

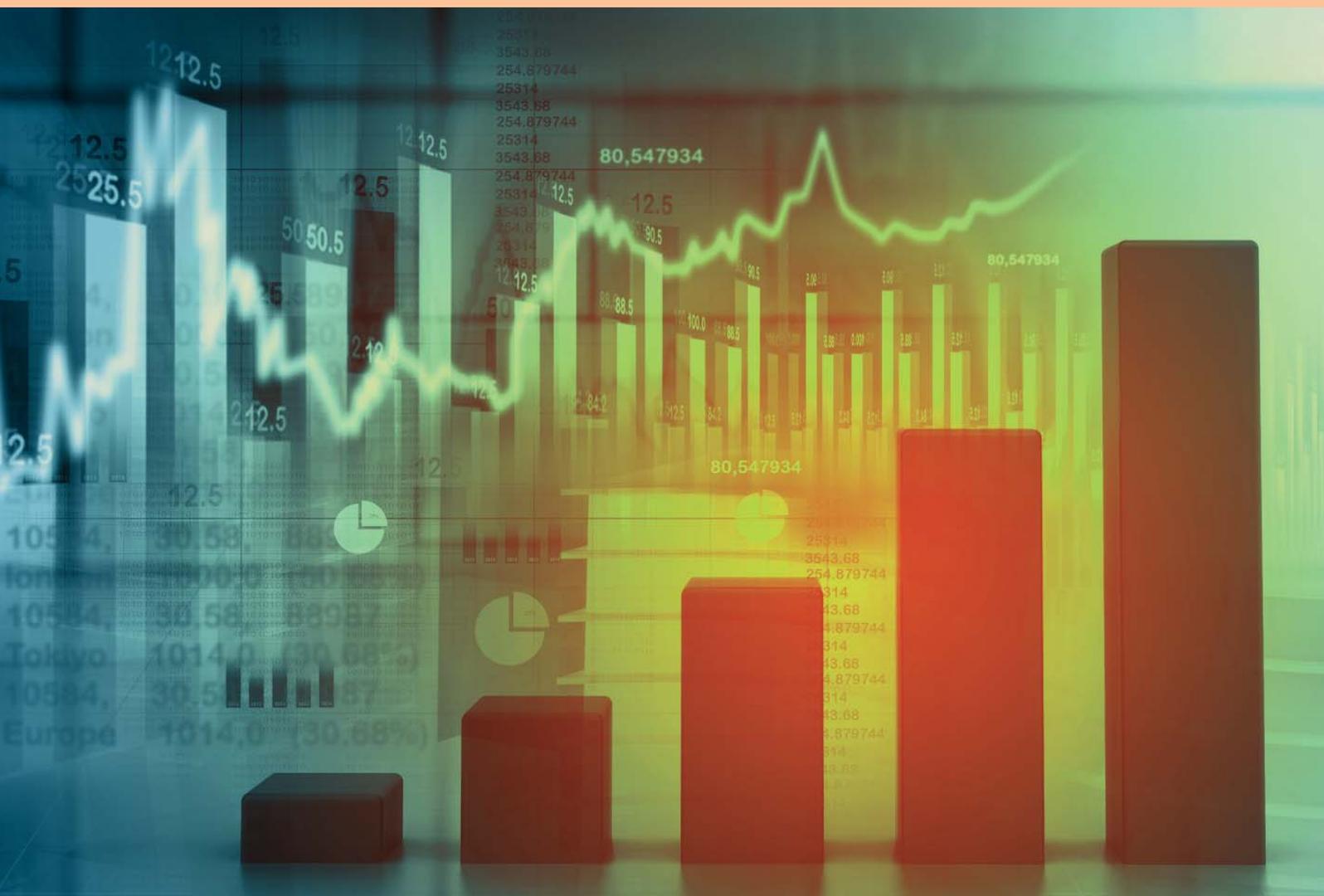
Análise de Riscos do Setor Segurador e dos Fundos de Pensões

2016



ASF
Autoridade de Supervisão
de Seguros e Fundos de Pensões

Fevereiro 2016



Análise de Riscos do Setor Segurador e dos Fundos de Pensões 2016

Autoridade de Supervisão de Seguros e Fundos de Pensões

Lisboa, fevereiro de 2016

Disponível em www.asf.com.pt



JOSÉ FIGUEIREDO ALMAÇA

Presidente da Autoridade de Supervisão
de Seguros e Fundos de Pensões

A presente edição do Relatório do Setor Segurador e de Fundos de Pensões, embora assente, em vários capítulos, na posição reportada ao final do primeiro semestre de 2015, não deixa de abordar a evolução mais recente da conjuntura macroeconómica nacional e internacional e dos riscos associados.

Nesta perspetiva, é evidente a permanência de grandes desafios em matéria de estabilidade do setor financeiro nacional, agravados pelos acontecimentos recentes ao nível do setor bancário, com natural impacto na evolução futura do negócio e dos riscos do setor segurador e de fundos de pensões. Ao nível do setor segurador, a entrada em vigor do regime Solvência II a 1 de janeiro de 2016 constitui um marco decisivo e vem promover um forte reforço da importância de uma cultura de gestão do negócio e de supervisão baseada nos riscos.

Ao longo dos últimos anos, os operadores têm vindo a preparar-se para a introdução deste regime, revendo e adaptando os seus modelos de negócio às novas exigências, nomeadamente, em termos de requisitos financeiros, de governação e de reporte e divulgação de informação. Esta preparação tem, contudo, sido efetuada num contexto de significativa incerteza e até de mudança nas estruturas acionistas de vários operadores, o que tem colocado pressão na capacidade de investimento e condicionado o âmbito de revisão das políticas.

Por um lado, o novo negócio continua a ser afetado pela manutenção de frágeis perspetivas de crescimento económico e pelos efeitos artificiais da política acomodatória que vem sendo implementada pelo BCE. Por outro lado, especialmente para as responsabilidades do ramo Vida sob gestão, a permanência do atual cenário de baixas taxas de juro, combinada com uma possível reversão dos preços dos ativos, pode agravar as dificuldades, a que já se assiste, de obtenção de rendibilidades financeiras suficientes para o cumprimento das garantias contratualizadas junto dos tomadores de seguros e beneficiários.

A incerteza quanto às políticas orçamentais a adotar pelo novo Governo e as vulnerabilidades que o setor bancário nacional ainda enfrenta, têm vindo a promover, muito recentemente, o aumento das *yields* e dos prémios de risco cobrados pelos investidores, em particular ao nível das instituições bancárias, com impacto direto no balanço das empresas de seguros e no património dos fundos de pensões.

Importa ainda salientar a importância da monitorização e da supervisão de possíveis situações de conflitos de interesse entre os operadores e os seus acionistas, atentos a eventuais pressões adicionais em matéria de distribuição de dividendos, nomeadamente para efeitos de financiamento e de liquidez do setor bancário, dadas as necessidades de reforço da capitalização e da solvabilidade dos bancos nacionais, na sequência do registo de imparidades históricas e da introdução de novas exigências de capital regulamentar nesse setor.

Neste âmbito, e tendo presente as recentes mudanças de controlo acionista de alguns dos principais operadores do mercado segurador, que extravasam a esfera nacional e até europeia, interessa igualmente acompanhar, de forma proporcionada, a solidez financeira dos novos acionistas, no sentido de compreender o alcance das estratégias prosseguidas, assim como de antecipar possíveis canais de contágio e de conflitos de interesses intragrupo.

Ainda ao nível da governação das empresas, reitera-se a necessidade de reforço das ações de reequilíbrio técnico do segmento de Acidentes de Trabalho, bem como de prossecução de práticas de subscrição e de tarifação adequadas à sustentabilidade do ramo Automóvel, aspetos que permanecem sob apertada monitorização da Autoridade de Supervisão de Seguros e de Fundos de Pensões (ASF).

Finalmente, ao nível do setor dos fundos de pensões profissionais, é de assinalar a conclusão do primeiro exercício europeu de *stress tests*, conduzido pela EIOPA, o qual constitui o primeiro passo para o desenvolvimento de uma visão global e harmonizada, a nível europeu, sobre os principais riscos e vulnerabilidades do setor e para a compreensão dos seus impactos em matéria de estabilidade financeira.

Índice

Nota do Presidente	3
Glossário	6
1 Sumário executivo	7
2 Riscos macroprudenciais	11
2.1 Ambiente macroeconómico.....	11
2.2 Ambiente de baixas taxas de juro.....	16
2.3 Risco de reversão abrupta das <i>yields</i>	22
3 Evolução do setor segurador	30
3.1 Rendibilidade e solvabilidade.....	30
3.2 Atividade Vida	32
3.3 Atividade Não-Vida	38
4 Evolução do setor dos fundos de pensões.....	47
5 Avaliação dos riscos do setor	51
5.1 Inquérito qualitativo sobre a avaliação dos riscos do setor segurador e dos fundos de pensões.....	51
6 Análises temáticas.....	61
6.1 Análise da exposição do setor segurador e dos fundos de pensões ao setor imobiliário	61
6.2 Análise do investimento em filiais, associadas e empreendimentos conjuntos por parte das empresas de seguros.....	72
6.3 Análise dos resultados nacionais no contexto do exercício europeu de <i>stress test</i> das IORPs	80

Glossário

ASF	Autoridade de Supervisão de Seguros e Fundos de Pensões
BCE	Banco Central Europeu
BdP	Banco de Portugal
CDS	<i>Credit Default Swap</i>
CQS	<i>Credit Quality Step</i>
EIOPA	European Insurance and Occupational Pensions Authority
EME	Economias de mercados emergentes
FII	Fundos de Investimento Imobiliário
FMI	Fundo Monetário Internacional
HBS	<i>Holistic Balance Sheet</i>
INE	Instituto Nacional de Estatística
IORP	Instituição de realização de planos de pensões profissionais
PDE	Procedimento dos Défices Excessivos
PIB	Produto Interno Bruto
PPR	Planos Poupança-Reforma
SCR	<i>Solvency Capital Requirement</i>
SPV	<i>Special Purpose Vehicle</i>
YTM	<i>Yield to Maturity</i>

1 Sumário executivo

Os principais riscos com que o setor segurador e dos fundos de pensões se tem deparado ao longo dos últimos anos conheceram um agravamento nos últimos meses.

À escala global, observou-se a revisão em baixa das perspetivas de crescimento económico, sobretudo nas economias emergentes, a que se associou uma forte queda nas praças financeiras asiáticas e nos preços das principais matérias-primas. Em paralelo, os EUA anunciaram o fim da sua política monetária acomodatória, iniciando um expectável movimento de subida das taxas de juro.

No espaço europeu, ao invés, o BCE continua a prosseguir uma política agressiva de *quantitative easing*, procurando contrariar as perspetivas que subsistem de recuperação económica lenta e de inflação reduzida, criando assim as condições para a manutenção artificial das *yields* em níveis mínimos históricos.

A nível nacional, a incerteza inicial sobre os resultados das eleições legislativas, seguida da mudança de governo e das políticas que vinham a ser prosseguidas nos últimos anos, fizeram reemergir alguns receios quanto ao agravamento da perceção de risco pelos mercados e agentes económicos sobre a sustentabilidade das políticas orçamentais e da dívida soberana portuguesa. Concomitantemente, a suspensão do processo de alienação do Novo Banco, a resolução do Banif e as incertezas que permanecem ao nível do setor bancário nacional, com o qual o setor segurador mantém importantes interligações, agravaram, de igual modo, os riscos de reversão das *yields* das obrigações dos emitentes nacionais.

