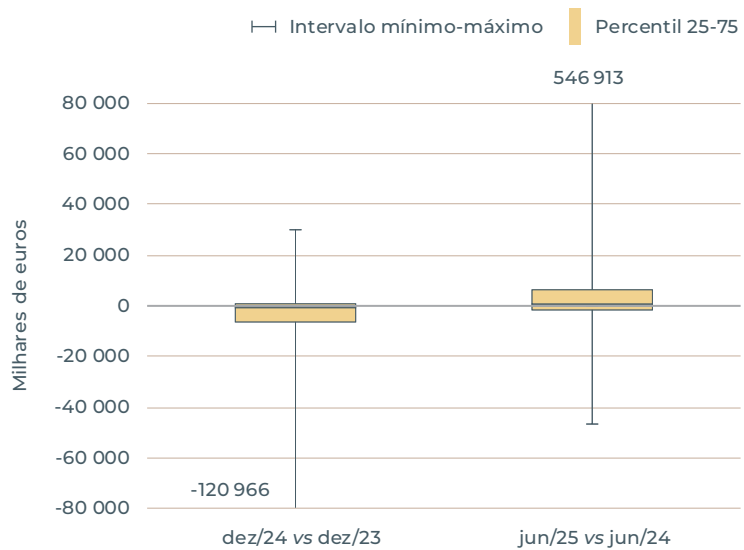


FIGURA 2.13

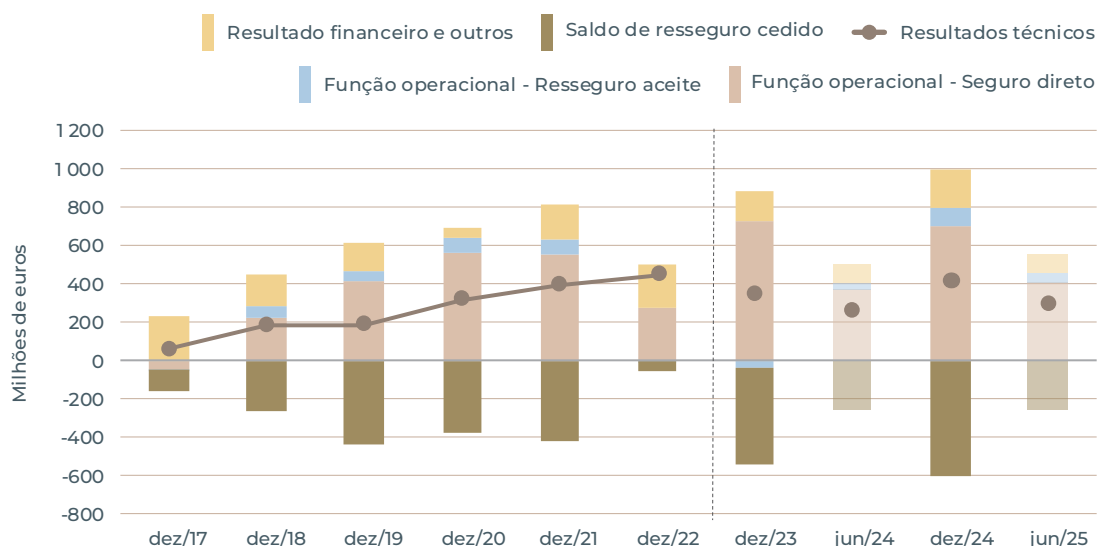
DISTRIBUIÇÃO DA VARIAÇÃO ABSOLUTA DOS RESULTADOS INTEGRAIS INDIVIDUAIS



Relativamente ao primeiro semestre de 2025, o resultado técnico global apresentou uma evolução positiva, impulsionada pelo desempenho de ambos os segmentos Não Vida e Vida.

Nos ramos Não Vida observou-se um acréscimo de 19,5% face ao período homólogo anterior. Esta evolução foi sustentada pela melhoria da função operacional, quer de seguro direto, quer de resseguro aceite.

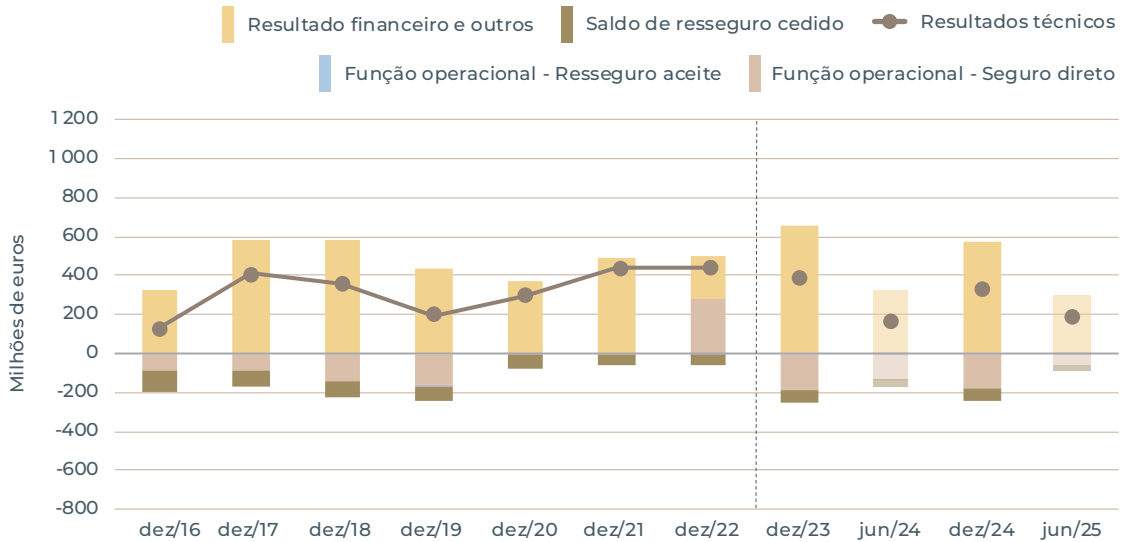
FIGURA 214
RESULTADOS TÉCNICOS GLOBAIS DOS RAMOS NÃO VIDA



Já no ramo Vida registou-se um crescimento de 26,2%, justificado pela melhoria da função operacional de seguro direto. Este crescimento ocorreu apesar do desempenho menos favorável dos resultados financeiros em termos homólogos (redução de 12,3%).

FIGURA 2.15

RESULTADOS TÉCNICOS GLOBAIS DOS RAMOS VIDA



Nota: os valores apresentados a partir de 2023 foram apurados com base na aplicação da IFRS 17 – Contratos de seguros, não sendo diretamente comparáveis com os de anos anteriores.

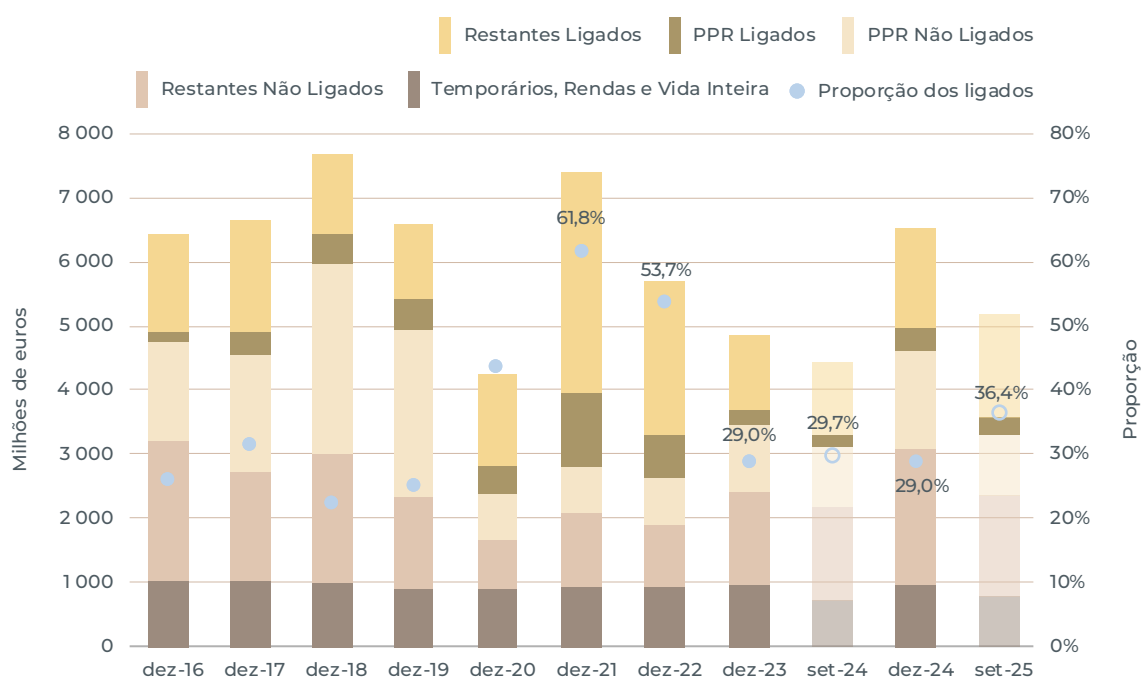
2.2.3. Atividade do ramo Vida

Até setembro de 2025, a produção do ramo Vida cresceu 17,5% em termos homólogos, totalizando cerca de 5,2 mil milhões de euros.

Nesse período, os seguros não ligados mantiveram uma trajetória positiva, embora com uma desaceleração para 6,3% após as subidas expressivas de 2023 (31,1%) e 2024 (34%).

Já os seguros ligados aceleraram o seu crescimento, registando uma subida homóloga de 43,9%, superando os 34,1% observados em 2024.

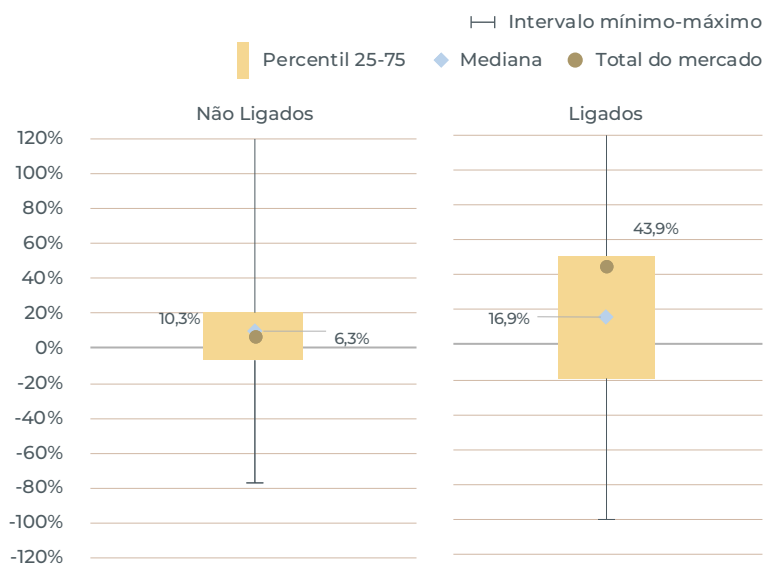
FIGURA 2.16
PRODUÇÃO DE SEGURO DIRETO DO RAMO VIDA



Nos seguros ligados, a análise por operador revela uma dispersão relativamente acentuada na variação homóloga da produção até setembro de 2025.

O crescimento total do mercado, de 43,9%, distancia-se da variação mediana, de 16,9%, sugerindo que o desempenho global foi impulsionado por operadores específicos.

FIGURA 2.17
DISTRIBUIÇÃO DA VARIAÇÃO HOMÓLOGA DA PRODUÇÃO A SETEMBRO DE 2025

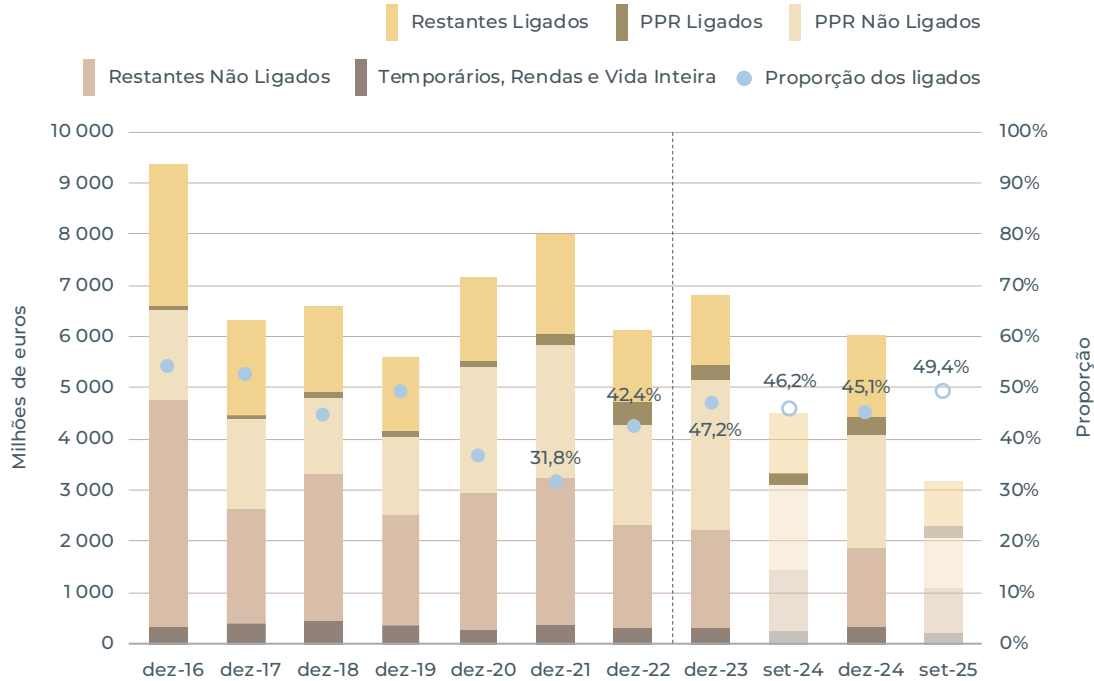


Nota: Os valores máximos para os conjuntos 'Não Ligados' e 'Ligados' são, respetivamente, iguais a 147,9% e a 438,3%.

Até setembro de 2025, os montantes pagos registaram um decréscimo homólogo de 29,6%, reflexo de uma redução transversal a todas as categorias de produtos, com exceção dos PPR ligados.