O efeito combinado de um ambiente prolongado de baixas taxas de juro e de uma reversão abrupta dos preços dos ativos (designado por *double-hit scenario*) subsiste, assim, como o maior risco que o setor segurador e dos fundos de pensões enfrenta. De facto, começa a ser visível a materialização dos efeitos negativos dos níveis reduzidos de taxas de juro na rendibilidade do setor, atualmente muito dependente da realização antecipada de mais-valias de investimentos. Este comportamento afeta a correspondência entre os ativos e as responsabilidades sob gestão, nomeadamente para contratos com garantias financeiras embutidas, potenciando a necessidade de aumento da exposição ao risco de *spread* para repor essa correspondência, o que, por sua vez, comporta riscos adicionais em matéria de rendibilidade, via custos de capital acrescidos e de solvabilidade futura das empresas.

Neste contexto, apesar de, em termos gerais, na data de transição, os operadores terem apresentado níveis de solvência robustos na ótica do regime cessante, algumas empresas de seguros, a essa mesma data, não conseguem dar cumprimento integral aos novos requisitos de capital. Esta situação, que resulta da maior sensibilidade aos riscos do novo regime, terá necessariamente de ser assegurada, de forma gradual, ao longo dos

próximos dois anos para a generalidade dos operadores, merecendo especial atenção as situações em que as medidas de transição não se revelam suficientes.

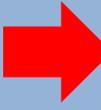
Em matéria de governação, continua a ser determinante assegurar a independência estratégica das empresas de seguros face aos respetivos grupos financeiros, em particular dos grupos dominados por instituições bancárias, evitando-se situações de conflitos de interesse que possam pôr em causa o modelo de negócio segurador e, consequentemente, os interesses dos tomadores de seguros e dos beneficiários.

O setor dos fundos de pensões evoluiu favoravelmente no mesmo período, mantendo níveis de financiamento adequados e observando um aumento do património global, intrinsecamente ligado à valorização dos ativos em carteira.

Figura 1.1 – Painel de riscos

Avaliação da evolução dos principais riscos		
Riscos decorrentes do enquadramento macroeconómico e da evolução dos mercados financeiros		
Macroeconómicos	<ul style="list-style-type: none"> • Manutenção de frágeis perspetivas de crescimento económico em Portugal e na área do Euro. • Manutenção de elevados níveis de desemprego e de endividamento. • Incerteza quanto às políticas orçamentais futuras a adotar em Portugal. • Manutenção dos riscos geopolíticos à escala mundial. 	
Mercado	<ul style="list-style-type: none"> • Persistência do ambiente de baixas taxas de juro, com a expectativa de medidas adicionais de cariz monetário. • Aumento das exposições ao risco acionista, permanecendo uma elevada volatilidade nos principais mercados acionistas. 	
Crédito	<ul style="list-style-type: none"> • Aumento dos prémios de risco dos principais bancos nacionais, refletindo as incertezas quanto ao desenvolvimento da venda do Novo Banco e da resolução do BANIF. • Deterioração da qualidade creditícia das carteiras obrigacionistas de alguns operadores, em resultado de comportamentos de <i>search-for-yield</i>. 	
Interligações	<ul style="list-style-type: none"> • Manutenção da elevada concentração em ativos do próprio grupo económico, embora se observe uma evolução no sentido descendente nos operadores detidos pelos bancos nacionais. 	

Riscos decorrentes da evolução da atividade seguradora e dos fundos de pensões

<p>Solvência e Rendibilidade</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Apesar do aumento dos resultados líquidos do setor face ao período homólogo, o rendimento integral diminuiu em igual período. • O rácio global de cobertura da margem de solvência, baseado no regime cessante, permaneceu em níveis confortáveis, existindo casos pontuais que requerem ações corretivas no curto-prazo. • Continua em curso a implementação de medidas de reforço dos fundos próprios e/ou de redução dos riscos para alguns operadores, com vista à adequação ao regime Solvência II. • A capacidade de reforço dos fundos próprios encontra-se condicionada pela disponibilidade financeira e pelas limitações impostas aos próprios acionistas, onde se incluem instituições de crédito nacionais. • Manutenção de níveis adequados de financiamento dos fundos de pensões. 	
<p>Ramo Vida</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Diminuição da produção, refletindo o menor nível de atratividade e rentabilidade dos novos produtos. • Aumento da taxa de resgates para níveis historicamente elevados, ainda que focalizados num número reduzido de operadores. • Aumento do risco de reinvestimento decorrente das baixas taxas de juro. 	
<p>Ramos Não Vida</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Mantêm-se a tendência de acréscimo da produção, iniciada no final de 2014, nomeadamente na modalidade Acidentes de Trabalho e no ramo Doença. • Melhoria da taxa de sinistralidade global. • Apesar dos sinais positivos, subsistem as preocupações ao nível do equilíbrio técnico da modalidade Acidentes de Trabalho e, em menor grau, do seguro Automóvel. 	
<p>Fundos de Pensões</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Manutenção de <i>mismatches</i> entre a duração dos ativos e a duração dos passivos em alguns fundos que financiam planos de benefício definido. 	

Nota: O nível relativo dos riscos é representado pelas cores: vermelho – alto; laranja – médio-alto; amarelo – médio-baixo; e, verde – baixo. A tendência de evolução dos riscos (alteração nos últimos seis meses) é representada pelas setas: ascendente – aumento do risco; lateral – manutenção do risco; e, descendente – diminuição do risco.

Em matéria de identificação dos principais riscos, as empresas de seguros e as sociedades gestoras de fundos de pensões corroboram a visão da ASF, continuando a destacar a persistência de um período prolongado de baixas taxas de juro como o risco mais relevante, seguido, no caso dos operadores dos ramos Não Vida, pela fragilidade do ambiente macroeconómico, e no caso dos restantes operadores, pelo risco de reinvestimento.

Nas primeiras duas análises temáticas apresentadas nesta edição, são abordados os riscos inerentes à exposição do setor ao imobiliário e ao investimento em filiais, associadas e empreendimentos conjuntos.

No primeiro estudo, conclui-se que, em geral, ao longo do período de crise, os imóveis detidos estiveram sobreavaliados nos respetivos balanços, na medida em que a desvalorização dos mesmos era reconhecida de uma forma mais lenta do que a evolução dos preços de mercado.

No segundo estudo, observa-se que o valor das participações em filiais e associadas cresceu nos últimos anos, tendo a grande maioria dos operadores mensurado as mesmas pelo método do custo. Durante o período em análise, não se verificou, no entanto, o reconhecimento de imparidades relevantes, apesar do proporcional da situação líquida das participadas, em diversos casos, ser significativamente inferior ao registado aquando da respetiva aquisição.

Por último, é apresentada a análise dos resultados nacionais no contexto do exercício europeu de *stress test* das instituições de realização de planos de pensões profissionais (IORPs).

2 Riscos macroprudenciais

2.1 Ambiente macroeconómico

O Fundo Monetário Internacional (FMI) procedeu, em outubro, à revisão em baixa das perspetivas de crescimento económico, tanto nas economias avançadas como nas economias de mercados emergentes (EME).

Vários motivos explicam estas revisões, em particular para as EME, nomeadamente o declínio nos preços de matérias-primas, as saídas líquidas de capitais, as pressões sobre as moedas locais e a crescente volatilidade nos mercados financeiros. As perspetivas de recuperação gradual da cotação do petróleo, depois da queda abrupta verificada no último trimestre de 2014, também foram revistas em baixa. Deste conjunto de países, destaca-se, pela negativa, o Brasil – menos dois pontos percentuais comparativamente às projeções de abril – que, pelas ligações próximas existentes, poderá resultar em impactos negativos no curto e médio prazo para a economia e as empresas nacionais.

Quadro 2.1 – Projeções de evolução da economia mundial

Taxas de crescimento, em percentagem	Projeções				Variação face às projeções de abril (p.p)	
	2014	2015	2016	2017	2015	2016
PIB real						
Economia mundial	3,4	3,1	3,6	3,8	-0,4	-0,2
Economias avançadas	1,8	2,0	2,2	2,2	-0,4	-0,2
EUA	2,4	2,6	2,8	2,8	-0,5	-0,3
Japão	-0,1	0,6	1,0	0,4	-0,4	-0,2
Área do Euro	0,9	1,5	1,6	1,7	0,0	0,0
Reino Unido	3,0	2,5	2,2	2,2	-0,2	-0,1
Outras economias avançadas	2,8	2,3	2,7	2,9	-0,5	-0,4
Economias de mercados emergentes e em desenvolvimento	4,6	4,0	4,5	4,9	-0,3	-0,2
Europa Central e de Leste	2,8	3,0	3,0	3,4	0,1	-0,2
Comunidade dos Estados Independentes	1,0	-2,7	0,5	2,0	-0,1	0,2
Países Asiáticos em desenvolvimento	6,8	6,5	6,4	6,3	-0,1	-0,0
China	7,3	6,8	6,3	6,0	0,0	0,0
Médio Oriente e Norte de África	2,6	2,3	3,8	4,1	-0,6	0,0
América Latina e Caraíbas	1,3	-0,3	0,8	2,3	-1,2	-1,2
Brasil	0,1	-3,0	-1,0	2,3	-2,0	-2,0
África Subsariana	5,0	3,8	4,3	4,9	-0,7	-0,8

Fonte: FMI

No tocante à área do euro, as perspetivas globais não sofreram variações significativas, ainda que, individualmente, alguns países tenham conhecido revisões consideráveis, como é o caso da Grécia. Contudo, é preocupante registar que as perspetivas de crescimento de médio prazo permanecem frágeis, não ultrapassando os 1,7% no horizonte até 2020, valor abaixo da média das restantes economias avançadas, e que

contrasta, em particular, com os Estados Unidos da América (EUA), onde se perspetivam taxas de crescimento acima dos 2% para o mesmo horizonte temporal.

Relativamente à economia portuguesa, de acordo com as recentes estimativas do Instituto Nacional de Estatística (INE), verificou-se uma ligeira desaceleração no segundo semestre de 2015, tendo-se registado um crescimento homólogo de 1,4% e 1,2% no terceiro e quarto trimestres, abaixo do crescimento de 1,6% verificado nos dois primeiros trimestres. Esta redução resultou essencialmente do abrandamento do investimento.

Para o conjunto do ano de 2015, o PIB terá registado um aumento de 1,5%, abaixo das previsões de dezembro do Banco de Portugal (BdP).

Quadro 2.2 – Economia nacional – principais indicadores económicos

Taxas de crescimento, em percentagem	Projeções				Variação face às projeções de março (p.p.)	
	2014	2015	2016	2017	2015	2016
PIB	0,9	1,6	1,7	1,8	-0,1	-0,2
Consumo privado	2,2	2,7	1,8	1,7	0,3	0,1
Consumo público	-0,5	0,1	0,3	0,1	0,6	0,1
Formação Bruta de capital fixo	2,8	4,8	4,1	6,1	0,8	-0,3
Procura interna	2,2	2,4	1,8	2,1	0,8	0,0
Exportações	3,9	5,3	3,3	5,1	1,0	-2,5
Importações	7,2	7,3	3,6	5,6	3,4	-1,9
Índice harmonizado de preços no consumidor	-0,2	0,6	1,1	1,6	0,4	0,0

Fonte: BdP

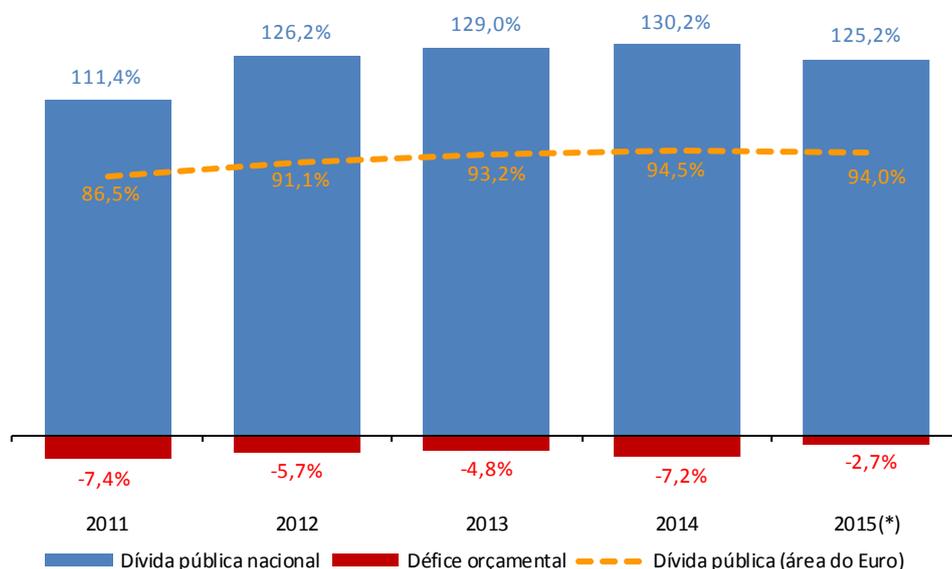
O Défice das administrações públicas deverá situar-se acima de 4% do Produto Interno Bruto (PIB), de acordo com o Ministério das Finanças, tendo o impacto extraordinário da resolução do Banif, anunciada a 21 de dezembro, contribuído para ultrapassar o limite de 3%, impedindo desta forma saída de Portugal do Procedimento dos Défices Excessivos (PDE).

Cumpra ainda notar que o défice de 2014 foi revisto em alta para 7,2%, refletindo, sobretudo, a inclusão da capitalização do Novo Banco como transferência de capital, no seguimento da não conclusão do processo de alienação no espaço de um ano após a injeção de capital, conforme previsto no Manual do Défice e da Dívida das Administrações Públicas.

Relativamente à previsão da evolução da dívida pública, os últimos dados divulgados pelo INE, em setembro, apontavam para um valor, no final do ano, na ordem dos 125,2% do PIB.

A taxa de desemprego manteve a trajetória descendente, situando-se ainda em níveis historicamente elevados e marcadamente acima da média da área do Euro.

Figura 2.3 – Dívida pública e défice orçamental em percentagem do PIB – Portugal e área do Euro



(*) 2015: previsão de setembro de 2015

Fonte: INE, Eurostat

Na viragem do novo ano, a conjuntura nacional é também marcada, de forma determinante, pela envolvente política. O panorama atual é dominado pela grande expectativa dos agentes económicos quanto às políticas orçamentais que serão adotadas nos próximos anos – políticas expansionistas vs. prorrogação das medidas de contenção orçamental – com conseqüente incerteza no que se refere à evolução futura do ambiente macroeconómico e, naturalmente, com impactos diretos no setor segurador e de fundos de pensões, em particular na produção de seguros dos ramos Não Vida e dos seguros de Vida associados à concessão de crédito, conforme se evidencia na Caixa 1.

A evolução da atividade económica afigura-se como determinante para a evolução da produção do setor segurador. Nesta matéria, é possível constatar o impacto significativo das políticas de subscrição e tarifação, seguidas pelos operadores nos últimos dez anos, em particular no ramo Automóvel e na modalidade Acidentes de Trabalho, tendo a conjuntura económica sido um dos principais impulsionadores para a queda de produção nestes segmentos, aspeto que se analisa de forma mais aprofundada no ponto 3.3.

Caixa 1 - Análise empírica dos impactos do crescimento económico na produção do setor segurador

No sentido de se avaliarem os impactos do ambiente macroeconómico nacional na comercialização de seguros, procedeu-se à estimação de modelos lineares econométricos que permitissem analisar o comportamento da produção do ramo Automóvel, da modalidade de Acidentes de Trabalho e do segmento de seguros de Vida temporários anuais, à luz da evolução da atividade económica portuguesa, no período compreendido entre 2004 e 2014.

Nos três modelos implementados, foi utilizada como variável explicativa o produto interno bruto (Id_PIB) e, adicionalmente, para os modelos de Não Vida, foi considerado o efeito da tarifação, mediante a utilização do prémio médio (Id_PM).

No ramo Automóvel, a variável prémio médio corresponde ao rácio dos prémios brutos emitidos sobre o número de veículos seguros, enquanto que, na modalidade de Acidentes de Trabalho, diz respeito à taxa média por salário seguro, determinada pelo montante de prémios brutos emitidos em função do valor dos salários seguros. Todas as séries foram ajustadas através das primeiras diferenças logarítmicas.

Dos resultados obtidos, observa-se que, nos modelos de Não Vida, existe uma forte correlação entre a produção e o PIB e o prémio médio. Porém, no modelo para o segmento de Automóvel, o prémio médio aparenta ter uma maior influência na produção do que o PIB.

No ramo Automóvel, em termos médios e para o período analisado, uma variação de 1% no PIB provocou uma variação de 0,66% na produção, enquanto uma variação de 1% no prémio médio originou uma variação de 0,68% na produção.

Na modalidade de Acidentes de Trabalho, o impacto da evolução do PIB e do prémio médio ainda é superior, dando origem a variações nos prémios brutos emitidos de, respetivamente 0,98% e 0,76%, por cada variação um ponto percentual nessas variáveis.

Relativamente ao ramo Vida, a produção relativa a seguros temporários anuais registou igualmente uma correlação significativa com o PIB. De facto, de acordo com o modelo implementado, em termos médios, uma variação de 1% no PIB provocou um aumento de 4,85% na produção.

Figura 2.1 – Modelos lineares para a produção do ramo Automóvel (valores-p entre parênteses)

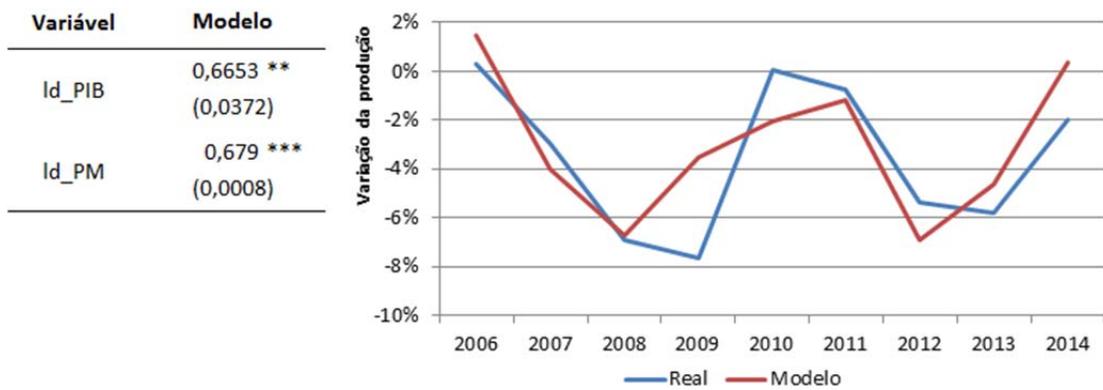


Figura 2.2 – Modelos lineares para a produção da modalidade de Acidentes de Trabalho (valores-p entre parênteses)

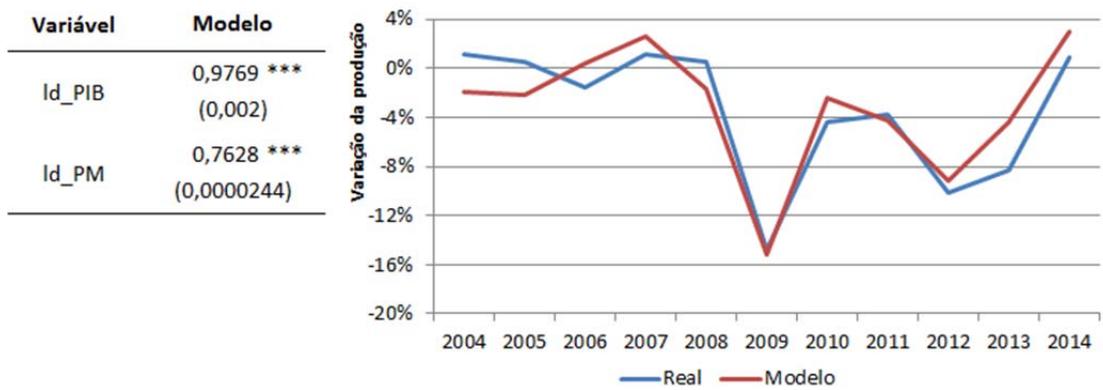
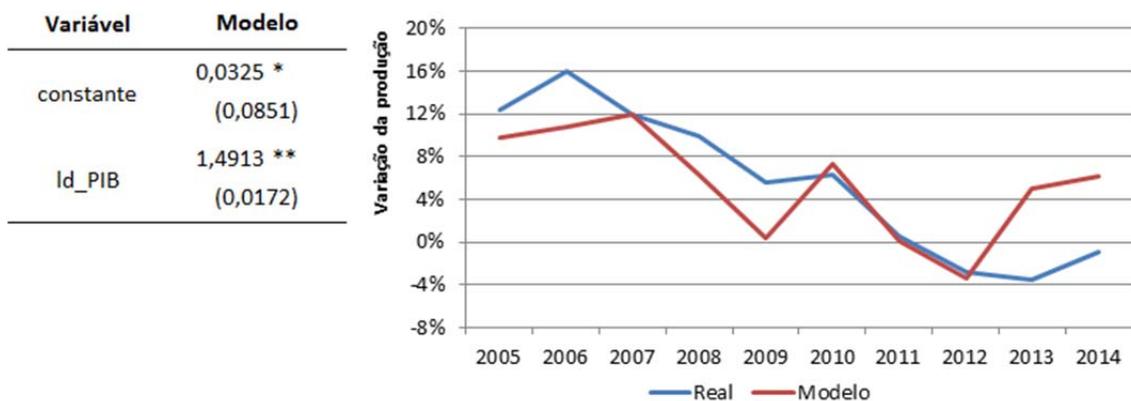


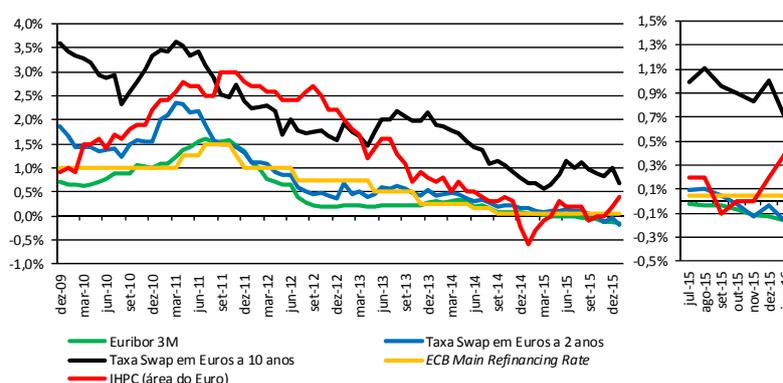
Figura 2.3 – Modelos lineares para a produção dos seguros de vida risco temporários (valores-p entre parênteses)



2.2 Ambiente de baixas taxas de juro

Na sequência do programa de *Quantitative Easing* lançado no início de 2015 pelo BCE, para combater as fracas perspetivas de crescimento económico e as pressões deflacionistas, as taxas de juro na área do Euro prosseguem a tendência de descida, continuando a atingir mínimos históricos.