FIGURA 2.18

CUSTOS COM SINISTROS / MONTANTES PAGOS DE SEGURO DIRETO DO RAMO VIDA

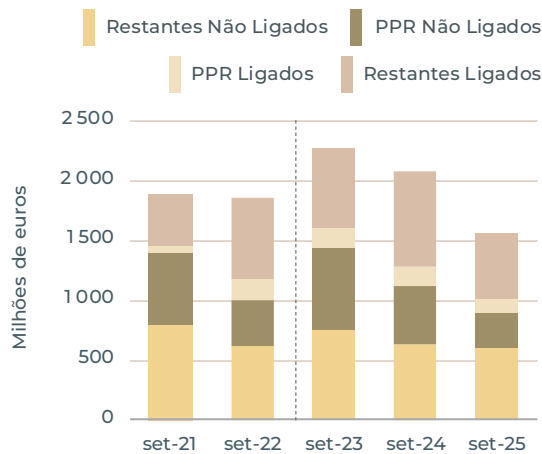


Nota: Até 31 de dezembro de 2022 são apresentados os custos com sinistros de contratos de seguro e os montantes pagos de contratos de investimento. Após essa data, os valores referem-se a montantes pagos.

Os resgates mantiveram a tendência de queda até setembro de 2025, com um recuo homólogo de 24,6%, face à redução de 15,2% em 2024, em comparação com 2023. Esta descida foi transversal a todas as categorias de produtos.

FIGURA 2.19

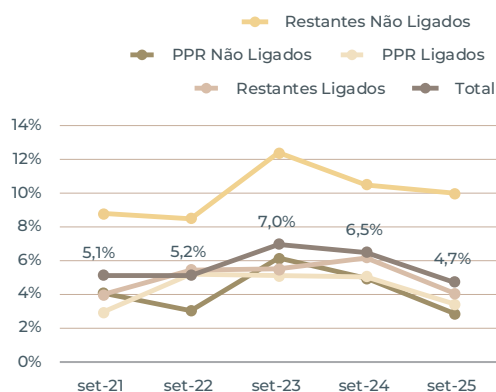
CUSTOS COM SINISTROS / MONTANTES PAGOS POR RESGATE



Nota: Até 31 de dezembro de 2022 são apresentados os custos com sinistros de contratos de seguros e os montantes pagos de contratos de investimento. Após essa data, os valores referem-se a montantes pagos.

Nos seguros não ligados os resgates diminuíram 19,6%, enquanto nos ligados se verificou uma quebra mais acentuada, de 30,4%.

FIGURA 2.20
TAXA MÉDIA DE RESGATES

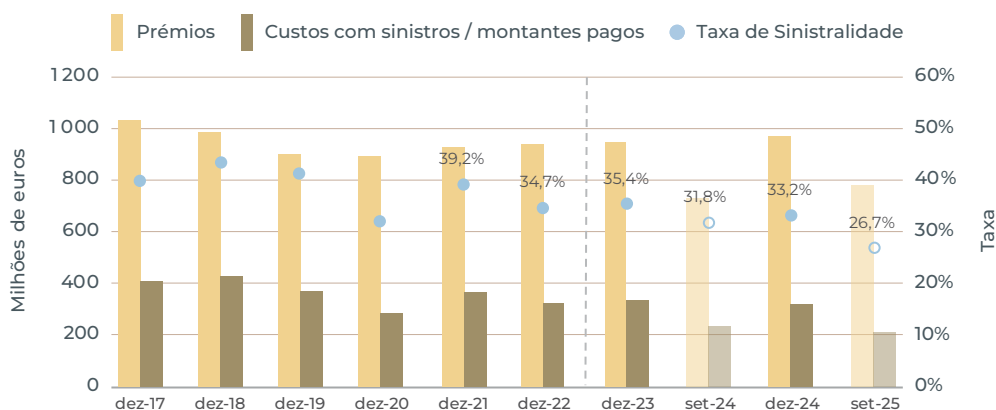


Nota: Taxa de resgate = resgates (período n) / Responsabilidades de produtos resgatáveis (final do período n-1)

Nos seguros de risco, a taxa de sinistralidade – apurada desde o início de 2023 com base apenas nos montantes pagos – recuou cerca de cinco pontos percentuais até setembro de 2025.

Em comparação com o período homólogo anterior, esta descida resultou da conjugação entre o decréscimo de 10,3% nos montantes pagos e o crescimento de 6,6% nos prémios.

FIGURA 2.21
EVOLUÇÃO DA TAXA DE SINISTRALIDADE / MONTANTES PAGOS DOS SEGUROS DE RISCO



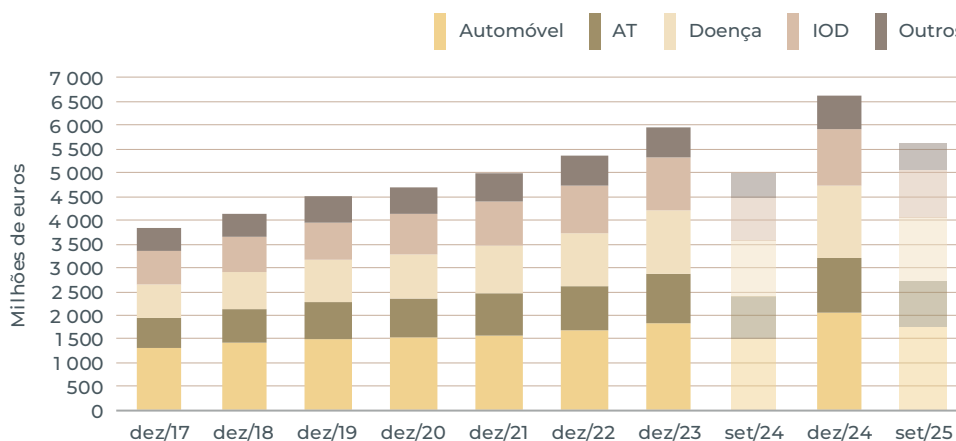
Nota: Até 31 de dezembro de 2022 são apresentados os custos com sinistros de contratos de seguros. Após essa data, os valores referem-se a montantes pagos.
Taxa de sinistralidade = rácio entre os custos com sinistros ou os montantes pagos (a partir de 2023) e os prémios brutos emitidos para o conjunto dos seguros temporários, rendas e vida inteira.

2.2.4. Atividade dos ramos Não Vida

2.2.4.1. Produção e sinistralidade

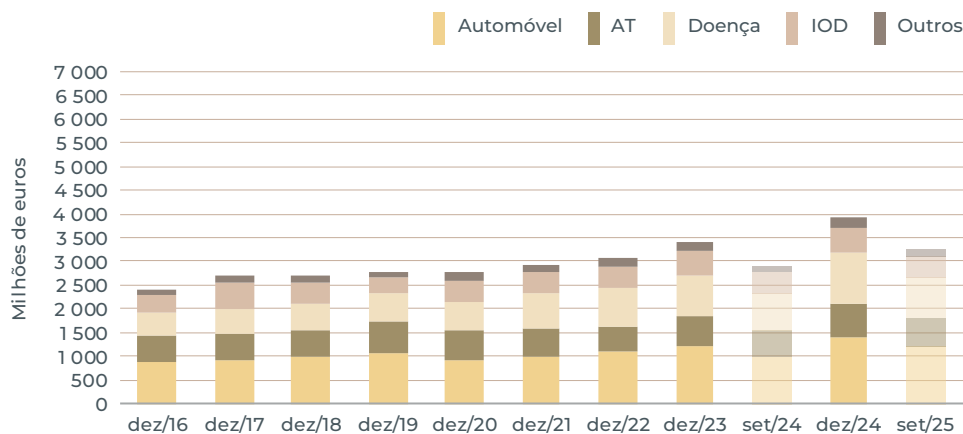
A produção global dos ramos Não Vida das empresas de seguros sob supervisão prudencial da ASF, em setembro de 2025, continuou a registar uma tendência de crescimento em termos homólogos, atingindo cerca de 13%, sendo a referida tendência comum a todas as principais linhas de negócio. O seguro Automóvel destaca-se com um aumento de 16,7% no referido período, destronando o ramo Doença da primeira posição na evolução da produção dos ramos Não Vida em 2024, com crescimentos de 16,8% e 10,7%, respetivamente.

FIGURA 222
EVOLUÇÃO DA PRODUÇÃO DE NÃO VIDA



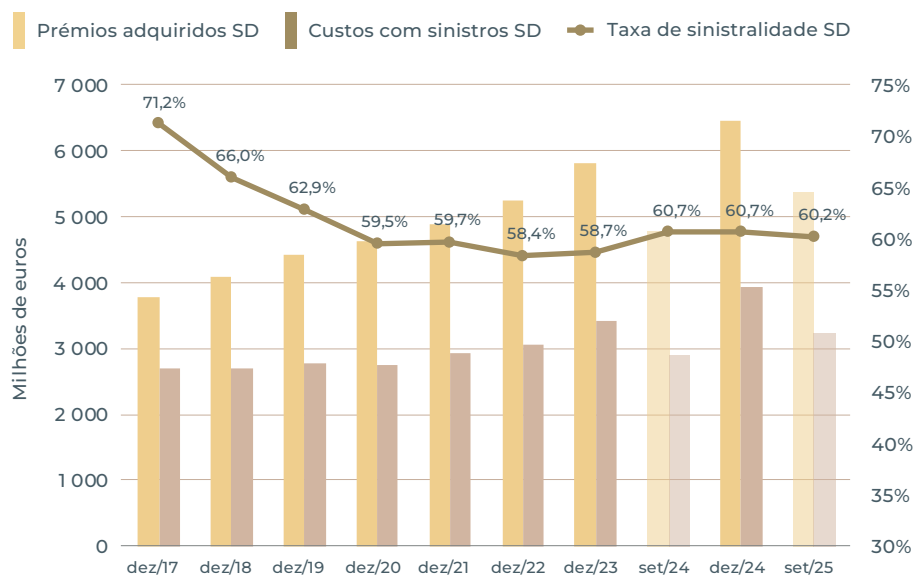
Ao nível dos custos com sinistros, em setembro de 2025, a evolução homóloga, de 12,1%, foi ligeiramente ultrapassada pelo crescimento dos prémios adquiridos, de 12,9%. Este diferencial positivo de crescimento entre os custos com sinistros e a produção verificou-se em todos os principais ramos Não Vida, com exceção de Automóvel. Note-se que, no ano 2024, verificou-se um cenário bastante diferente, com o valor dos custos com sinistros a crescer a uma taxa superior à da produção na maioria dos principais ramos analisados, com exceção de Incêndio e Outros Danos.

FIGURA 2.23
CUSTOS COM SINISTROS NÃO VIDA



As referidas evoluções resultaram numa taxa de sinistralidade global dos ramos Não Vida de 60,2% em setembro de 2025, o que representa uma ligeira melhoria deste indicador em termos homólogos (0,4 pontos percentuais), enquanto em 2024, se observou uma deterioração homóloga deste indicador em 2 pontos percentuais.

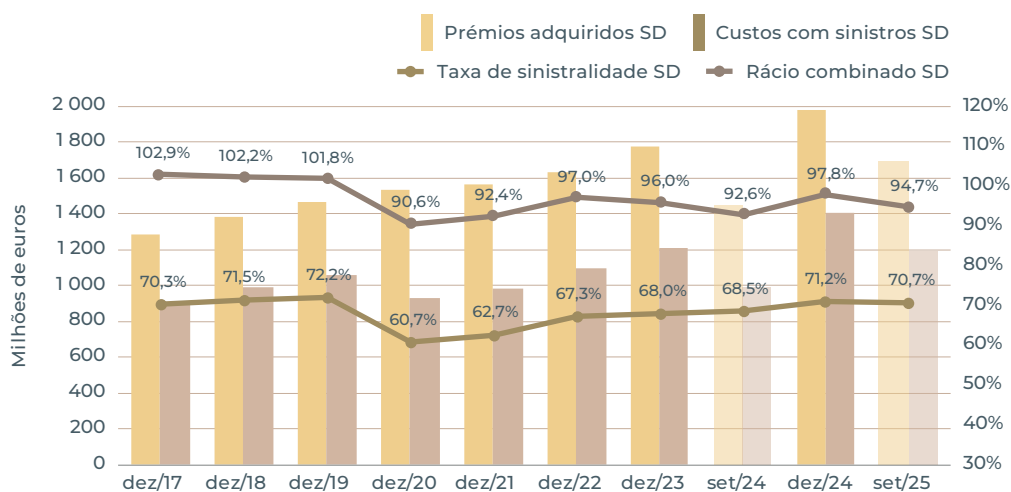
FIGURA 2.24
TAXA DE SINISTRALIDADE DE NÃO VIDA – SEGURO DIRETO



2.2.4.2. Evolução da exploração do seguro Automóvel

Em setembro de 2025, a taxa de sinistralidade do seguro Automóvel apresentou um ligeiro agravamento, em termos homólogos, fixando-se em 70,7%, (com incremento de 2,2 pontos percentuais), aproximando-se dos níveis observados no período pré pandemia Covid-19.

FIGURA 2.25
INDICADORES OPERACIONAIS DO SEGURO AUTOMÓVEL – SEGURO DIRETO

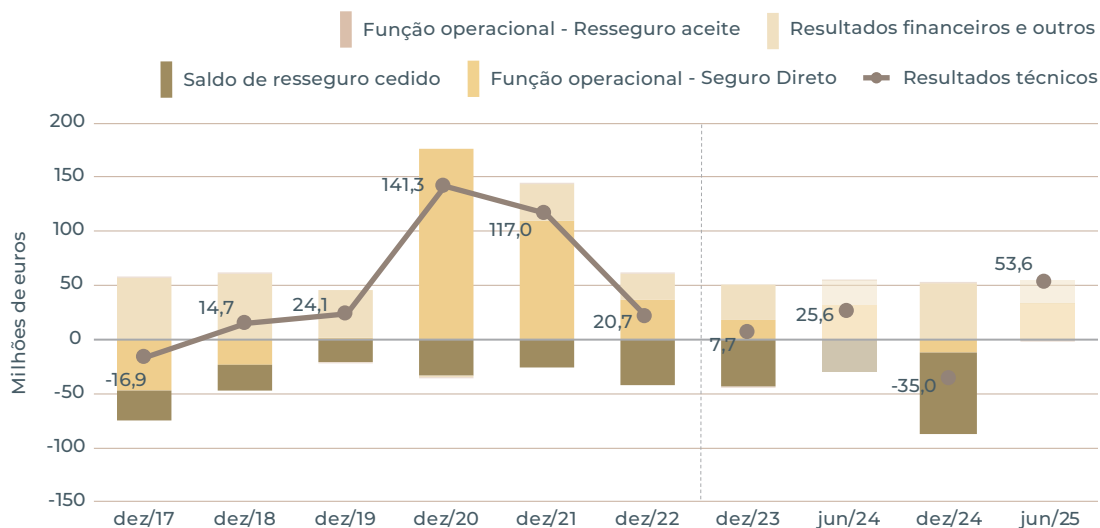


Nota: Os indicadores apresentados resultam dos reportes regulares de Solvência II.