Figura 2.4 – Evolução das taxas de juro e da inflação na área do Euro



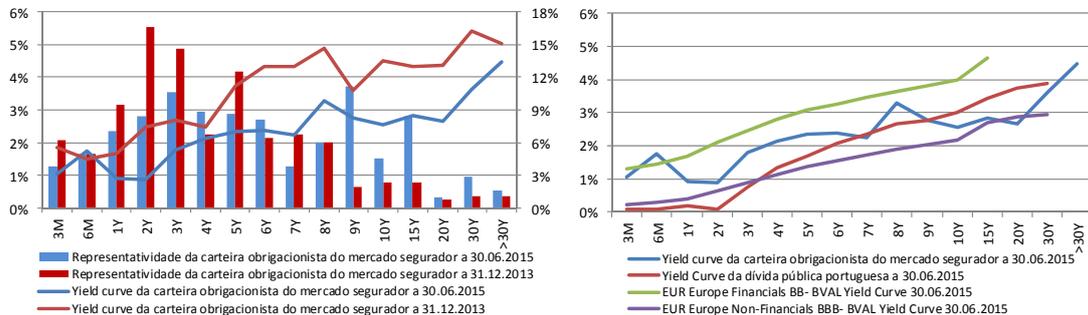
Fonte: Bloomberg

Com a compressão dos prémios de risco da dívida soberana e dos principais bancos nacionais para mínimos igualmente históricos, que, ao longo dos últimos anos, contribuiu significativamente para a rentabilidade financeira¹ das empresas de seguros, em particular das que operam no ramo Vida (vide Caixa 2), e, por outro lado, em resultado das exigências do novo regime de solvência, os riscos associados à manutenção de um cenário de baixas taxas de juro por um período prolongado, ao nível do setor, têm vindo a assumir uma relevância crescente ao longo dos últimos dois anos.

Não obstante terem sido geradas mais-valias relevantes, observando-se, em paralelo, uma redução significativa das *yields* das carteiras obrigacionistas (vide figura 2.5), apenas parte desses resultados permaneceu no balanço dos operadores, dada a distribuição substancial de dividendos a que se assistiu nos últimos anos.

¹ Mensurada pela soma dos resultados financeiros e das variações dos ativos financeiros disponíveis para venda, em função da média do valor da carteira de investimentos no ano t e no ano t-1.

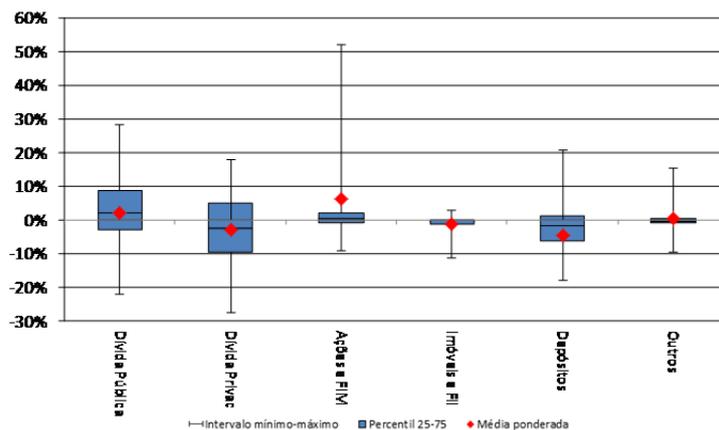
Figura 2.5 – Análise da evolução da Yield Curve da carteira obrigacionista para o conjunto das empresas de seguros entre, 31 de dezembro de 2013 e 30 de junho de 2015, e do seu posicionamento face aos benchmarks representativos do portfolio



Deste aspeto, resulta um agravamento do risco de reinvestimento e de potenciais comportamentos de *search-for-yield* visando o realinhamento das rendibilidades futuras com as taxas garantidas nos contratos de seguros, seja pelo investimento em outras classes de ativos com um perfil de risco de mercado mais elevado, seja por um aumento da exposição a ativos com menor qualidade creditícia.

No que se refere ao primeiro aspeto, do ponto de vista agregado, entre o final de 2013 e o primeiro semestre de 2015, sobressai um aumento da exposição global aos mercados acionistas (+6,3%), essencialmente explicado, como veremos no ponto seguinte, pela política seguida pelo maior operador nacional.

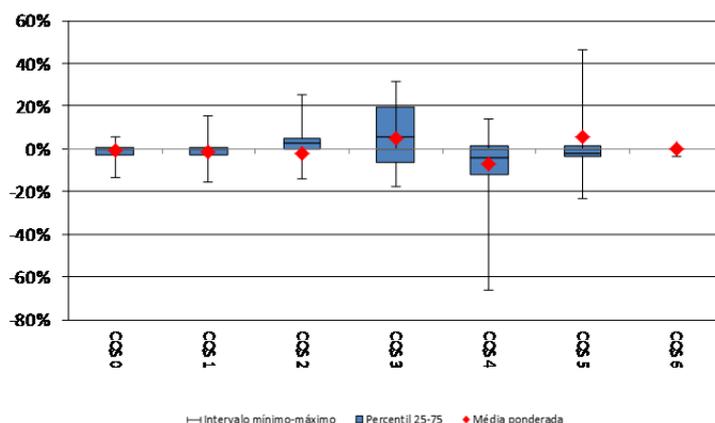
Figura 2.6 – Evolução da política de investimentos das empresas de seguros entre 31 de dezembro de 2013 e 30 de junho de 2015 (excluindo as carteiras de ativos afetas a seguros ligados)



Por outro lado e apesar de no seu conjunto, a qualidade creditícia representativa da carteira obrigacionista do conjunto dos operadores ter mantido a notação de BBB (CQS 3), observou-se um comportamento díspar em termos individuais. Com efeito, 10 empresas evidenciaram uma deterioração nos *ratings* médios das respetivas carteiras obrigacionistas, 18 dos operadores melhoraram as suas notações médias, e os restantes 10 mantiveram os valores registados no final de 2013.

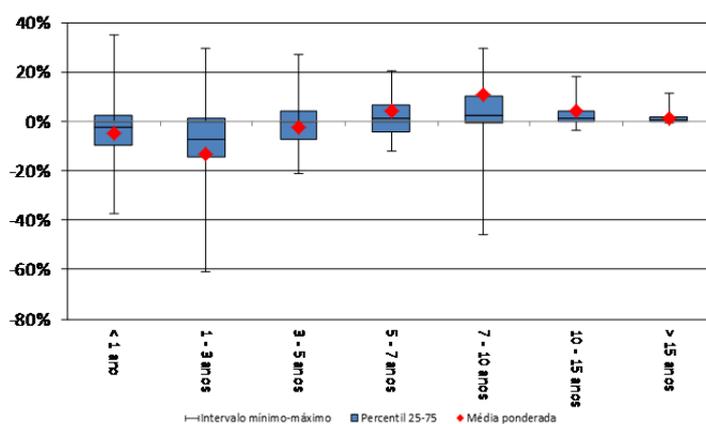
Deste modo, observou-se, em termos globais, uma diminuição da representatividade da classe CQS 4 (BB) em contrapartida do aumento do peso das classes CQS 3 (BBB) e CQS 5 (B/NR).

Figura 2.7 – Evolução da qualidade creditícia da carteira de investimentos das empresas de seguros entre 31 de dezembro de 2013 e 30 de junho de 2015 (excluindo as carteiras de ativos afetas a seguros ligados)



Ainda no que respeita à procura de uma maior rendibilidade, assistiu-se, globalmente, a um aumento significativo da duração média da carteira obrigacionista em 1,5 anos para 4,9 anos. Esta evolução reflete um padrão seguido pela quase totalidade dos operadores, com apenas 4 a manterem as respetivas durações médias.

Figura 2.8 – Evolução da duração da carteira de investimentos das empresas de seguros entre 31 de dezembro de 2013 e 30 de junho de 2015 (excluindo as carteiras de ativos afetas a seguros ligados)

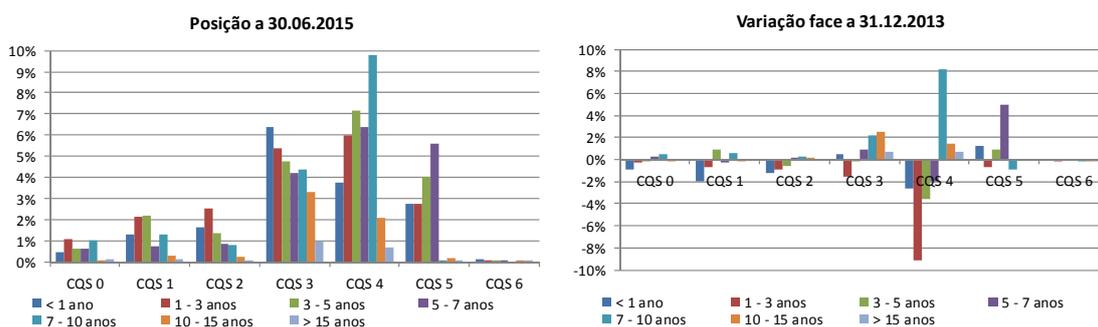


A análise combinada da evolução da qualidade creditícia e da duração das carteiras obrigacionistas evidencia um comportamento generalizado do mercado de realocação do investimento em títulos de dívida pública nacional, com notação BB (CQS 4), de maturidades de curto prazo (1 a 3 anos) para maturidades mais alargadas (7 a 10 anos).

Adicionalmente, relevam as preocupações que algumas empresas tiveram na melhoria das notações de crédito das suas exposições, na preparação para a adoção do Solvência II.

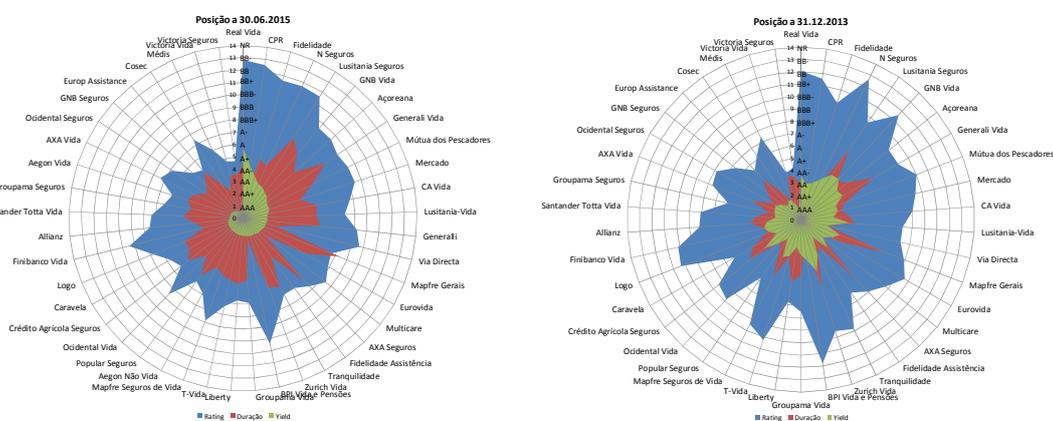
O aumento da representatividade da classe CQS 5 para o prazo de 5 a 7 anos é justificado em exclusivo pelo investimento do maior operador nacional num ativo específico.

Figura 2.9 – Evolução combinada da qualidade creditícia e da duração da carteira de investimentos das empresas de seguros entre 31 de dezembro de 2013 e 30 de junho de 2015 (excluindo as carteiras de ativos afetas a seguros ligados)



Analisando individualmente a evolução das *yields* médias das carteiras obrigacionistas, face à evolução dos respetivos *ratings* e durações médios, constata-se que os operadores que apresentam rendibilidades médias superiores são aqueles que observam uma qualidade creditícia inferior. Com efeito, existe uma forte correlação negativa (0,86) entre as *yields* e a notação de *rating*. Ainda que positiva, a relação entre as *yields* e a duração é reduzida, correspondendo a 0,19.

Figura 2.10 – Evolução combinada das *yields*, da qualidade creditícia e da duração da carteira de investimentos das empresas de seguros entre 31 de dezembro de 2013 e 30 de junho de 2015 (excluindo as carteiras de ativos afetas a seguros ligados)



Face ao exposto e atentos à análise efetuada no ponto 3.2.3, não obstante as medidas que têm vindo a ser recentemente adotadas pelas seguradoras, quer do lado dos ativos,

quer dos lado dos passivos, conclui-se que o setor apresenta maiores vulnerabilidades no que respeita ao seu perfil de rendibilidade e solvabilidade.