Relativamente aos resultados técnicos globais do seguro Automóvel, em junho de 2025 observou-se uma melhoria face ao período homólogo de cerca de 28 milhões de euros, refletindo a melhoria do saldo de resseguro cedido.

FIGURA 2.26

RESULTADOS TÉCNICOS GLOBAIS DO SEGURO AUTOMÓVEL

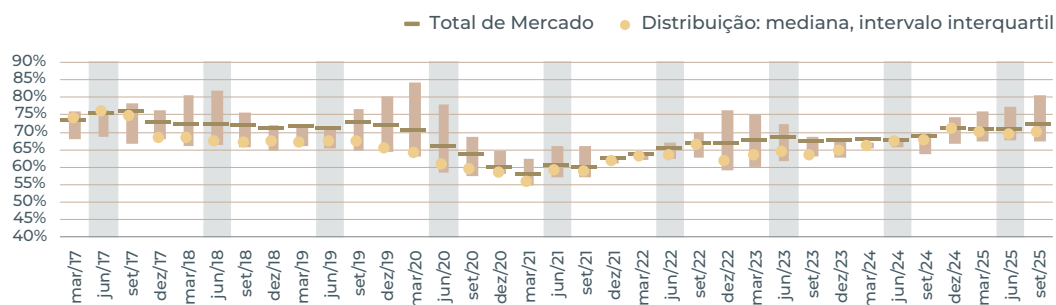


Nota: Os indicadores apresentados resultam do reporte estatutário. Até 2022 o Resultado Técnico é apresentado em função do valor dos prémios adquiridos, sendo os valores de 2023 e posteriores, expressos em função dos resultados.

Em termos da distribuição trimestral da taxa de sinistralidade, é visível um aumento do nível de dispersão do mercado ao longo do último ano, com a maioria dos operadores a apresentarem níveis de sinistralidade ligeiramente mais baixos do que o valor global de mercado.

FIGURA 2.27

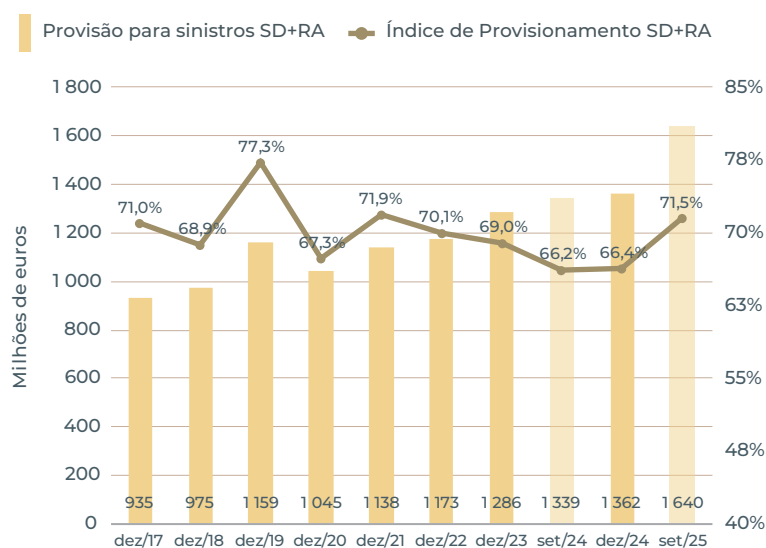
DISTRIBUIÇÃO DA TAXA DE SINISTRALIDADE DE SEGURO DIRETO DO RAMO AUTOMÓVEL¹⁸ – EVOLUÇÃO TRIMESTRAL



¹⁸ A distribuição da taxa de sinistralidade é ponderada pela quota de mercado das empresas a operar no respetivo segmento, considerando-se, para efeitos do cálculo da taxa de sinistralidade, os valores atualizados da produção e dos custos com sinistros (metodologia de cálculo utilizada no Painel de Riscos do Setor Segurador da ASF). A taxa de sinistralidade considerada neste gráfico não inclui os custos de gestão imputados aos sinistros, não sendo, por conseguinte, diretamente comparável com a taxa de sinistralidade apresentada na Figura 2.25.

O aumento da produção foi ultrapassado pelo incremento da melhor estimativa da provisão para sinistros, resultando assim num acréscimo do índice de provisionamento, em setembro de 2025, para os sinistros ocorridos deste segmento, face ao período homólogo.

FIGURA 2.28
ÍNDICE DE PROVISIONAMENTO DO SEGURO AUTOMÓVEL



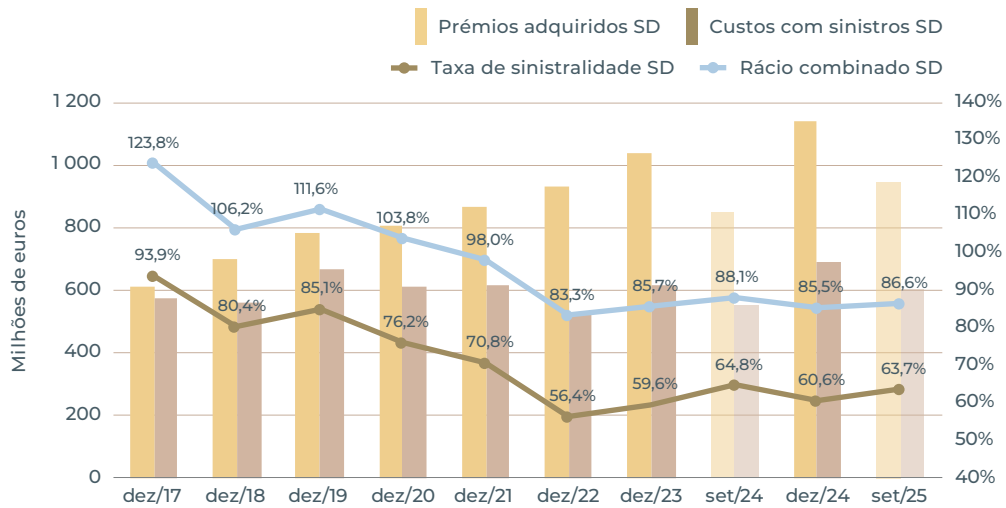
2.2.4.3. Evolução da exploração da modalidade Acidentes de Trabalho

Na modalidade de Acidentes de Trabalho, em setembro de 2025 assistiu-se a uma melhoria da taxa de sinistralidade em termos homólogos (de -1,1 pontos percentuais).

Esta evolução positiva deveu-se a um aumento da produção em maior magnitude do que o acréscimo dos custos com sinistros. O rácio combinado acompanhou a evolução descrita em termos homólogos, apresentando uma diminuição de 1,5 pontos percentuais em setembro de 2025.

FIGURA 2.29

INDICADORES OPERACIONAIS DA MODALIDADE ACIDENTES DE TRABALHO - SEGURO DIRETO

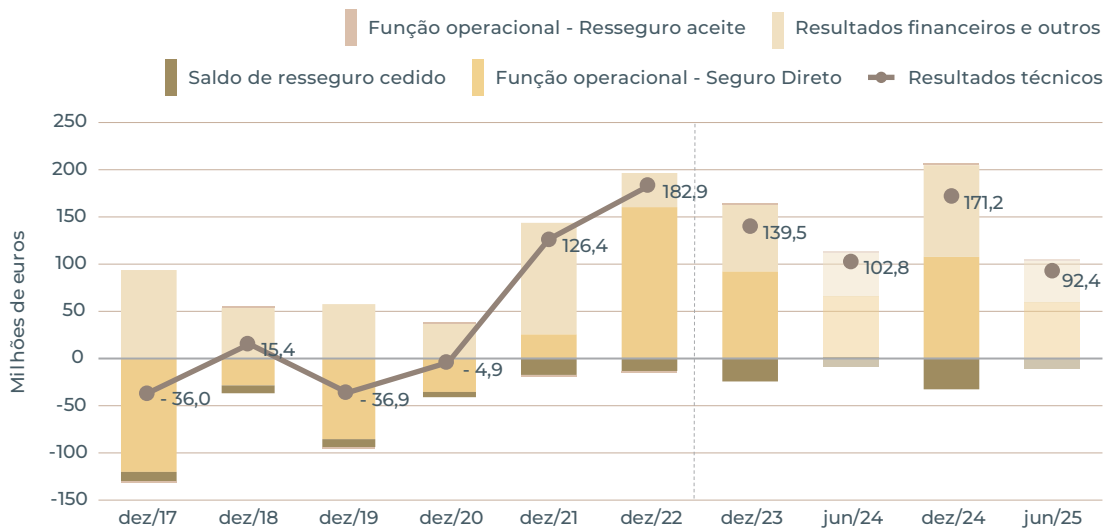


Nota: Os indicadores apresentados resultam dos reportes regulares de Solvência II.

Os resultados técnicos, a junho de 2025, registaram, um ligeiro decréscimo (cerca de 10 milhões de euros), revelando uma deterioração em todas as suas componentes. Neste âmbito, a função operacional de seguro direto merece destaque, apresentando um aumento superior a 7 milhões de euros.

FIGURA 2.30

RESULTADOS TÉCNICOS GLOBAIS DA MODALIDADE ACIDENTES DE TRABALHO

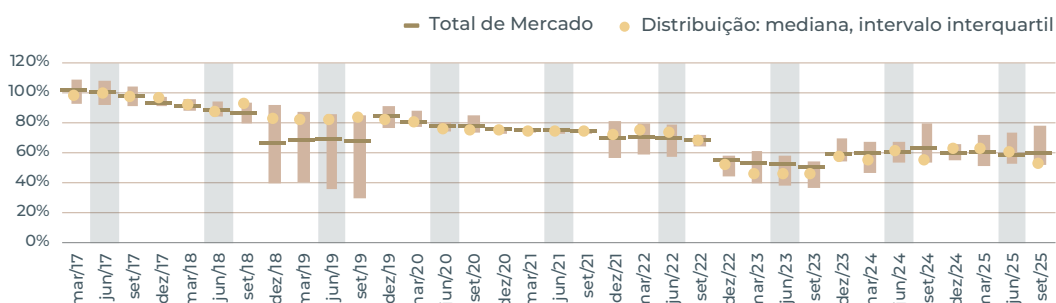


Nota: Os indicadores apresentados resultam do reporte estatutário. Até 2022 o Resultado Técnico é apresentado em função do valor dos prêmios adquiridos, sendo os valores de 2023 e posteriores, expressos em função dos réditos.

Ao nível da distribuição trimestral da taxa de sinistralidade, é visível que o nível de dispersão aumentou em setembro de 2025, embora de forma mais evidente entre o percentil 50 e o percentil 75.

FIGURA 2.31

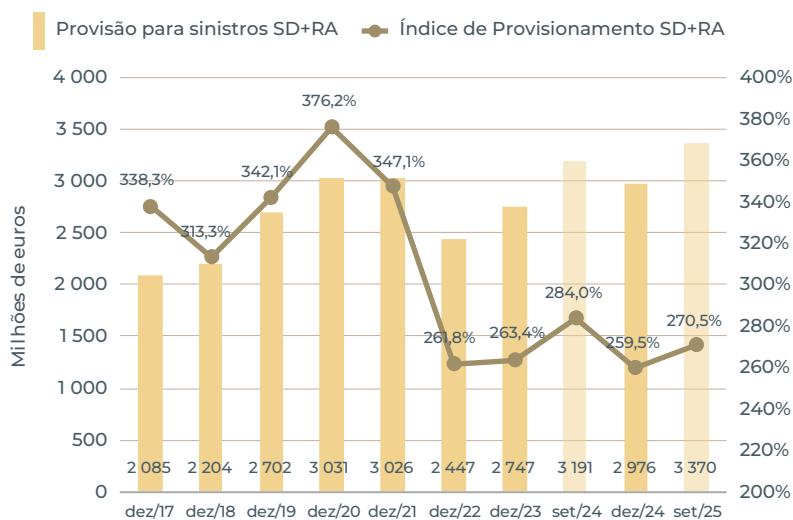
DISTRIBUIÇÃO DA TAXA DE SINISTRALIDADE DE SEGURO DIRETO DA MODALIDADE ACIDENTES DE TRABALHO¹⁹ – EVOLUÇÃO TRIMESTRAL



O índice de provisionamento apresentou ligeiras descidas, em termos homólogos, tanto em dezembro de 2024, como em setembro de 2025, com o aumento da produção a ultrapassar o montante da melhor estimativa da provisão para sinistros.

FIGURA 2.32

ÍNDICE DE PROVISIONAMENTO DA MODALIDADE ACIDENTES DE TRABALHO

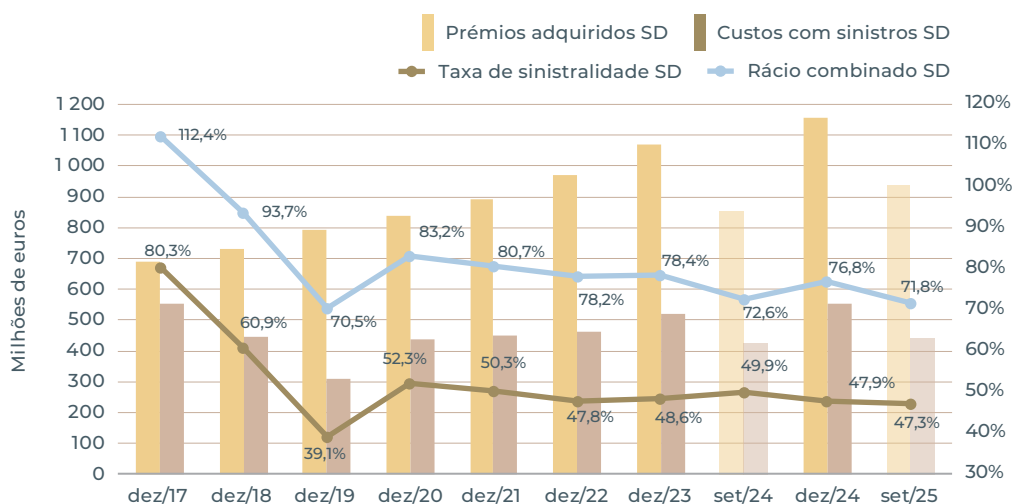


¹⁹ A distribuição da taxa de sinistralidade é ponderada pela quota de mercado das empresas a operar no respetivo segmento, considerando-se, no seu cálculo, os valores anualizados da produção e dos custos com sinistros e a metodologia utilizada no Painel de Riscos do Setor Segurador da ASF. A taxa de sinistralidade considerada neste gráfico não inclui os custos de gestão imputados aos sinistros, não sendo por conseguinte, diretamente comparável com a taxa de sinistralidade apresentada na Figura 2.29.

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

Em junho de 2025, o grupo de ramos Incêndio e Outros Danos apresentou uma ligeira melhoria do rácio combinado (0,8 p.p.), em termos homólogos, refletindo essencialmente a redução da taxa de sinistralidade, que diminuiu 2,6 pontos percentuais no mesmo período.

FIGURA 2.33
INDICADORES OPERACIONAIS DO GRUPO DE RAMOS DE INCÊNDIO E OUTROS DANOS – SEGURO DIRETO



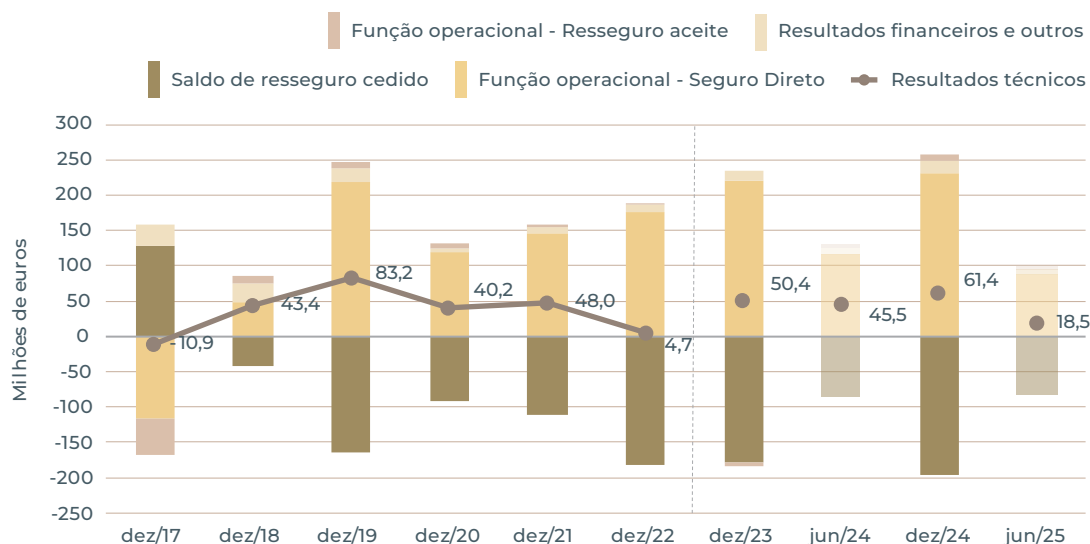
Nota: Os indicadores apresentados resultam dos reportes regulares de Solvência II.

Em sentido contrário, o resultado técnico global do grupo de ramos situou-se em 18,5 milhões de euros, o que representa uma diminuição de 59,4% em termos homólogos.

Esta evolução desfavorável dos resultados técnicos ficou sobretudo a dever-se à contração significativa do resultado da função operacional de seguro direto, que passou de 116,5 milhões de euros em junho de 2024 para 86,7 milhões de euros em junho de 2025.

FIGURA 2.34

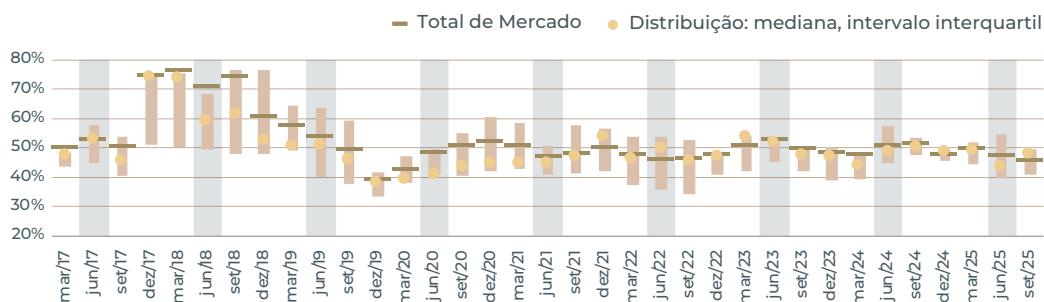
RESULTADOS TÉCNICOS GLOBAIS DO GRUPO DE RAMOS DE INCÊNDIO E OUTROS DANOS



Nota: Os indicadores apresentados resultam do reporte estatutário. Até 2022 o Resultado Técnico é apresentado em função do valor dos prémios adquiridos, sendo os valores de 2023 e posteriores, expressos em função dos réditos.

FIGURA 2.35

EVOLUÇÃO TRIMESTRAL DA TAXA DE SINISTRALIDADE DO GRUPO DE RAMOS DE INCÊNDIO E OUTROS DANOS²⁰

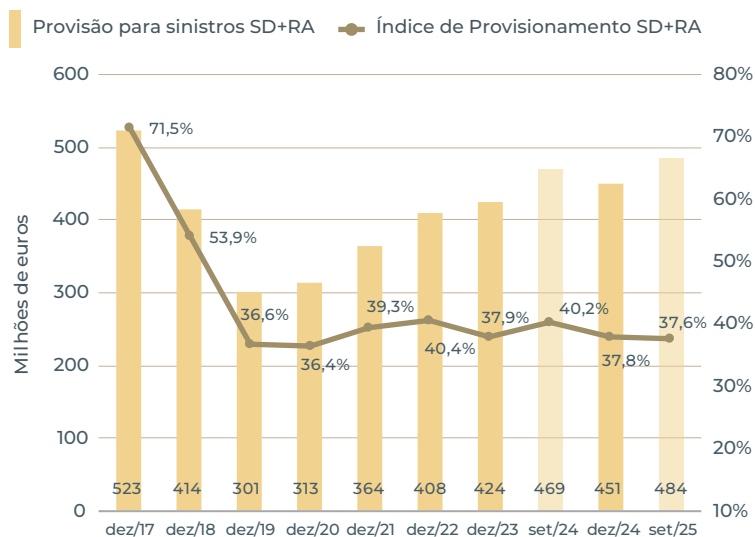


Em setembro de 2025, verificou-se uma evolução favorável do índice de provisionamento no grupo de ramos Incêndio e Outros Danos, traduzida numa diminuição homóloga de 2,5 pontos percentuais. Esta dinâmica resultou essencialmente do crescimento mais expressivo dos prémios brutos emitidos (+10,1%) face ao aumento mais moderado da melhor estimativa para provisão para sinistros (+3,2%).

²⁰ A distribuição da taxa de sinistralidade é ponderada pela quota de mercado das empresas a operar no respetivo segmento, considerando-se, no seu cálculo, os valores anualizados da produção e dos custos com sinistros e a metodologia utilizada no Painel de Riscos do Setor Segurador da ASF. A taxa de sinistralidade considerada neste gráfico não inclui os custos de gestão imputados aos sinistros, não sendo por conseguinte, diretamente comparável com a taxa de sinistralidade apresentada na Figura 2.33.

FIGURA 2.36

ÍNDICE DE PROVISIONAMENTO DO GRUPO DE RAMOS DE INCÊNDIO E OUTROS DANOS



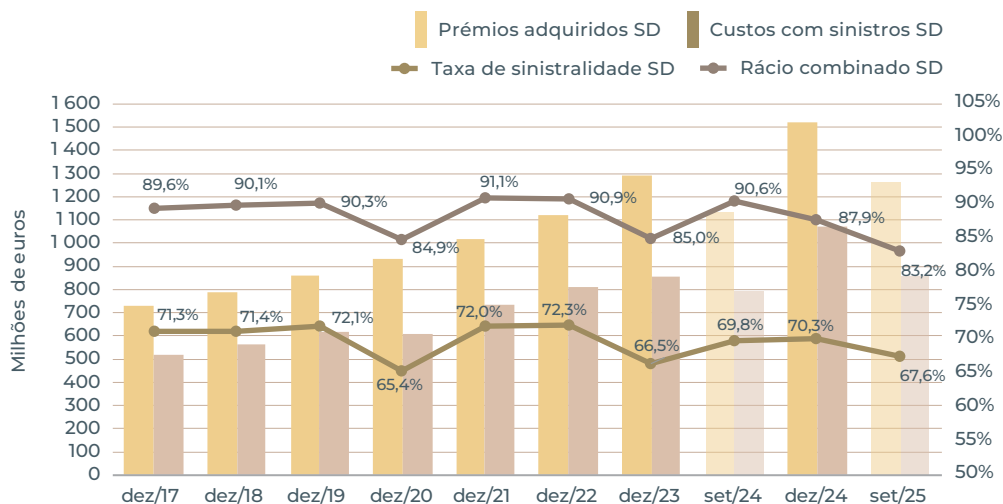
2.2.4.5. Evolução da exploração do ramo Doença

No ramo Doença, o volume de prémios adquiridos manteve a trajetória de franco crescimento, embora a um ritmo mais moderado face ao observado no ano anterior, registando um aumento homólogo de 11,5%, para um total de aproximadamente 1 265 milhões de euros. Esta evolução continua alinhada com a perceção de procura sustentada por soluções de cobertura complementar aos cuidados de saúde públicos, tendência que permanece estrutural neste segmento.

Em paralelo, observou-se uma melhoria significativa do rácio combinado, que diminuiu 7,4 p.p. em termos homólogos. Esta evolução resultou não apenas da redução da taxa de sinistralidade, em 2,2 p.p., mas, sobretudo, da diminuição dos custos de exploração, cuja contribuição para a melhoria do rácio combinado assumiu um papel determinante no desempenho técnico do ramo.

FIGURA 2.37

INDICADORES OPERACIONAIS DO RAMO DOENÇA – SEGURO DIRETO



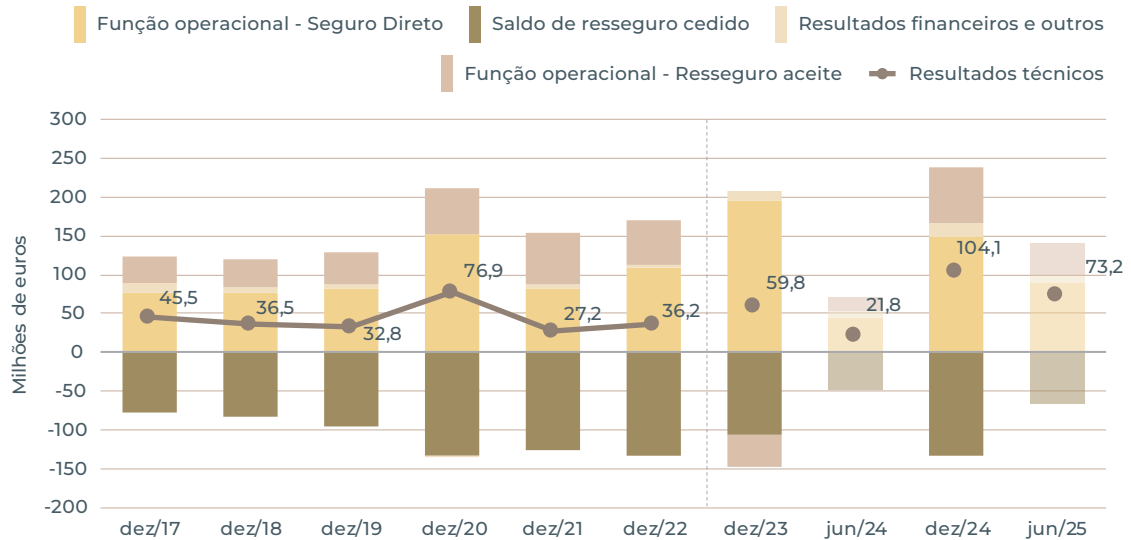
Nota: Os indicadores apresentados resultam dos reportes regulares de Solvência II.

Ao nível dos resultados técnicos globais, após o máximo histórico observado no final de 2024, com um valor de 104,1 milhões de euros – o mais elevado desde 2016 –, no primeiro semestre de 2025, os resultados técnicos ascenderam a 73,2 milhões de euros, alcançando um nível substancialmente superior ao registado no período homólogo anterior, com um aumento de 236%.

Neste segmento, importa destacar a relevância do resseguro aceite entre empresas de seguros, cuja expressão, assume um peso particularmente visível no conjunto das componentes do resultado técnico, conforme ilustrado no gráfico seguinte. Tal relevância justifica-se pelo facto de, no ramo Doença, vários operadores prosseguirem estratégias de centralização do negócio através de plataformas de gestão baseadas em resseguro.

FIGURA 2.38

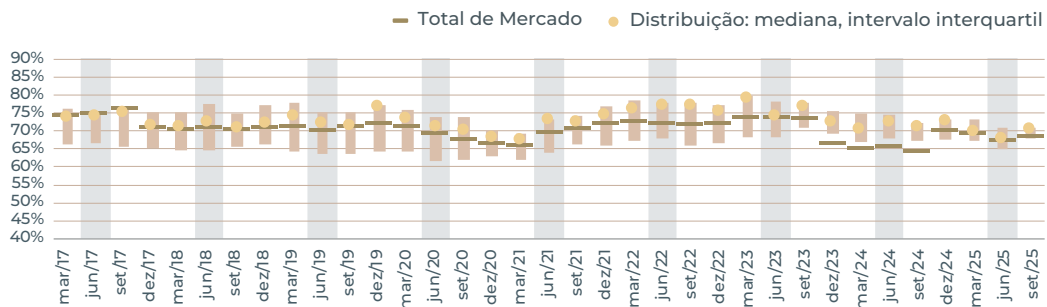
RESULTADOS TÉCNICOS GLOBAIS DE DOENÇA



Nota: Os indicadores apresentados resultam do reporte estatutário. Até 2022 o Resultado Técnico é apresentado em função do valor dos prémios adquiridos, sendo os valores de 2023 e posteriores, expressos em função dos réditos.