Neste contexto, é ainda de referir o impacto das baixas taxas de juro sobre o novo negócio. Apesar de, comparativamente com a maior parte dos Estados-Membros, a competição com outros instrumentos de captação de aforro ser consideravelmente inferior, a redução das margens de lucro dos novos contratos, no sentido de reforçar a sua atratividade junto dos consumidores, coloca uma pressão adicional sobre a sustentabilidade do negócio.

Caixa 2 - Análise empírica dos impactos das taxas de juro e dos prémios de risco cobrados aos emitentes mais representativos nas carteiras de investimentos na rentabilidade financeira das empresas que comercializam seguros de vida

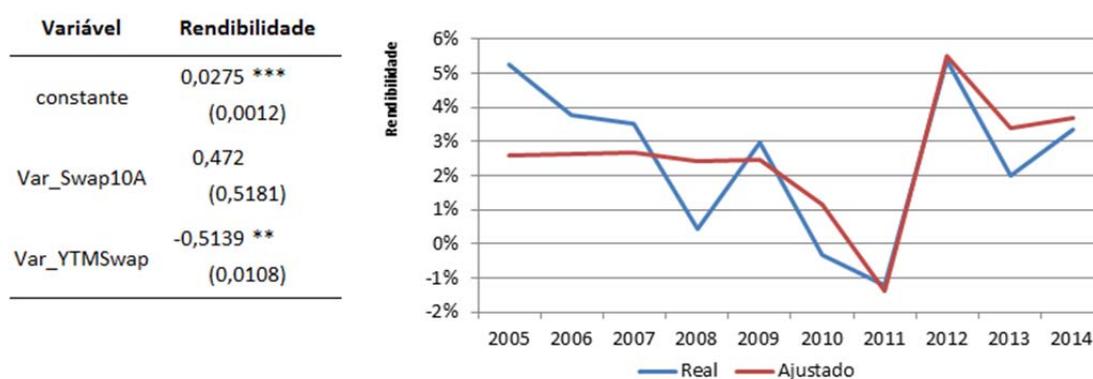
Com o objetivo de se avaliar a relevância do comportamento das taxas de juro e dos *spreads* cobrados aos emitentes mais representativos nos *portfolios* que se encontram a representar as responsabilidades de seguros de vida não ligados, foi estimado um modelo linear econométrico que procura analisar o impacto dessas variáveis na rentabilidade financeira das empresas nacionais, para o período compreendido entre 2004 e 2014.

Foram consideradas, respetivamente, como variáveis explicativas da taxa de juro sem risco e do prémio de risco, a variação da *EuroSwap* a 10 anos (*Var_Swap10A*) e a variação da diferença entre a *YTM* da dívida pública portuguesa a 10 anos e a *EuroSwap* a 10 anos (*Var_YTMSwap*).

Do modelo estimado, deduz-se que os ganhos decorrentes dos investimentos dos operadores foram suportados pela evolução dos prémios de risco dos emitentes nacionais, tendo, em termos médios, uma descida de 100bps desse *spread* explicado um aumento de 50bps na rentabilidade financeira do setor.

Adicionalmente, conclui-se que não existe uma correlação estatisticamente relevante entre as taxas de juro sem risco e a rentabilidade dos ativos financeiros.

Figura 2.11 – Modelo linear para a rentabilidade do ramo Vida



2.3 Risco de reversão abrupta das *yields*

No atual contexto macroeconómico e geopolítico à escala nacional e europeia, o possível efeito combinado de um ambiente prolongado de baixas taxas de juro e de uma reversão abrupta dos prémios de risco implícitos nas *yields* por impactar negativamente, em simultâneo, o Ativo e o Passivo das empresas de seguros, afigura-se como o maior risco para o setor.

Tal continua a ser potenciado pelo desalinhamento observado entre os fundamentais e os preços de certos tipos de ativos, refletindo também, pelo menos em parte, os efeitos artificiais da política de *quantitative easing* do BCE.

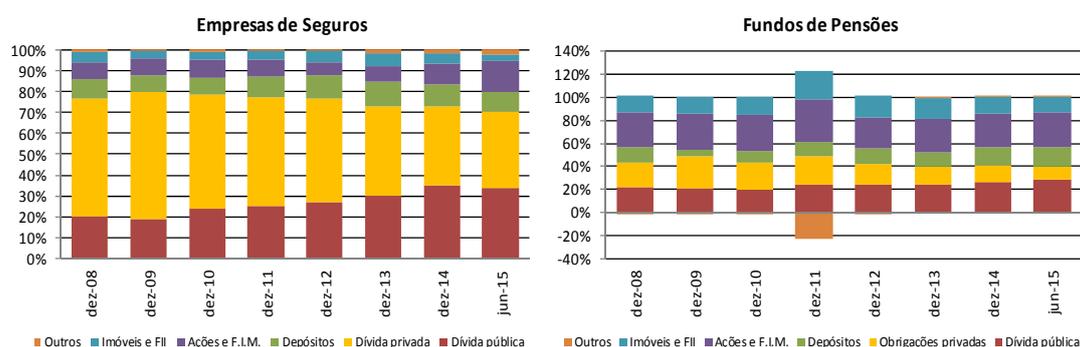
2.3.1 Análise evolutiva das carteiras de investimento

No final do primeiro semestre de 2015, o total de ativos a representar as provisões técnicas das empresas de seguros ascendia a 51,2 mil milhões de euros, enquanto o património dos fundos de pensões se situava em 17,9 mil milhões de euros, registando evoluções de -0,1% e 4,4%, respetivamente, face ao final de 2014.

Nas empresas de seguros, releva-se, na carteira de ativos afetos, o aumento da exposição aos mercados acionistas (+4,6 pontos percentuais) para um peso de 14,9%, em oposição à descida generalizada da representatividade das restantes classes de ativos, o que reflete a estratégia de investimento que foi seguida pelo maior operador nacional.

Nos fundos de pensões, o maior destaque vai para a diminuição do peso das obrigações de dívida privada (-3,8 pontos percentuais), em contraponto com o aumento da representatividade da exposição a títulos de dívida pública e a ações (+2,1 pontos percentuais e +1,3 pontos percentuais, respetivamente).

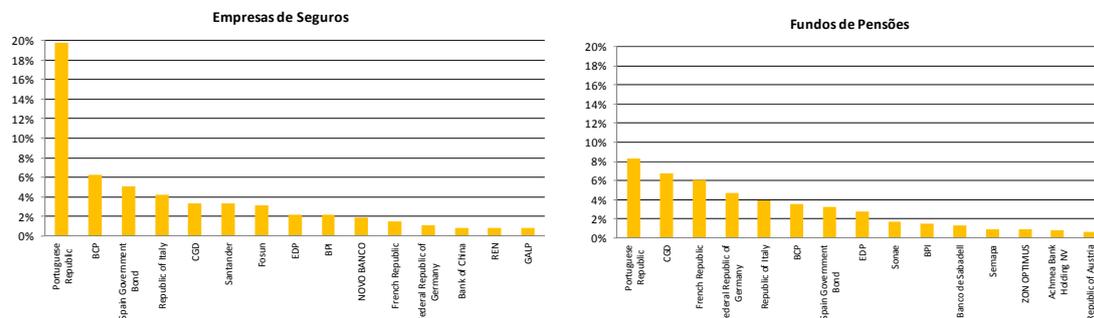
Figura 2.12 – Composição das carteiras de ativos por tipo de instrumento



Nota: Na figura referente aos Fundos de Pensões, a categoria “Outros” reflete, em dezembro de 2011, o valor dos fundos de pensões do setor bancário transferido para a Segurança Social durante o primeiro semestre de 2012.

A exposição à dívida pública portuguesa prevalecia como a principal opção de investimento do setor, com um peso de 19,8% e 8,3%, respetivamente, no total dos ativos afetos das empresas de seguros e do património dos fundos de pensões.

Figura 2.13 – Exposição por emitente/grupo económico



A 30 de junho de 2015, o valor contabilístico do investimento total do setor em dívida pública portuguesa ascendia a 11,6 mil milhões de euros, representativo de um crescimento de 10,3% face a 31 de dezembro de 2014, refletindo o reforço das quantidades investidas de 12,9% (1 038,8 mil milhões de euros) e 20,7% (225,7 mil milhões de euros), respetivamente, nas empresas de seguros e nos fundos de pensões.

Nas empresas de seguros, a estratégia prosseguida por grande parte dos operadores teve como contrapartida o desinvestimento em dívida pública italiana e espanhola. Ainda neste âmbito, a redução das exposições ao Novo Banco e ao Santander resulta da perda de representatividade das responsabilidades sob gestão da GNB-Vida (-14,7%) / T-Vida (-33,2%) e da Santander Totta (-11,7%), enquanto, pelo lado oposto, o aumento do peso no grupo Fosun e em emitentes asiáticos espelha o crescimento da representatividade destes emitentes ao nível da Fidelidade, refletindo a estratégia de investimento desta empresa nos mercados asiáticos, que, à data de referência, apresentavam uma forte valorização.

Nos fundos de pensões, verificou-se um comportamento generalizado de aumento da exposição à dívida pública de diversos países (além de Portugal, destaca-se a Alemanha, França e Espanha), em contraste com a diminuição da exposição a ativos emitidos pelo BCP e pela CGD.

Figura 2.14 – TOP 5 de aumentos/diminuições na representatividade por emitente/grupo económico da carteira de afetos das empresas de seguros

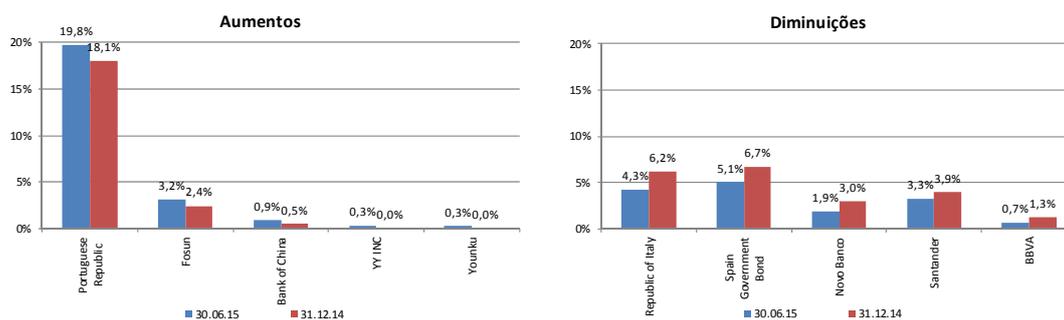
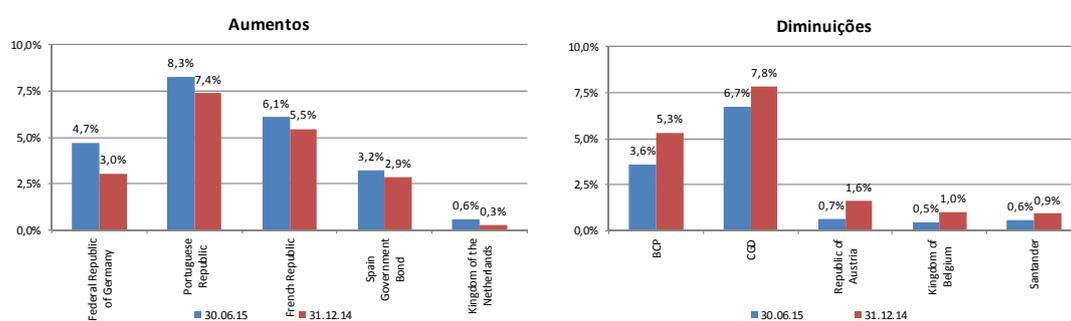


Figura 2.15 – TOP 5 de aumentos/diminuições na representatividade por emitente/grupo económico no património dos fundos de pensões



A 30 de junho de 2015, a exposição direta aos nove maiores grupos financeiros que operam em Portugal e que detêm participações no setor segurador e dos fundos de pensões (TOP9²), correspondeu, em valor contabilístico, ao montante global de 11,6 mil milhões de euros, representativo de 16,8% do total de ativos (13,0 mil milhões de euros e 19,0%, respetivamente, a 31 de dezembro de 2014).