FIGURA 2.39

EVOLUÇÃO TRIMESTRAL DA TAXA DE SINISTRALIDADE DE DOENÇA²¹

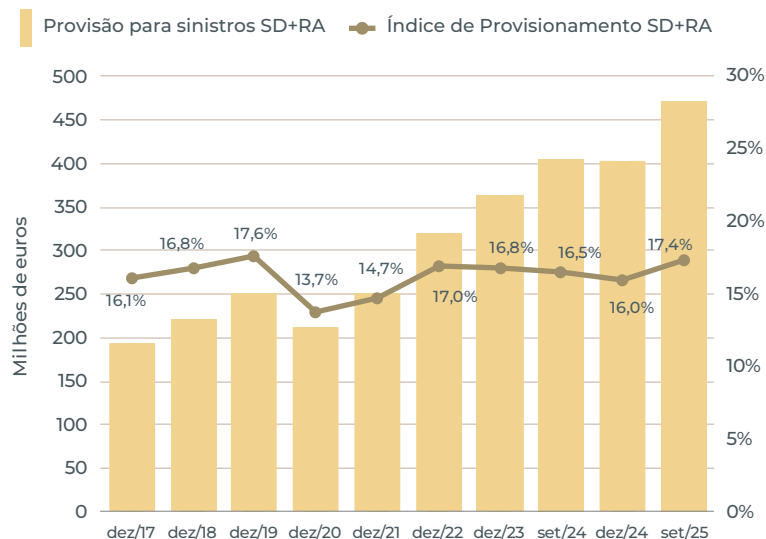


Em setembro de 2025, o índice de provisionamento do ramo Doença situou-se em 17,4%, traduzindo um aumento de 0,9 p.p. em termos homólogos. Esta evolução resulta de um crescimento expressivo da provisão para sinistros, que aumentou 16,6% face ao período homólogo, atingindo 471 milhões de euros, num contexto em que os prémios brutos emitidos registaram uma variação positiva relevante, mas de amplitude inferior (+10,5% em termos homólogos).

²¹ A distribuição da taxa de sinistralidade é ponderada pela quota de mercado das empresas a operar no respetivo segmento, considerando-se, no seu cálculo, os valores anualizados da produção e dos custos com sinistros e a metodologia de cálculo utilizada no Painel de Riscos do Setor Segurador da ASF. A taxa de sinistralidade considerada neste gráfico não inclui os custos de gestão imputados aos sinistros, não sendo por conseguinte, diretamente comparável com a taxa de sinistralidade apresentada na Figura 2.37.

FIGURA 2.40

ÍNDICE DE PROVISIONAMENTO DE DOENÇA



CAIXA 2

IMPACTOS DO CLUSTER DE TEMPESTADES QUE ATINGIU PORTUGAL CONTINENTAL ENTRE 23 DE JANEIRO E 13 DE FEVEREIRO DE 2026

Entre 23 de janeiro e 13 de fevereiro de 2026, o território nacional foi afetado por um *cluster*²² de tempestades particularmente severo, que atingiu níveis de destruição assinaláveis. Em particular, a tempestade *Kristin* merece destaque, com rajadas de vento que ultrapassaram os 200 km/h, provocando um efeito devastador em alguns concelhos da zona centro de Portugal.

Nos 68 concelhos mais afetados, para os quais foi declarada situação de calamidade²³, a informação disponível para os níveis de cobertura de inundação e tempestades, nos vários segmentos, permite evidenciar que:

- / 51% dos fogos habitacionais dispõe de cobertura de danos ao edificado (ligeiramente abaixo da média nacional de 54%);

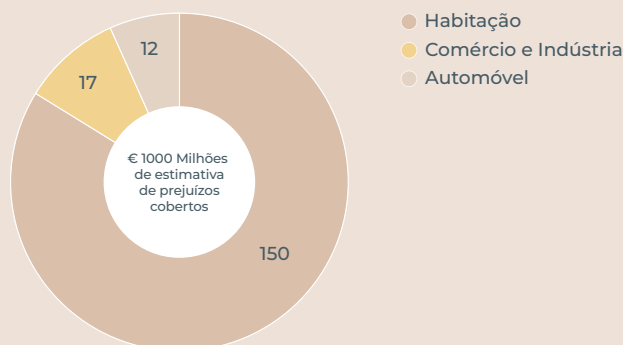
²² Conjunto de eventos sucessivos, em “comboio”, composto pelas depressões *Harry*, *Ingrid*, *Joseph*, *Kristin*, *Leonardo*, *Marta* e *Nils*.

²³ Ver <https://www.gov.pt/guias/estado-calamidade-concelhos-afetados>.

- / Apenas 35% dos fogos habitacionais, nas zonas afetadas, dispõe de cobertura de conteúdos;
- / Nos segmentos de comércio e serviços, os concelhos afetados representam 15% dos capitais seguros totais respetivos, no valor global de 21,5 mil milhões de euros (com 59% de peso relativo para cobertura de edifícios, 37% para conteúdos e 4% para outras coberturas);
- / No segmento de indústria, a representatividade dos capitais seguros, a nível nacional, é de 15%, num valor global de cerca de 17,2 mil milhões de euros (com os pesos relativos de 43%, 52% e 5%, respetivamente, para as coberturas de edifícios, conteúdos e outras).

Em 26 de março, de acordo com última atualização publicada²⁴ pela Associação Portuguesa de Seguradores (APS), foram abertas 180 mil participações de sinistros, com a seguinte distribuição por ramo e segmento:

FIGURA 2.41
NÚMERO DE SINISTROS, REPORTADOS ATÉ 26/03/2026



À referida data, de acordo com a mesma fonte, a perda segura paga e provisionada, deverá ascender aproximadamente a mil milhões de euros.

²⁴ Ver Informação da APS de 26 de março de 2026.

A perda em causa representará um impacto significativo para o setor segurador, ainda que uma parte seja ressarcida através dos acordos de resseguro. Estes acordos, estabelecidos com entidades resseguradoras destinam-se a reduzir a volatilidade dos resultados do negócio (carteira de responsabilidades) e a mitigar o impacto na solvência da ocorrência de eventos de severidade especialmente adversa, que afetem simultaneamente um número expressivo de apólices em carteira, como é o exemplo dos casos de sismo, inundações e tempestades.

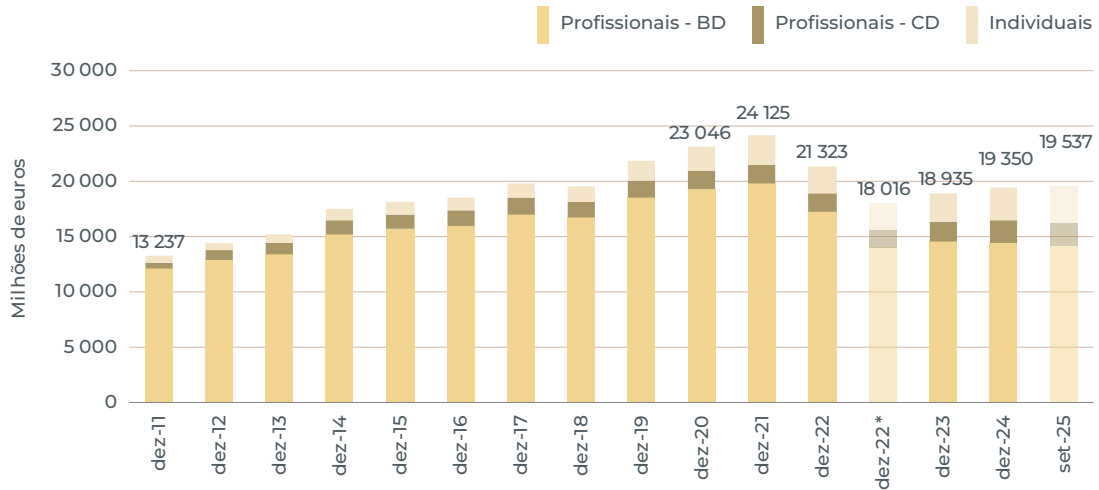
A extensão das perdas transferidas para o setor ressegurador dependerá da tipologia e dimensão das coberturas de resseguro contratadas pelas várias empresas de seguros, bem como da aplicação de cláusulas específicas de definição de evento para inundações e para tempestades, face à singularidade do evento, também designado como “comboio de tempestades”, que atingiu o território nacional.

2.3 Evolução do setor dos fundos de pensões

Até setembro de 2025, os montantes geridos cresceram 1% face ao final de 2024. Esta variação é explicada pelo aumento do valor dos ativos que financiam planos profissionais de contribuição definida (CD) e planos individuais, de 6,9% e 12,9%, respetivamente, o que compensou a quebra de 2,3% registada nos planos profissionais de benefício definido (BD).

FIGURA 2.42

EVOLUÇÃO DO MONTANTE DOS FUNDOS DE PENSÕES



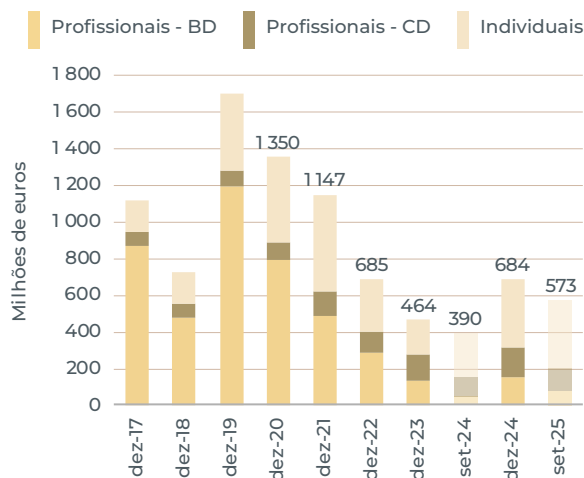
Nota (*): A coluna 'dez-22*' não inclui os montantes geridos do Fundo de Pensões do Pessoal da Caixa Geral de Depósitos, que foi liquidado no primeiro trimestre de 2023.

Após uma trajetória descendente entre 2019 e 2023, em 2024, as contribuições para os fundos de pensões inverteram esta tendência, apresentando um crescimento homólogo de 47,6%, revelando uma dinâmica de subida que se manteve até setembro de 2025 (+46,8%), e que foi transversal a todas as categorias.

Os planos individuais, destacaram-se, com uma subida homóloga de 60%, seguidos pelos planos profissionais BD (+42,4%) e pelos planos profissionais CD (+19,2%).

FIGURA 2.43

EVOLUÇÃO DO MONTANTE DAS CONTRIBUIÇÕES



Relativamente aos benefícios pagos, os fluxos globais permaneceram estáveis face ao período homólogo, registando um ligeiro incremento de 1,3%.

Até setembro de 2025, a rentabilidade média das carteiras dos fundos de pensões fixou-se em 2,3%. Embora este desempenho permaneça em terreno positivo, observa-se um abrandamento face aos dois anos anteriores.

No detalhe, cerca de 68% dos montantes geridos registaram ganhos de até 5%, enquanto quase 19% apresentaram rentabilidades negativas.

FIGURA 2.44
EVOLUÇÃO DOS BENEFÍCIOS PAGOS

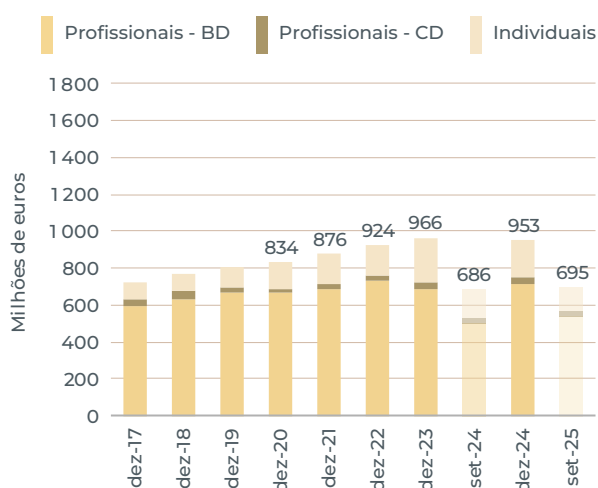
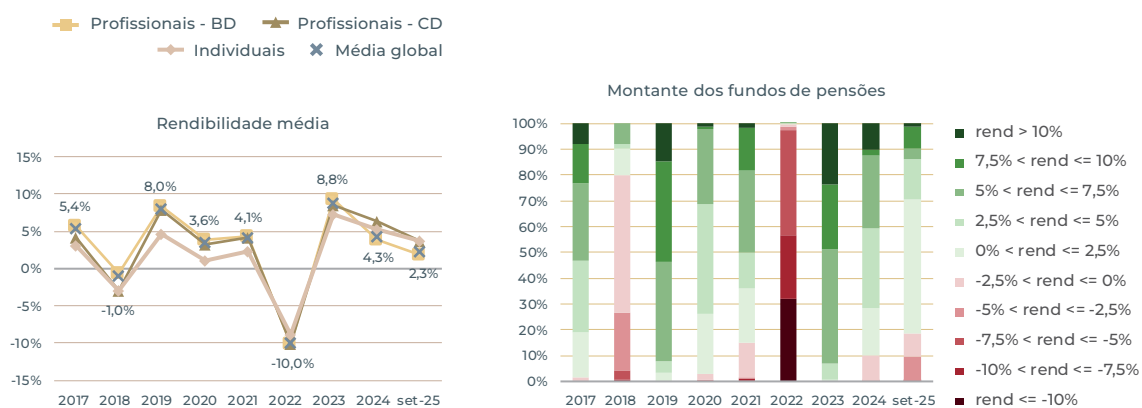


FIGURA 2.45
EVOLUÇÃO DA RENDIBILIDADE (YEAR-TO-DATE) DOS FUNDOS DE PENSÕES²⁵



²⁵ A rentabilidade média apresentada corresponde à média ponderada pelo valor dos fundos de pensões ou da respetiva quota-parte.