As quatro maiores exposições (BCP, CGD, Novo Banco e Santander) representavam, no seu conjunto, 82,6% da exposição de todo o setor ao TOP9 (84,3% a 31 de dezembro de 2014).

Analisando-se as exposições individuais ao TOP9 das 10 maiores empresas de seguros (TOP10ES)³, observa-se, em termos globais, a manutenção do comportamento de redução dos investimentos intragrupo ao nível do setor financeiro nacional, com o objetivo claro de redução dos requisitos de capital que serão exigidos em ambiente Solvência II, inerentes à concentração dos ativos num mesmo emitente/grupo económico.

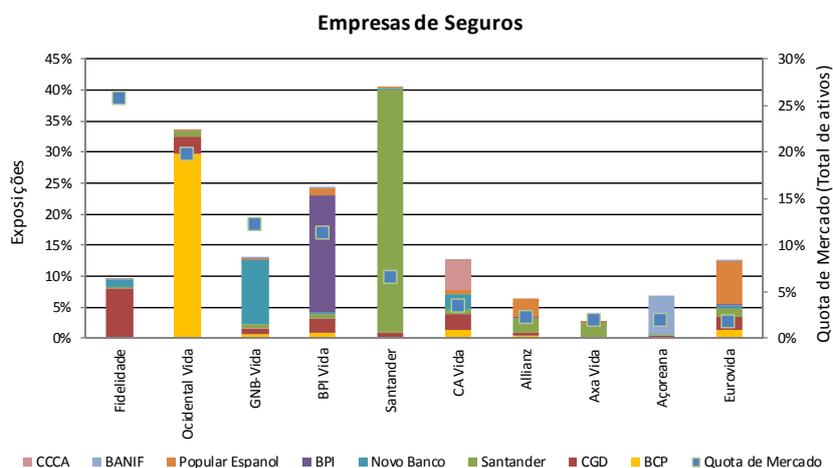
Em contraposição a esta tendência, a BPI Vida e a Crédito Agrícola Vida, com um aumento da exposição aos respetivos grupos de, respetivamente, 163,3 e 67,6 milhões

² Grupo Banco Comercial Português (BCP), Grupo Caixa Central Crédito Agrícola (CCCA), Grupo Novo Banco (Novo Banco), Grupo Banco Internacional do Funchal (BANIF), Grupo Banco Português de Investimento (BPI), Grupo Caixa Geral de Depósitos (CGD), Grupo Montepio Geral (MG), Grupo Santander (Santander) e Grupo Banco Popular (Popular).

³ Representativas de 86,8% do total dos ativos afetados do conjunto das empresas de seguros sob supervisão da ASF e hierarquizadas em função da respetiva representatividade.

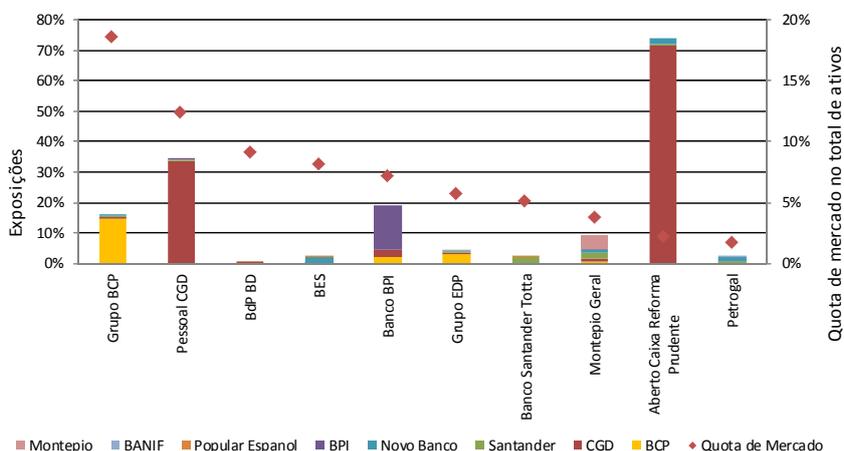
de euros. No que respeita à Fidelidade, apesar da diminuição da exposição à CGD em 109,1 milhões de euros, importa salientar o aumento da exposição ao grupo Fosun no montante de 352,7 milhões de euros em contraciclo com o comportamento dos outros operadores de redução da exposição a ativos do próprio grupo económico.

Figura 2.16 – Interligações entre as TOP10ES e o TOP9



Ao nível dos 10 maiores fundos de pensões (TOP10FP⁴), destaca-se a diminuição das exposições intragrupo nos fundos do Grupo BCP, do Pessoal da CGD e do Banco Santander Totta.

Figura 2.17 – Interligações entre os TOP10FP e o TOP9



2.3.2 Avaliação do risco de crédito

Depois dos máximos do ano observados em junho, refletindo a incerteza política na Grécia, as *yields* a dez anos e os prémios dos *credit default swaps* (CDS) a 5 anos da dívida

⁴ Representativos de 73,6% do total dos ativos sob gestão do conjunto dos fundos de pensões nacionais e hierarquizados em função do respetivo montante de ativos sob gestão.

emitida pelos principais Estados-Membros, retomaram a trajetória de descida, à custa do programa de compra de dívida soberana que continua a ser executado pelo BCE.

Portugal tem constituído uma exceção, em lugar da incerteza experienciada, numa primeira fase, quanto à formação do novo governo e, mais recentemente, no que respeita à proposta do Orçamento de Estado para 2016, estando as *yields* a 10 anos e os CDS a 5 anos da dívida nacional acima dos valores observados, respetivamente, no final de julho de 2014 e de dezembro de 2013.

Figura 2.18 – Evolução das YTM a 10 anos

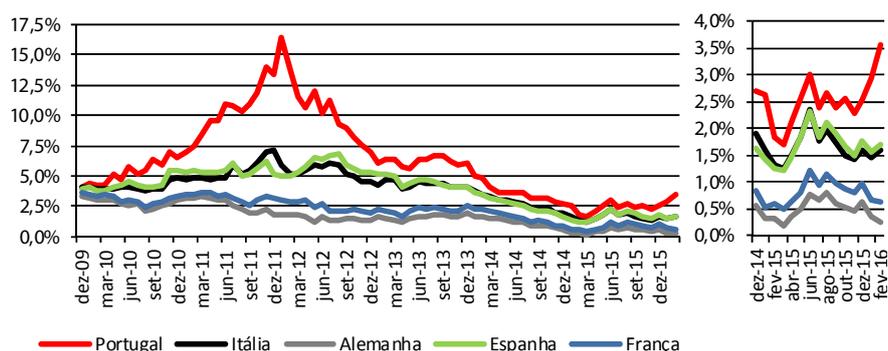
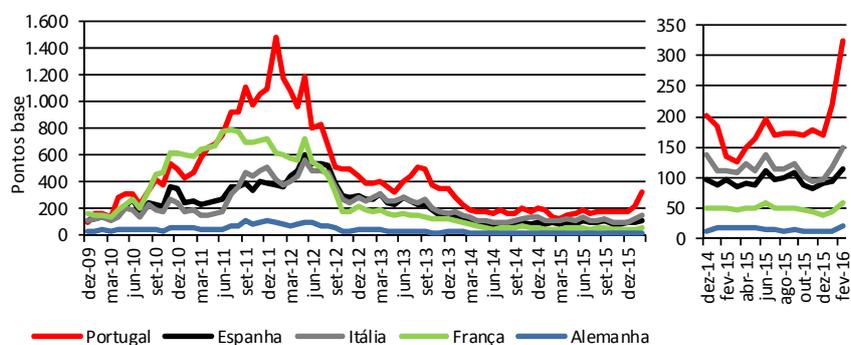


Figura 2.19 – Evolução dos CDS a 5 anos



Fonte: Bloomberg

As notações creditícias e respetivas perspetivas de revisão futura, por parte das principais agências de *rating*, apresentam uma ligeira melhoria, salientando-se a evolução favorável observada relativamente à dívida espanhola.

Importa, no entanto, sublinhar o agravamento dos riscos em que os principais bancos nacionais incorrem, em particular ao nível do custo de financiamento, na eventualidade de a agência DBRS concretizar um *downgrade* do *rating* da dívida nacional.

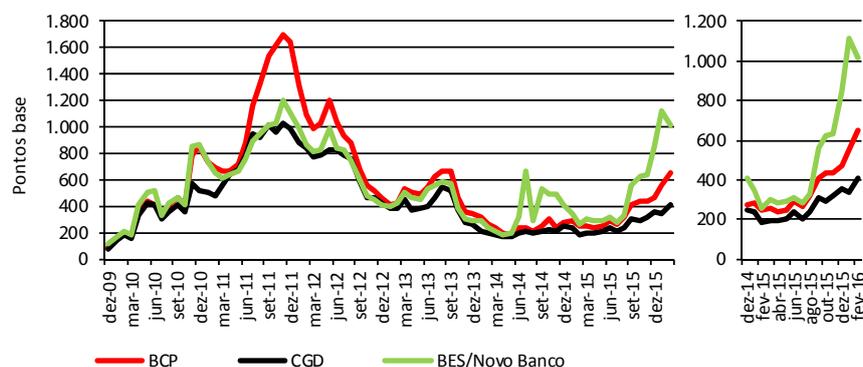
Figura 2.20 – Evolução das notações de rating

País Emitente	30.06.2015				31.01.2016				Outlook			
	S&P	Moody's	Fitch	DBRS	S&P	Moody's	Fitch	DBRS	S&P	Moody's	Fitch	DBRS
Portugal	BB	Ba1	BB+	BBBL	BB+	Ba1	BB+	BBBL	Estável	Estável	Positivo	Estável
Espanha	BBB	Baa2	BBB+	AL	BBB+	Aa2	BBB+	AL	Estável	Positivo	Estável	Positivo
Itália	BBB-	Baa2	BBB+	AL	BBB-	Baa2	BBB+	AL	Estável	Estável	Estável	Estável
França	AA	Aa1	AA	AAA	AA	Aa2	AA	AAA	Negativo	Estável	Estável	Negativo
Alemanha	AAA	Aaa	AAA	AAA	AAA	Aaa	AAA	AAA	Estável	Estável	Estável	Estável

Fonte: Bloomberg

Os prémios de risco dos bancos nacionais subiram de forma significativa, espelhando as dificuldades de venda do Novo Banco e as incertezas geradas ao nível dos casos do BANIF e do Montepio, bem como as novas exigências regulamentares que lhes foram colocadas.

Figura 2.21 – Evolução dos CDS a 5 anos



Fonte: Bloomberg

Relativamente aos *ratings*, a DBRS reviu em baixa as notações do BCP e do Novo Banco e a Moody's também penalizou o Novo Banco com novo *downgrade*. Numa perspetiva favorável, a S&P elevou o *Outlook* do BCP e da CGD para positivo.