No universo dos planos BD, o nível médio de financiamento registou uma ligeira melhoria, para 107%, em junho de 2025. Este desempenho resultou de uma redução de 3,8% no valor das responsabilidades, que compensou a queda de 1,9% observada nos ativos sob gestão.

FIGURA 2.46

EVOLUÇÃO DO NÍVEL MÉDIO DE FINANCIAMENTO DOS PLANOS BD²⁶ E DAS RESPECTIVAS CONTRIBUIÇÕES

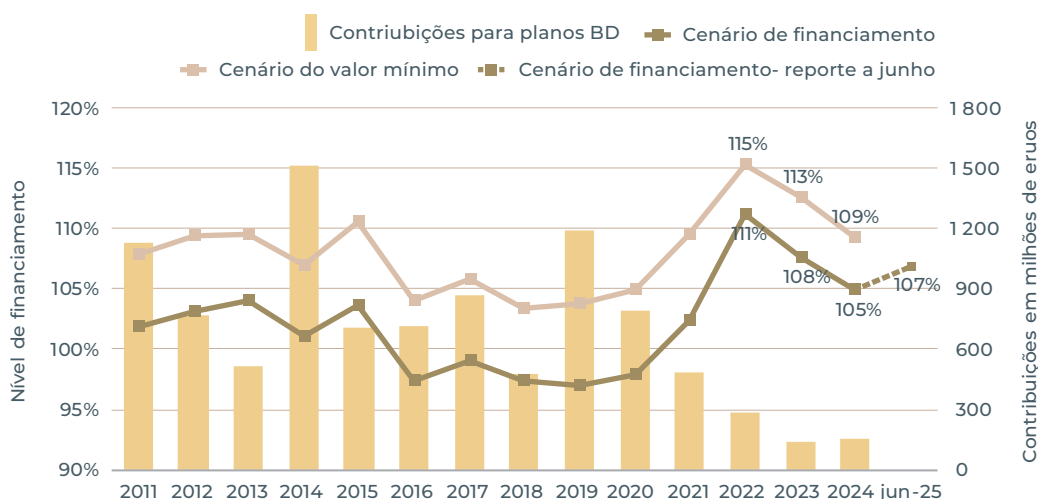
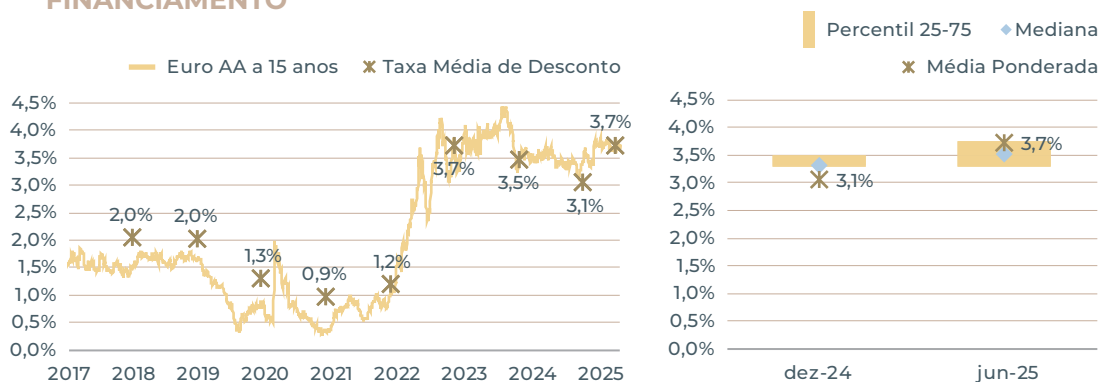


FIGURA 2.47

EVOLUÇÃO DAS TAXAS DE DESCONTO APLICADAS NO CENÁRIO DE FINANCIAMENTO



Fonte: Euro AA a 15 anos – Bloomberg.

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

²⁶ O nível de financiamento é, em primeiro lugar, calculado por plano / associado, através do quociente entre a respetiva quota-parte no património do fundo de pensões e a soma do valor atual das pensões em pagamento (para os beneficiários) e das responsabilidades com serviços passados (para os participantes), sendo os resultados agregados com base numa média ponderada pelo valor das responsabilidades. No caso dos planos sujeitos a exigências mínimas previstas em regulamentação específica, e que conduzam a responsabilidades superiores às resultantes da aplicação das regras estabelecidas na Norma Regulamentar n.º 8/2021-R, de 16 de novembro, foram consideradas essas exigências para efeitos de cálculo do nível de financiamento no cenário do valor mínimo.

3. Análise temática

– Resultados nacionais do exercício europeu de *Stress Test* das IORPs 2025

3.1. Enquadramento

A Autoridade Europeia dos Seguros e Pensões Complementares de Reforma (EIOPA) lançou, em abril de 2025, o quinto exercício europeu de *Stress Test* (ST) das instituições de realização de planos de pensões profissionais (IORPs). O ST, com data de referência de 31 de dezembro de 2024, teve como principal objetivo avaliar o risco de liquidez das IORPs.

Para o efeito, foi testado o impacto de dois cenários de variação das taxas de juro e de outras variáveis de mercado – cenários *yield curve up* (YCU) e *yield curve down* (YCD) – na posição de liquidez das IORPs, através da avaliação dos respetivos efeitos nas carteiras de investimento e nos *cash in* e *out-flows*, num horizonte temporal de 90 dias.

É de sublinhar que as análises realizadas não abrangeram a avaliação do impacto dos cenários adversos no conjunto das responsabilidades, pelo que a interpretação dos resultados deve ter em consideração as limitações inerentes à natureza restrita do exercício.

Importa salientar que, tal como em exercícios anteriores, este ST não tem uma natureza de “*pass or fail*” para as IORP participantes. O objetivo primordial consiste em aprofundar o conhecimento sobre os riscos e vulnerabilidades do setor no seu conjunto.

Quanto ao âmbito de participação, o *Stress Test* foi conduzido em 18 países do Espaço Económico Europeu²⁷, tendo sido avaliadas, no total, 156 IORPs.

²⁷ AT, BE, CY, DE, DK, ES, FI, FR, IE, IT, LI, LU, NL, NO, PT, SE, SI e SK.

Em Portugal, a amostra incluiu sete fundos de pensões , geridos por seis entidades gestoras. Em termos do valor de ativos sob gestão, a taxa de participação nacional fixou-se nos 60,6%, ligeiramente acima da taxa de cobertura mínima de 60%.

O relatório da EIOPA, com a análise dos resultados agregados ao nível europeu, foi publicado no dia 17 de dezembro de 2025²⁸.

Nesta análise temática, são apresentados os principais resultados para o conjunto de fundos de pensões portugueses, identificados no Anexo 1, que foram abrangidos por este exercício.

3.2. Caracterização dos cenários adversos

Neste ST foram testados dois cenários adversos, desenvolvidos pela EIOPA em conjunto com o Comité Europeu do Risco Sistémico (ESRB):

- / **Yield Curve Up (YCU):** caracterizado por uma deslocação ascendente (+100 pontos base) das taxas *swap*, aumento dos *spreads* das obrigações, queda do preço das ações e do imobiliário e desvalorização do Euro;
- / **Yield Curve Down (YCD):** distingue-se do cenário YCU essencialmente pela aplicação de um choque descendente (-100 pontos base) às taxas *swap*, sendo os restantes choques ligeiramente mais severos neste cenário.

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

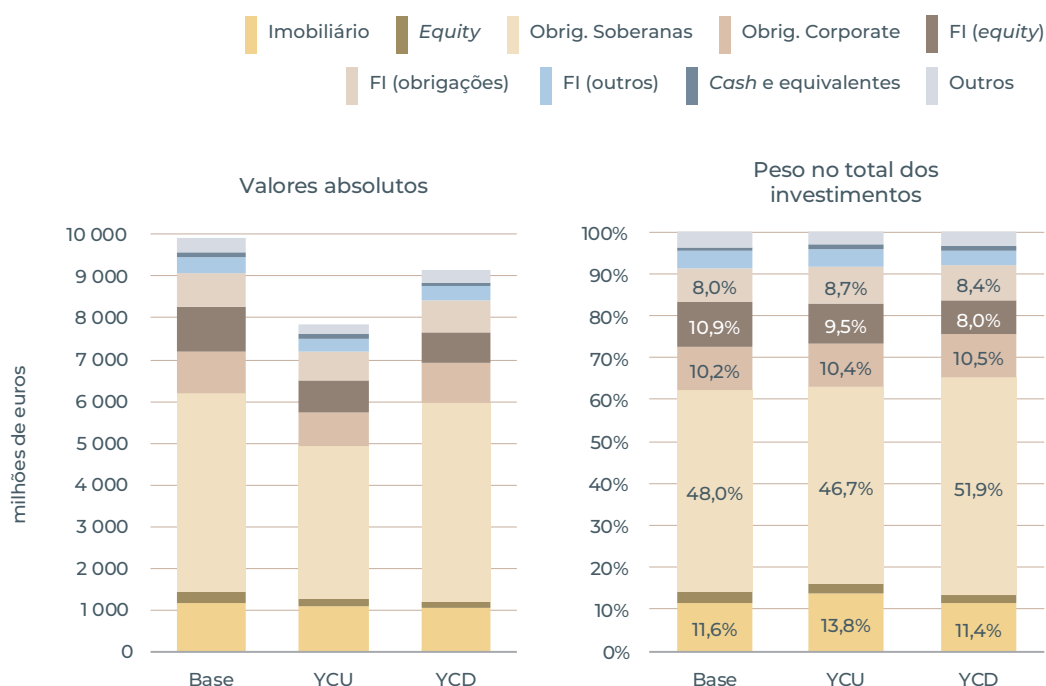
²⁸ https://www.eiopa.europa.eu/browse/financial-stability/occupational-pensions-stress-test/occupational-pensions-stress-test-2025_en

3.3. Principais resultados

3.3.1. Impacto sobre as carteiras de investimento

A aplicação dos cenários YCU e YCD conduziu, respetivamente, a reduções de 20,9% e de 7,7% do valor total dos investimentos.

FIGURA 3.1
COMPOSIÇÃO DAS CARTEIRAS DE INVESTIMENTO



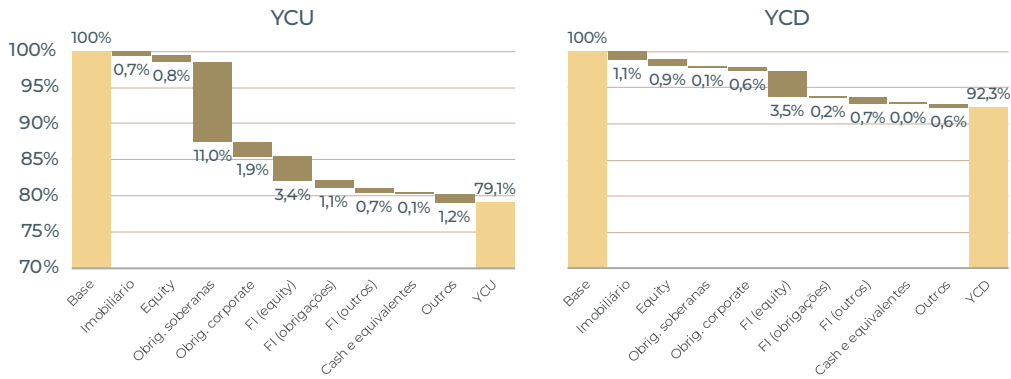
Na figura seguinte são identificadas as classes de ativos que mais contribuíram para a redução do valor total dos investimentos.

A principal diferença entre os resultados dos cenários YCU e YCD decorre da componente das obrigações soberanas, que representava quase metade do valor total dos investimentos no final de 2024.

Enquanto no cenário YCU é testada uma subida em cerca de 100 pontos base das taxas *swap*, acrescida de choques de aumento dos *spreads* em função do país do emitente e da duração – ambos movimentos com impacto negativo no preço das obrigações –, no cenário YCD, ao ser testada uma descida da mesma magnitude das taxas *swap*, existe um efeito de compensação parcial dos choques de aumento dos *spreads*, tornando, de um modo global, o impacto deste segundo cenário menos gravoso.

FIGURA 3.2

DECOMPOSIÇÃO DA VARIAÇÃO DO VALOR DAS CARTEIRAS DE INVESTIMENTO



3.3.2. Avaliação da liquidez das IORPs

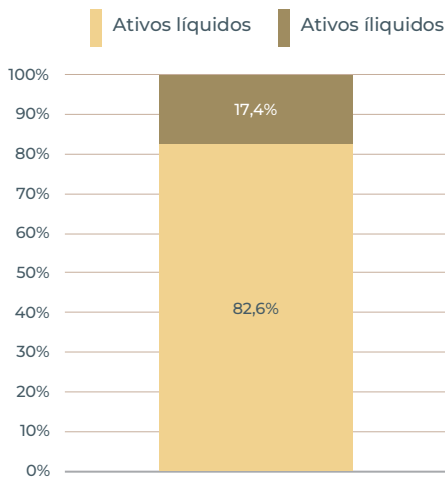
No que diz respeito à avaliação da liquidez das IORPs, as especificações técnicas estabeleciam a realização de duas análises:

- / **Stocks:** análise da liquidez das carteiras de investimento das IORPs no final de 2024 (com base na classificação dos ativos detidos em função do seu grau de liquidez) e avaliação do impacto dos cenários adversos nessas carteiras;
- / **Flows:** análise dos *cash in* e *out-flows* reais do primeiro trimestre de 2025 (*i.e.* incluindo contribuições, benefícios, transferências, compra e venda de ativos, etc.) e avaliação do impacto dos cenários adversos nesses fluxos.

Stocks

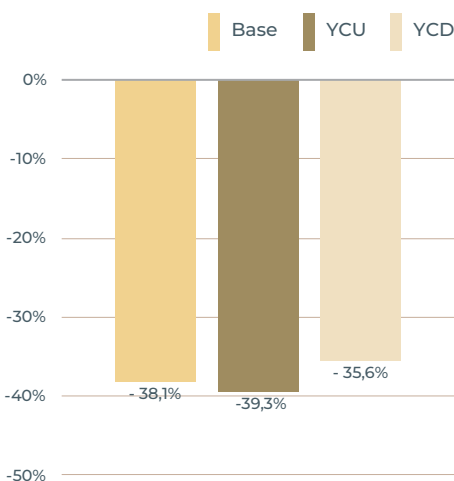
O reporte da alocação de carteiras por classes de ativos estabelecia a distinção entre ativos líquidos e ilíquidos, com base na sua tipologia e qualidade creditícia (Figura 3.3).