Figura 2.22 – Evolução das notações de rating

Banco	30.06.2015				31.01.2016				Outlook			
	S&P	Moody's	Fitch	DBRS	S&P	Moody's	Fitch	DBRS	S&P	Moody's	Fitch	DBRS
BCP	B+	B1	BB-	BBBL	B+	B1	BB-	BBH	Positivo	Estável	Estável	Estável
CGD	BB-	B1	BB-	BBBL	BB-	B1	BB-	BBBL	Positivo	Estável	Estável	Estável
Novo Banco	NR	B2	NR	BBL	NR	Caa1	NR	CCCH	-	Negativo	-	Negativo

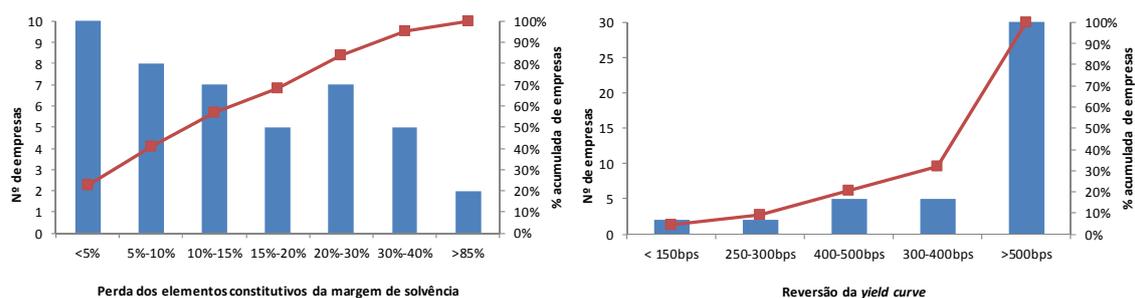
Atentos às elevadas exposições intragrupo, conclui-se que a evolução das *yields* dos bancos nacionais, ainda que maioritariamente esses títulos estejam alocados às carteiras de *unit linked*, afetou negativamente, nos últimos meses, os fundos próprios das empresas de seguros.

Importa ainda referir, que o aumento dessas *yields* num período em que as empresas se encontram a proceder à redução das exposições ao próprio grupo, coloca pressões adicionais na obtenção de rendibilidades que assegurem o cumprimento das responsabilidades futuras.

2.3.3 Análise de sensibilidade dos elementos constitutivos da margem de solvência à evolução das *yields* da carteira obrigacionista das empresas de seguros

No sentido de aferir a sensibilidade dos fundos próprios das empresas de seguros a um possível cenário de reversão das *yields*, foi avaliado o impacto sobre os elementos constitutivos da margem de solvência decorrente de uma subida paralela e instantânea de 100 pontos base na *yield curve* da carteira de dívida, com referência a 30 de junho de 2015. Em complemento, realizou-se um *reverse stress test*, obtendo-se, para cada um dos operadores, o choque máximo necessário nessa curva para que os elementos constitutivos fossem integralmente consumidos.

Figura 2.23 – Sensibilidade dos elementos constitutivos da margem de solvência à reversão na *yield curve* da carteira obrigacionista das empresas de seguros



Do estudo efetuado, conclui-se que, em termos agregados, uma subida de um ponto percentual na *yield curve* da carteira obrigacionista implicaria uma redução dos elementos constitutivos da margem de solvência de 21%.

Ao nível individual, observou-se que tal evolução levaria à redução de mais de 30% desses elementos em 7 empresas (6 Vida e 1 Mista). Concomitantemente, constatou-se que uma subida de 300 pontos base consumiria a totalidade dos elementos disponíveis para 4 operadores do ramo Vida, de onde se destacam duas empresas que recentemente aumentaram os respetivos fundos próprios através da emissão de empréstimos subordinados, sendo os respetivos elementos constitutivos integralmente consumidos com uma deslocação de apenas 101 e 117 pontos base.

Importa ainda assinalar as repercussões negativas que este possível cenário poderia ter sobre os seguros *unit linked*. Ainda que não diretamente quantificáveis em termos de capital, os riscos reputacionais inerentes às potenciais perdas a assumir pelos tomadores de seguros afiguram-se como um aspeto importante a ter em conta nas estratégias e decisões de investimento a tomar pelas empresas de seguros.

Por último, há ainda que ter em conta que a possível reversão das *yields* no mercado obrigacionista pode potenciar (e/ou vice-versa) efeitos de segunda ordem, tais como a descida dos preços nos mercados acionista e imobiliário, com impactos também materialmente relevantes nos fundos próprios das empresas nacionais.

3 Evolução do setor segurador

3.1 Rendibilidade e solvabilidade

No final do primeiro semestre de 2015, o universo das empresas de seguros supervisionadas pela ASF apresentou um resultado líquido de 432,2 milhões de euros, superior em 68,2% ao lucro verificado no período homólogo⁵, refletindo sobretudo o comportamento positivo dos mercados financeiros nesse período.

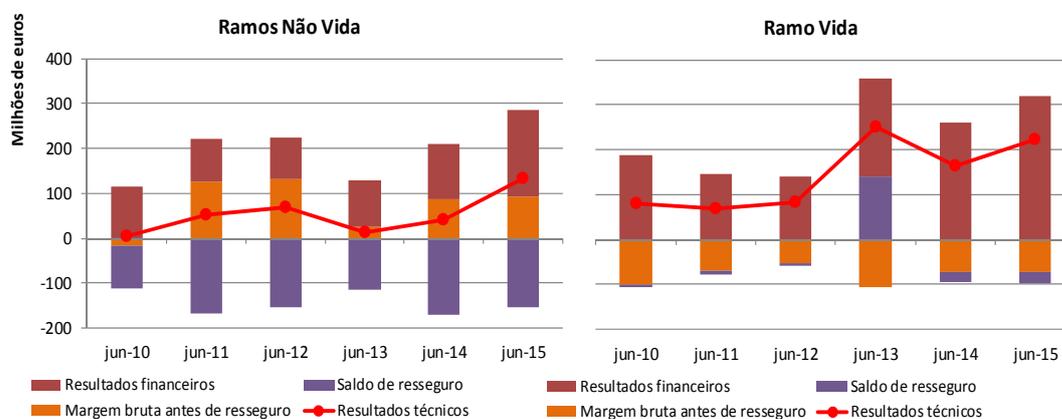
Do total de 46 empresas, 37 apresentaram resultados positivos e, comparativamente com os primeiros seis meses de 2014, 62% dos operadores melhoraram a sua rendibilidade.

O resultado técnico global do mercado segurador supervisionado pela ASF registou um aumento de 57,3%, fixando-se nos 580 milhões de euros⁶.

O ramo Vida apresentou um resultado técnico positivo de 447 milhões de euros, o que corresponde a uma subida de 36% face ao primeiro semestre de 2014, destacando-se o aumento registado ao nível dos resultados financeiros em 23,4%.

De forma similar, no conjunto dos ramos Não Vida, o crescimento dos resultados financeiros em 55,3% impulsionou o aumento dos resultados técnicos, os quais se estabeleceram em 133 milhões de euros a 30 de Junho de 2015.

Figura 3.1 – Resultados técnicos



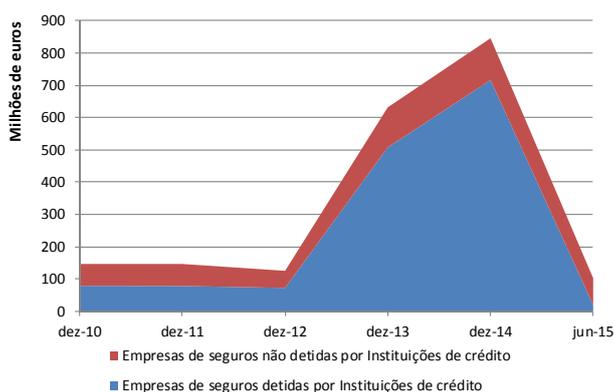
Relativamente aos primeiros seis meses do ano 2015, os operadores distribuíram pelos seus acionistas um total de 102,7 milhões de euros⁷ de resultados e reservas. A escassa distribuição, retomando níveis de 2012, resulta da distribuição antecipada de resultados de 2014. Nesta matéria, sublinha-se a necessidade de os operadores preservarem e/ou reforçarem os seus capitais, atentos às exigências do novo regime de solvência em vigor desde 1 de janeiro de 2016.

⁵ Excluindo o efeito da inclusão de 4 novos operadores, esse crescimento teria sido de 66,9%.

⁶ Excluindo o efeito da inclusão de 4 novos operadores, esse crescimento teria sido de 56,6%.

⁷ Relativos na sua, totalidade, ao exercício de 2014.

Figura 3.2 – Distribuição de resultados e reservas



Deste modo, a taxa de cobertura global da margem de solvência do mercado supervisionado pela ASF fixou-se nos 216,5%, o que corresponde a um acréscimo de 10,3 pontos percentuais desde o final do ano 2014 e a um aumento de 231,2 milhões de euros no excedente da margem, justificado na íntegra pela variação nos elementos disponíveis da margem de solvência.

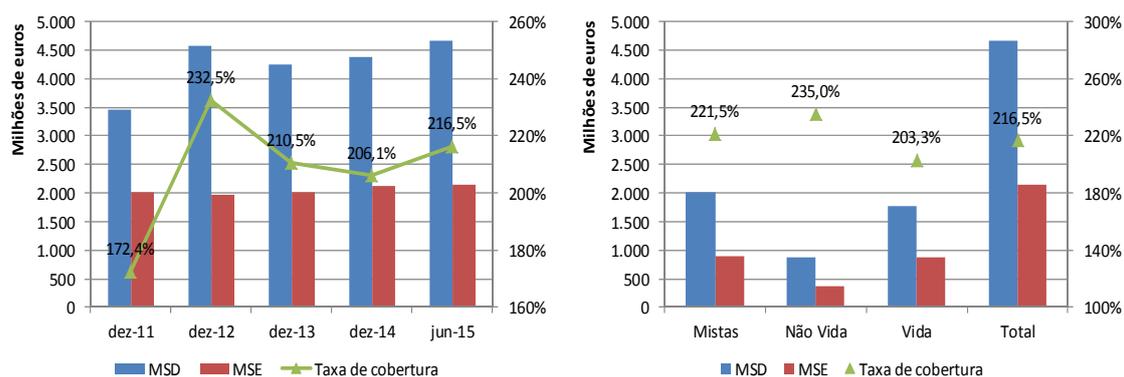
Importa salientar que parte substancial da variação supra referida é justificada por operações de aumento de capital social e de prestações acessórias, que, no seu conjunto, deram lugar à entrada de 87,3 milhões de euros num operador.

É possível concluir que parte substancial do resultado líquido do exercício decorreu da realização de valias potenciais, anteriormente inscritas contabilisticamente nas reservas de reavaliação.

Não obstante as empresas poderem aproveitar as flutuações dos mercados financeiros para a realização de mais-valias, é fundamental continuarem a assegurar a sustentabilidade futura do negócio em especial quando os ativos envolvidos se encontram afetos a responsabilidades de seguros com garantias. Tal pode ser efetuado através da retenção prudente dos montantes realizados, reforçando os respetivos níveis de solvência.

Em termos individuais, registe-se ainda que 38,6% dos operadores melhoraram a sua posição de solvência relativamente a 31 de dezembro de 2014.

Figura 3.3 – Evolução da taxa de cobertura da margem de solvência

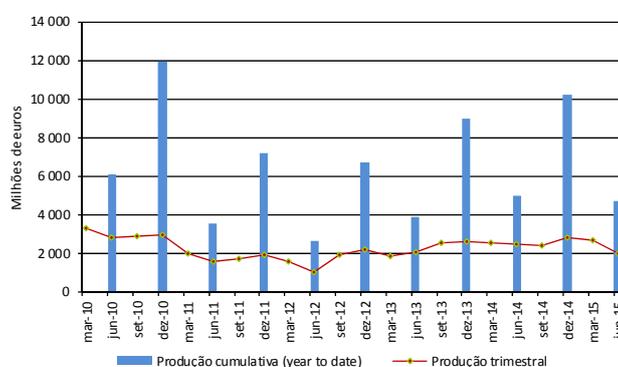


3.2 Atividade Vida

3.2.1 Produção e resgates

No primeiro semestre de 2015, a produção de seguro direto do ramo Vida correspondeu a cerca de 4,7 mil milhões de euros, o que reflete um decréscimo de 6,6% face ao período homólogo anterior (na ordem dos 332 milhões de euros).