FIGURA 3.3
REPRESENTATIVIDADE DOS ATIVOS LÍQUIDOS E ILÍQUIDOS NO CENÁRIO BASE



Complementarmente, para a estimação da liquidez, as especificações técnicas previam – tanto no cenário base como nos adversos – a aplicação de *haircuts* pré-definidos. A título de exemplo, o ponderador fixou-se em 1 para a classe de caixa e equivalentes, dada a sua liquidez máxima, e em 0 para ativos ilíquidos, pressupondo uma perda total de valor em caso de alienação (Figura 3.4).

FIGURA 3.4
REDUÇÃO DO VALOR TOTAL DOS INVESTIMENTOS APÓS A APLICAÇÃO DE HAIRCUTS



Cash-flows

Para esta análise são considerados dois indicadores:

- / posição de liquidez (*cash-flow* líquido + caixa e equivalentes)
- / sustentabilidade (*cash-flow* líquido + caixa e equivalentes + outros ativos líquidos com *haircuts*)

FIGURA 3.5
INDICADORES DE POSIÇÃO DE LIQUIDEZ E DE SUSTENTABILIDADE

milhões de euros

	Base	YCU	YCD	YCU (com ações de gestão)	YCD (com ações de gestão)
Posição de liquidez	108,3	-122,2	-46,6	54,9	90,4
Sustentabilidade	6 138,3	4 540,9	5 747,1	4 717,9	5 884,1

No cenário base, em termos agregados, a diferença entre os *cash in* e *out-flows* reais ocorridos no primeiro trimestre de 2025 (doravante, *cash-flow* líquido) é positiva.

No cenário YCU, o *cash-flow* líquido tornar-se-ia negativo, devido à alteração dos fluxos de compra e venda de ativos e ao aumento das *margin calls* (Figura 3.6). Neste cenário, o valor detido em caixa e equivalentes não é suficiente para cobrir essa diferença, apurando-se um indicador de posição de liquidez de menos 122,2 milhões de euros (note-se que, em valor absoluto, tal representa pouco mais de 1% do total do património dos fundos de pensões incluídos da amostra).

A aplicação do cenário YCD também conduz a um *cash-flow* líquido negativo, mas de magnitude inferior ao do cenário YCU (Figura 3.7).

Para além da avaliação do impacto dos cenários adversos, as entidades gestoras tinham ainda a possibilidade de reportar os resultados pós-stress considerando o efeito mitigador de ações de gestão que poderiam ser tomadas em resposta aos choques aplicados.

Em cinco dos sete fundos da amostra foram consideradas ações de gestão, sobretudo na forma de venda de ativos para aumentar a liquidez dos fundos de pensões. A inclusão de tais ações permitiu melhorar o indicador de posição de liquidez, tanto no cenário YCU como no cenário YCD.

FIGURA 3.6

DECOMPOSIÇÃO DA EVOLUÇÃO DO INDICADOR DE POSIÇÃO DE LIQUIDEZ (YCU, MILHÕES DE EUROS)

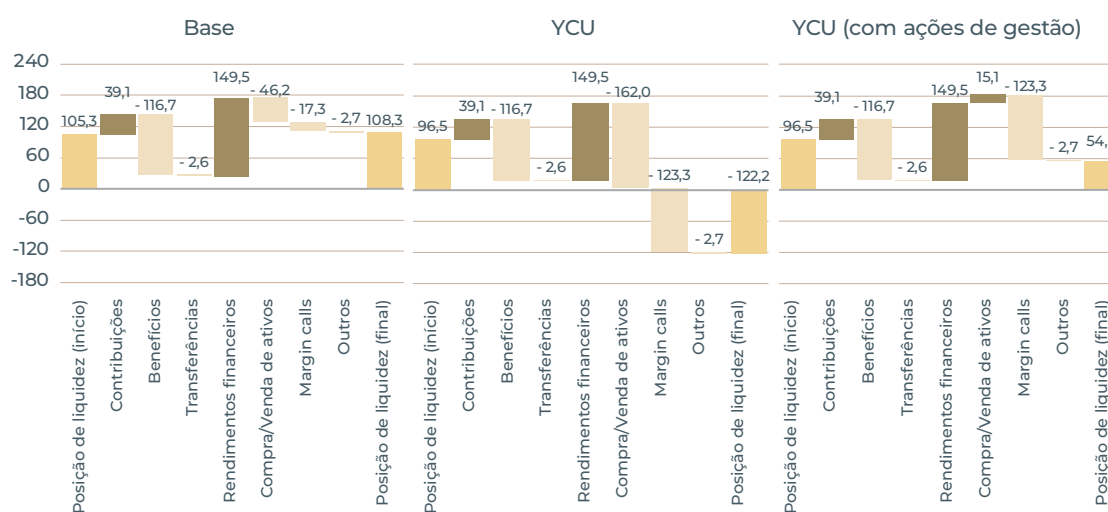
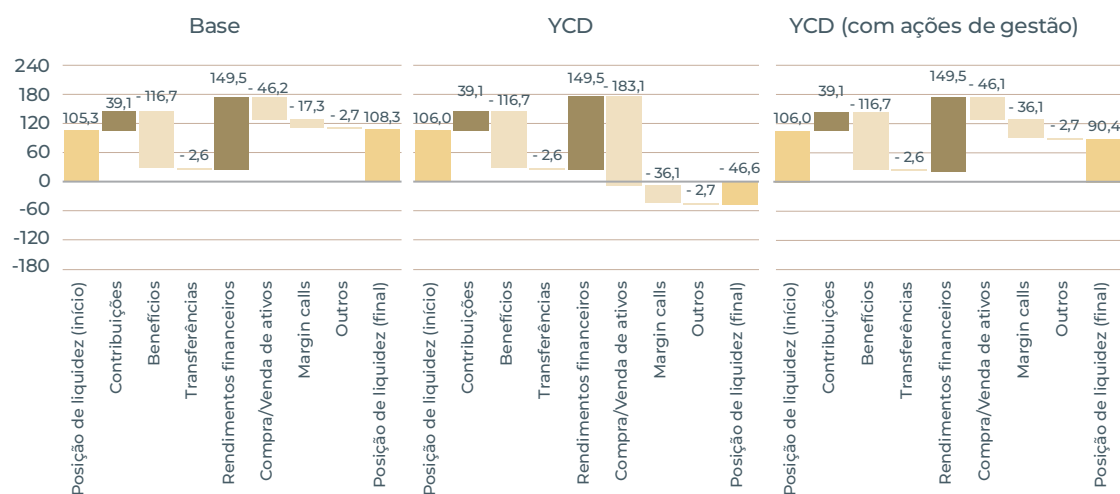


FIGURA 3.7

DECOMPOSIÇÃO DA EVOLUÇÃO DO INDICADOR DE POSIÇÃO DE LIQUIDEZ (YCD, MILHÕES DE EUROS)



3.3.3. Questionário qualitativo

Nas figuras seguintes apresenta-se a síntese das respostas das entidades gestoras ao questionário qualitativo sobre a gestão do risco de liquidez.

FIGURA 3.8
FREQUÊNCIA DE MONITORIZAÇÃO DO *BUFFER* DE LIQUIDEZ

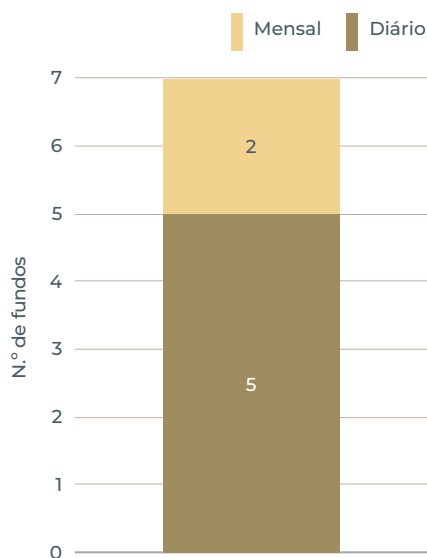
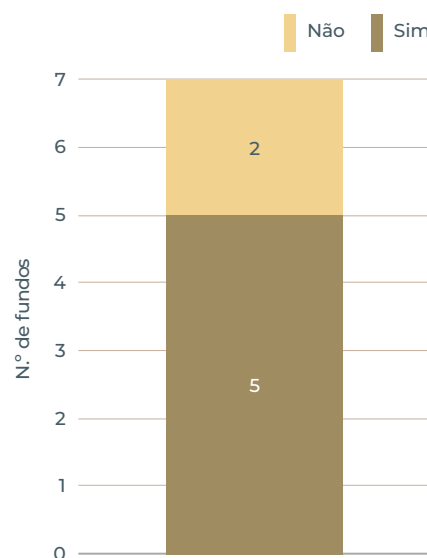


FIGURA 3.9
DEFINIÇÃO DE INDICADORES QUANTITATIVOS PARA A MONITORIZAÇÃO DA DIMENSÃO DO *BUFFER* DE LIQUIDEZ



Para todos os fundos, com exceção de um, foi reportado que a entidade gestora define limites para os indicadores de liquidez que, se ultrapassados, podem servir como alerta ou despoletar ações para restabelecer o *buffer* de liquidez. Apenas em relação a dois fundos foi indicado que os limites foram ultrapassados nos últimos 12 meses.

FIGURA 3.10

ELABORAÇÃO DE RELATÓRIOS DE GESTÃO PERIÓDICOS COM A COMPARAÇÃO DO RISCO DE LIQUIDEZ REAL E OS LIMITES DEFINIDOS

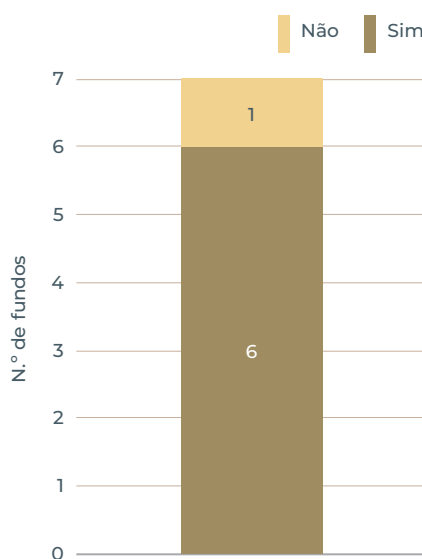


FIGURA 3.11

EM CASO AFIRMATIVO, FREQUÊNCIA DE DISCUSSÃO DESTES RELATÓRIOS NO ÓRGÃO DE ADMINISTRAÇÃO

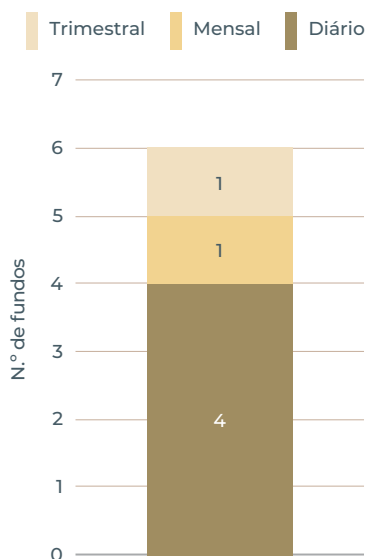


FIGURA 3.12

AVALIAÇÃO DAS NECESSIDADES DE LIQUIDEZ ATRAVÉS DE STRESS TESTS

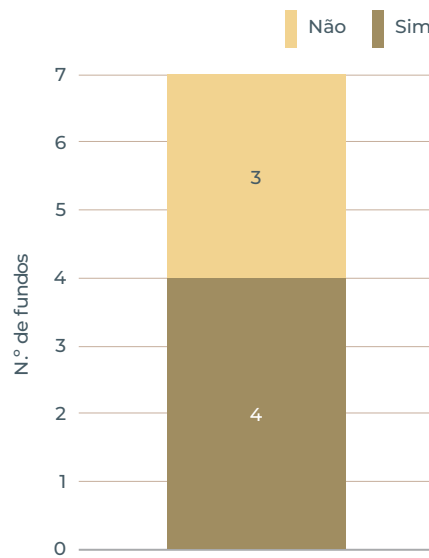


FIGURA 3.13

EXISTÊNCIA DE UM PLANO DE GESTÃO DE CRISES PARA LIDAR COM O RISCO DE LIQUIDEZ

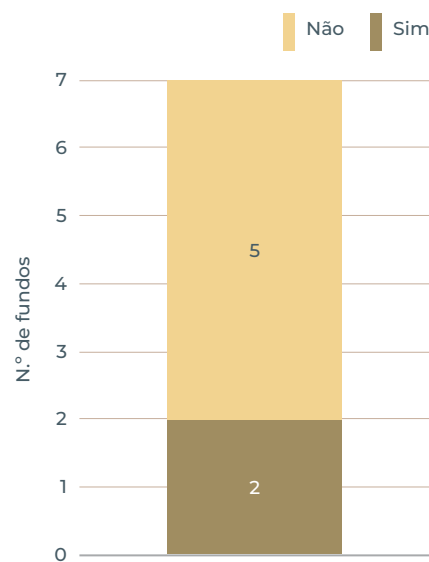


FIGURA 3.14

AVALIAÇÃO REGULAR DA GESTÃO DO RISCO DE LIQUIDEZ PELA FUNÇÃO DE GESTÃO DE RISCO E/OU PELA FUNÇÃO DE AUDITORIA INTERNA

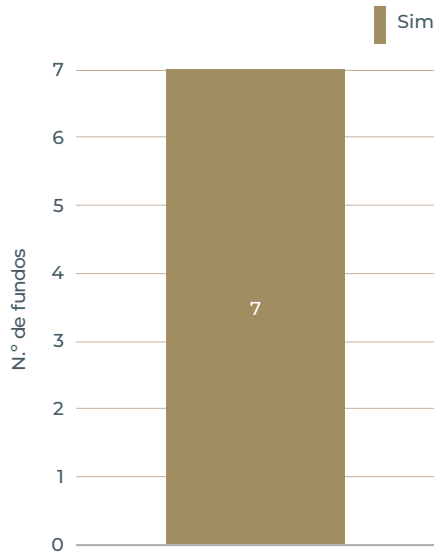


FIGURA 3.15

EM CASO AFIRMATIVO, FREQUÊNCIA DE REALIZAÇÃO DESTAS AVALIAÇÕES

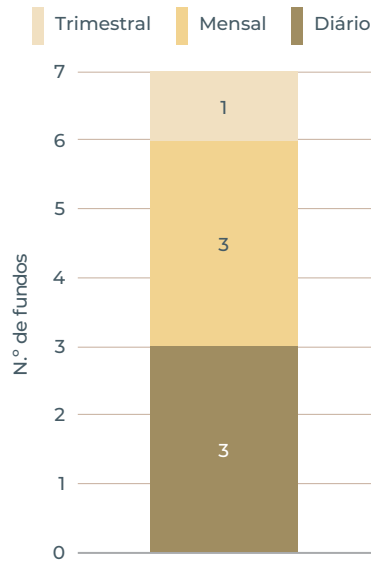


FIGURA 3.16

PERCEÇÃO DA MATERIALIDADE DO RISCO DE LIQUIDEZ

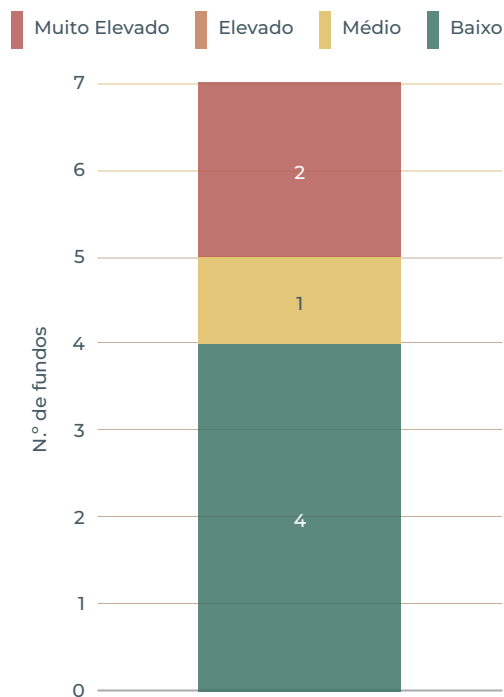


FIGURA 3.17

EXISTÊNCIA DE UMA POLÍTICA DE GESTÃO DO RISCO DE LIQUIDEZ

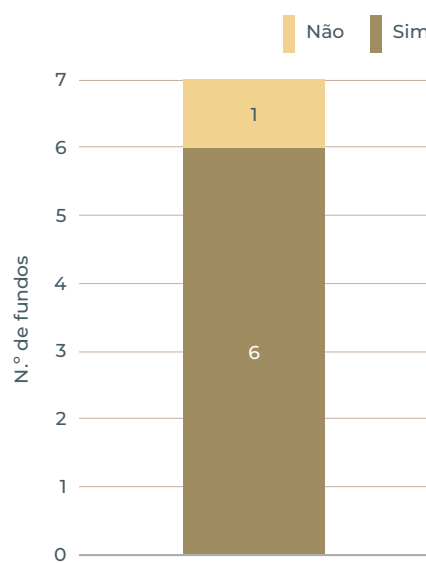
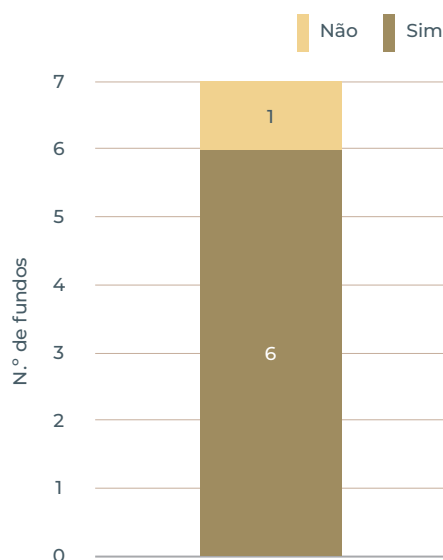


FIGURA 3.18

DEFINIÇÃO, POR ESCRITO, DA TOLERÂNCIA AO RISCO DE LIQUIDEZ



3.3.4. Conclusões

No seu relatório, a EIOPA conclui que, apesar de o setor europeu das IORPs apresentar uma posição de liquidez de base robusta, a ocorrência de um cenário adverso, sobretudo do tipo YCU, caracterizado pela subida das taxas de juro e depreciação do Euro, poderá suscitar alguns desafios de liquidez devido ao aumento das *margin calls*, cujo impacto é exacerbado pelos choques de mercado e pela aplicação de *haircuts* na alienação de ativos.

Não obstante, as IORPs demonstraram possuir a capacidade e os mecanismos necessários para gerar liquidez, principalmente através da adaptação das suas estratégias de investimento, em especial, a venda de ativos.

Relativamente à amostra nacional, as conclusões são similares. Constatou-se que, de um modo geral, os fundos de pensões nacionais dispõem de liquidez imediata ou de capacidade de geração de fundos suficiente para absorver os efeitos dos choques adversos. Contudo, a persistência de fatores de risco sublinha a importância de assegurar processos rigorosos e robustos de gestão do risco de liquidez.

Anexos

– Resultados nacionais do exercício europeu de *Stress Test* das IORPs 2025

Anexo 1

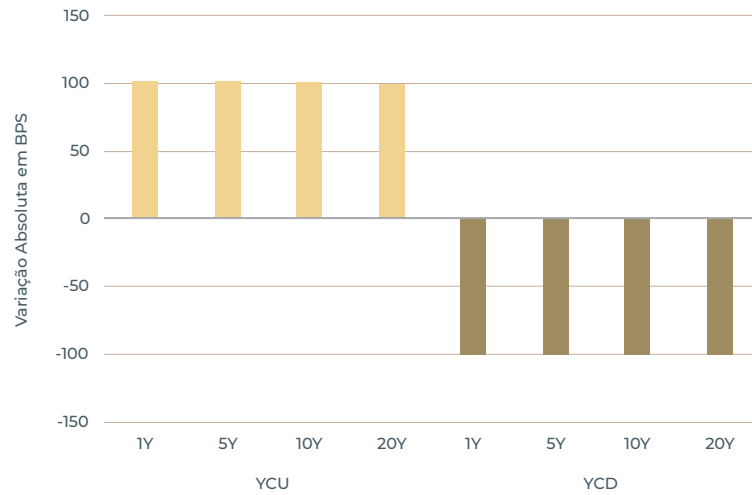
Denominação dos fundos de pensões participantes

- / Fundo de Pensões Banco BPI
- / Fundo de Pensões Banco Santander Totta
- / Fundo de Pensões do Banco de Portugal – Benefício Definido
- / Fundo de Pensões do Banco de Portugal – Contribuição Definida
- / Fundo de Pensões do Banco Popular Portugal
- / Fundo de Pensões do Grupo Banco Comercial Português
- / Fundo de Pensões do Novo Banco

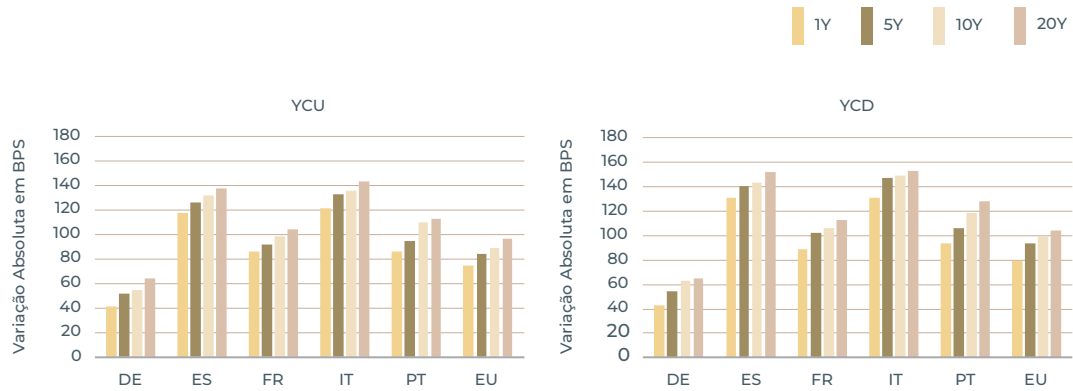
Anexo 2

Choques testados no ST

ANEXO 2.1 TAXAS SWAP (EUR)

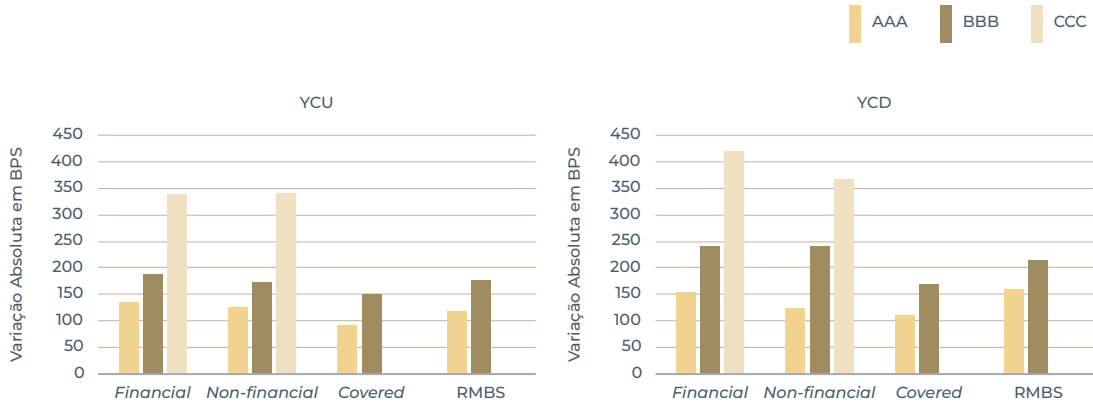


ANEXO 2.2 SPREADS DAS OBRIGAÇÕES SOBERANAS



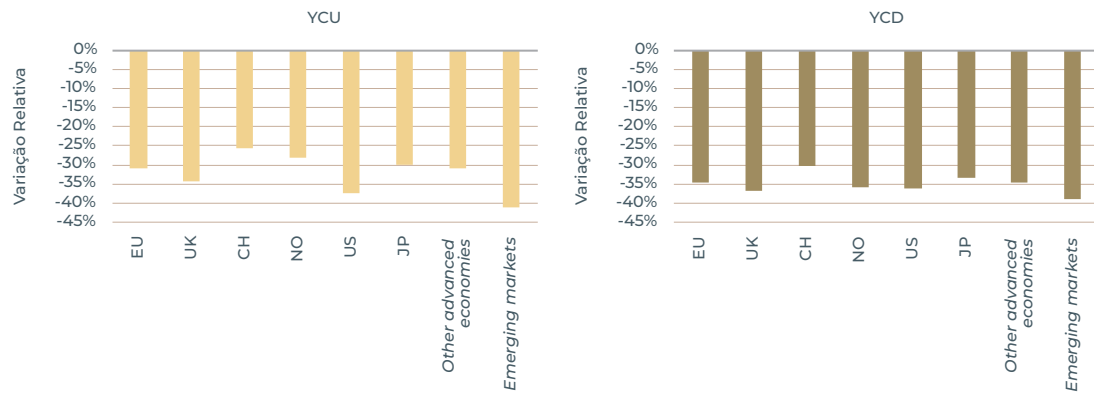
ANEXO 2.3

SPREADS DAS OBRIGAÇÕES CORPORATE E OUTROS (UE)



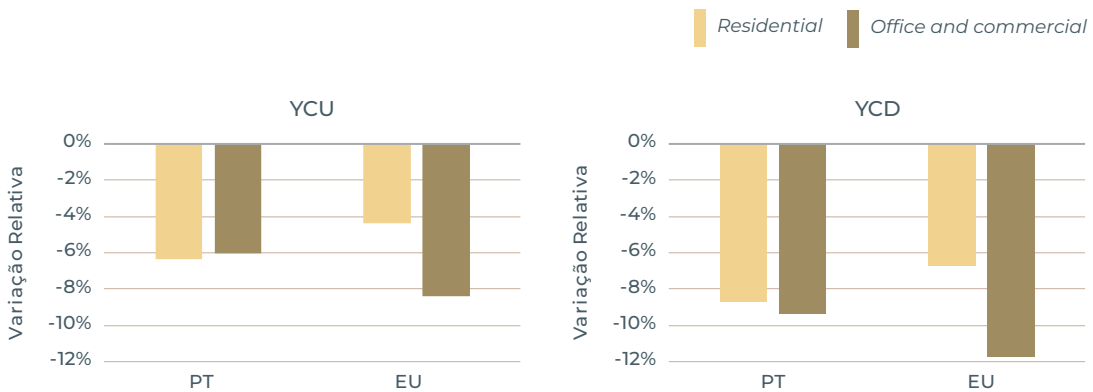
ANEXO 2.4

EQUITY

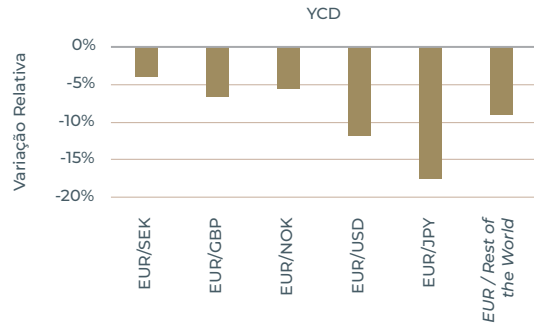
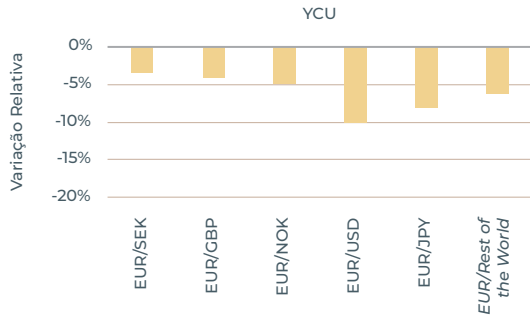


ANEXO 2.5

IMOBILIÁRIO



ANEXO 26
TAXAS DE CÂMBIO





ASF

AUTORIDADE DE SUPERVISÃO
DE SEGUROS E FUNDOS DE PENSÕES

www.asf.com.pt