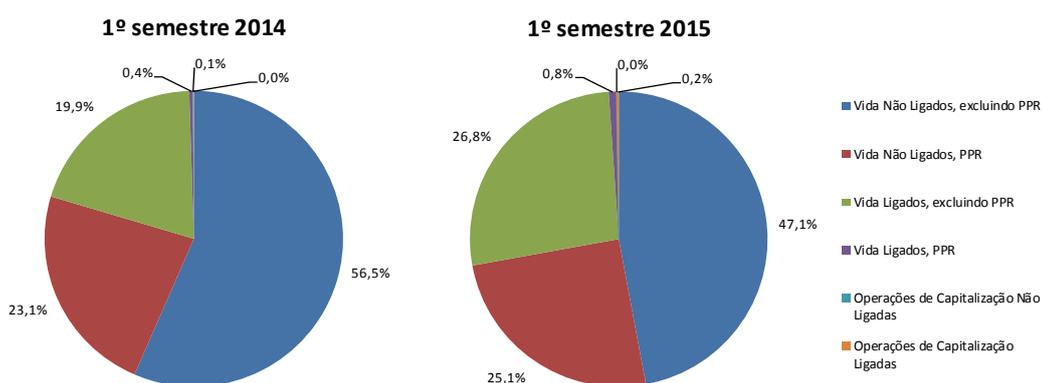
Figura 3.4 – Evolução da produção trimestral de seguro direto



O decréscimo referido decorreu de uma quebra acentuada da produção dos seguros de vida não ligados, excluindo PPR, de 22% (cerca de 633 milhões de euros). Em relação aos PPR não ligados, manteve-se a tendência de evolução positiva que se tem vindo a registar desde meados de 2012, apesar de a taxa de crescimento da produção face ao primeiro semestre de 2014 se ter situado apenas nos 1,2%. A contrastar com estes padrões, a produção dos seguros de vida ligados apresentou um aumento superior a 28% (o que corresponde a quase 287 milhões de euros). É de assinalar, no entanto, que esse aumento resultou de um acréscimo significativo da produção da BPI Vida, que optou por dinamizar mais este segmento de mercado em detrimento do lançamento de produtos com taxas garantidas.

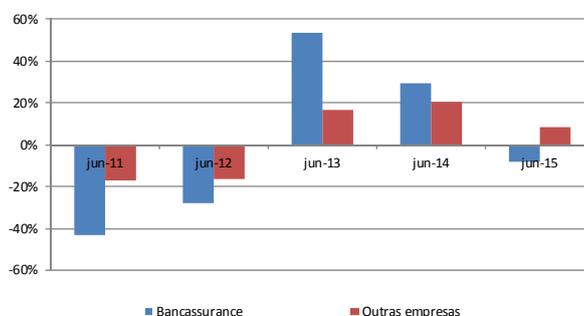
Conseqüentemente, o peso dos seguros de vida ligados no total da produção do ramo Vida registou, no primeiro semestre do ano, um incremento de 7,6 pontos percentuais sobre os 20,3% registados no período homólogo anterior. Por outro lado, a fração correspondente a PPR não ligados apresentou um ligeiro acréscimo de dois pontos percentuais, situando-se nos 25,1%. Em contrapartida, a representatividade dos seguros de vida não ligados, excluindo PPR, reduziu-se para menos de metade da produção total, conforme ilustrado na figura seguinte.

Figura 3.5– Estrutura da produção de seguro direto



A separação das empresas de seguros cujo canal de distribuição está assente na rede de agências bancárias (modelo de *bancassurance*) das restantes permite observar diferenças de comportamento no que se refere à evolução da produção. Em relação ao primeiro semestre do ano, a variação homóloga da produção do segmento *bancassurance*, que representava quase 90% da produção total do ramo Vida, foi negativa (de 8,1%). É de notar que esta variação foi fortemente influenciada pelo decréscimo acentuado da produção da GNB Vida. Excluindo esta entidade da análise obter-se-ia uma variação homóloga positiva de 15,7% para o segmento *bancassurance*.

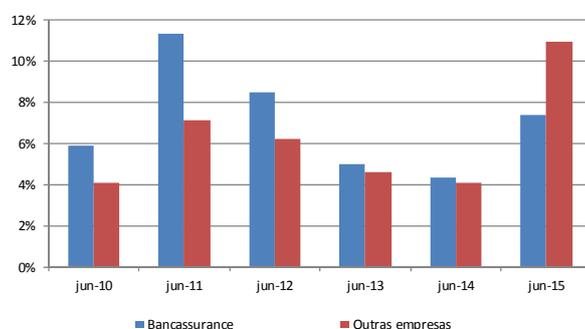
Figura 3.6– Variação homóloga da produção de seguro direto



Nos primeiros seis meses de 2015, a taxa de resgate média situou-se nos 7,7%, 3,4 pontos percentuais acima da taxa observada no primeiro semestre de 2014. Tal contrasta com a tendência de redução que se vinha a observar nos últimos períodos, ainda que o aumento apenas se tenha verificado em relação a um número limitado de operadores

por razões de diversas ordens, incluindo a renegociação de contratos como parte de uma estratégia de *de-risking* e a gestão do risco reputacional.

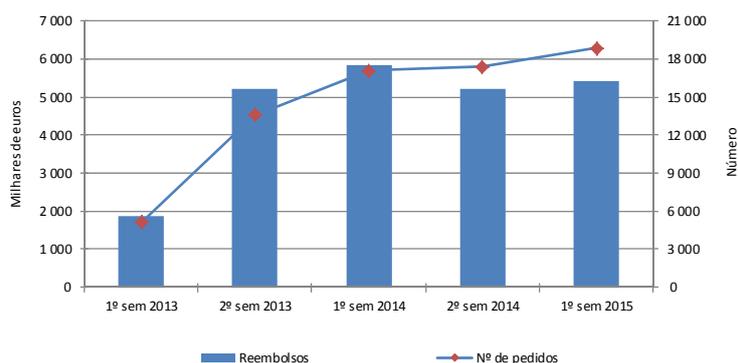
Figura 3.7– Evolução das taxas de resgate



Nota: Taxa de Resgate = Resgates (em n) / Provisões matemáticas, provisões de *unit linked* e passivos financeiros de produtos resgatáveis (em Dez n-1)

Enquadrado na análise da evolução das taxas de resgate, na figura seguinte expõem-se alguns indicadores apurados com base na informação que a ASF tem vindo a recolher desde o início de 2013, no contexto do acompanhamento dos efeitos da extensão das condições legais de reembolso de PPR sem penalização fiscal para o pagamento de prestações de contratos de crédito garantidos por hipotecas sobre imóveis destinados a habitação própria e permanente. No geral, constata-se que o valor dos reembolsos sob a nova condição legal permanece em níveis limitados, correspondendo a 1,4% do montante total dos reembolsos no primeiro semestre de 2015.

Figura 3.8– Evolução do número de pedidos e do valor dos reembolsos



3.2.2 Evolução da exploração de seguros de vida risco temporários

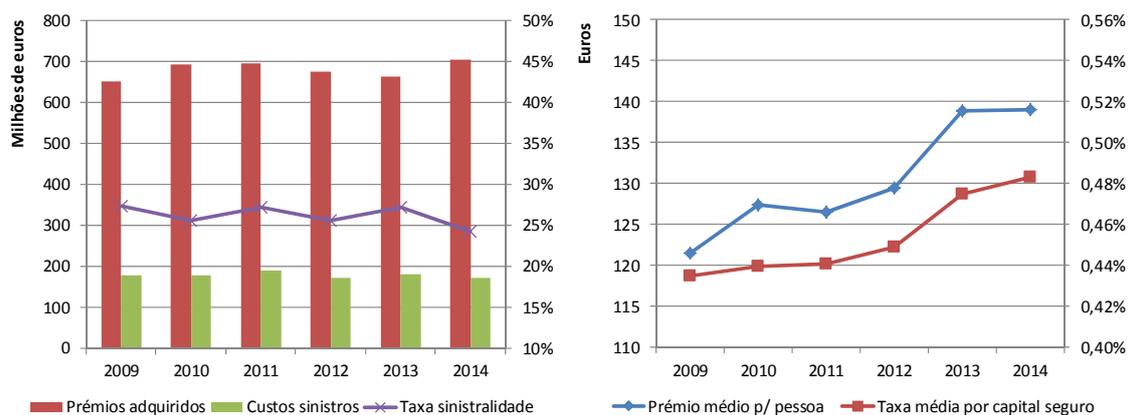
Os seguros de vida risco temporários, representativos de cerca de 6,5% da produção de Vida, continuam a apresentar uma rendibilidade elevada, concorrendo de forma significativa para os resultados técnicos do ramo Vida.

Não obstante se ter observado, entre 2009 e 2014, uma queda acentuada no número de pessoas e capitais seguros (-13,7% e -11,3%), associada à quebra na concessão do crédito à habitação, a produção da modalidade decresceu apenas 1,3% nesse período.

Essa evolução foi suportada por um aumento continuado do *pricing* (14,4% e 11,2%, correspondentes, respetivamente ao prémio médio por pessoa e à taxa média por capital seguro⁸).

Em simultâneo, os custos com sinistros mantiveram-se estáveis e por conseguinte, a taxa de sinistralidade da modalidade continuou a situar-se em níveis reduzidos (com uma taxa média de 26,2%), favorecendo a obtenção de resultados técnicos significativos.

Figura 3.9 – Evolução da taxa de sinistralidade e do *pricing* nos seguros de vida risco temporários



Neste contexto, e no intervalo de tempo sob análise, importa referir o contributo das operações de monetização do *value-in-force* das carteiras de seguros de vida risco, que se verificaram em 3 operadores nos anos de 2012 e 2013, as quais geraram resultados técnicos de carácter não recorrente, no montante global de 411,7 milhões de euros, e que, naturalmente diminuiram a rendibilidade futura da modalidade para essas empresas e para o setor no seu todo.

⁸ Capital seguro sobre prémio bruto emitido.

3.2.3 Evolução da exploração de seguros financeiros

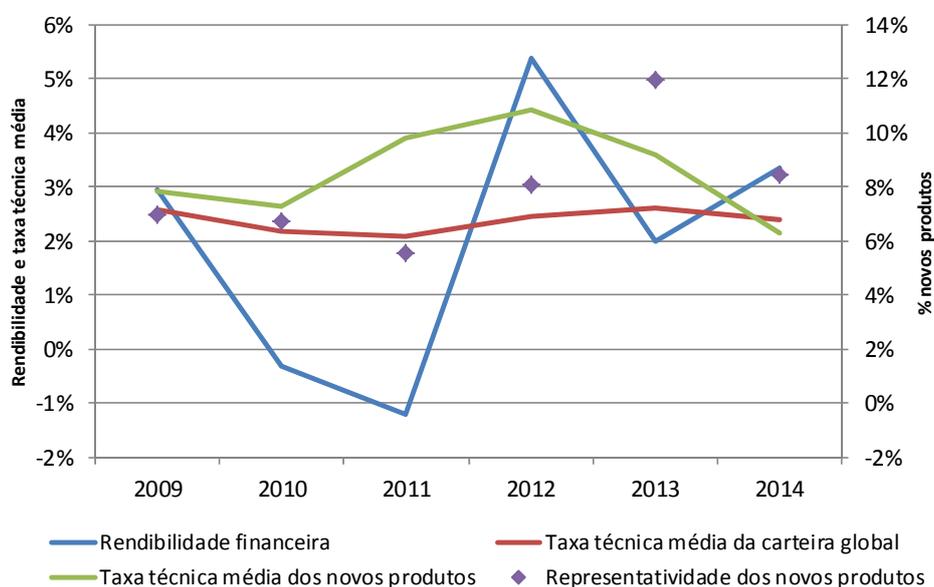
Nos últimos anos, a rentabilidade financeira do ramo Vida apresentou uma elevada volatilidade, intrínseca à instabilidade que os mercados financeiros têm experienciado. Em contrapartida, a taxa técnica média da carteira global de seguros financeiros do ramo Vida⁹, que pode ser utilizada como um indicador da taxa mínima de rentabilidade garantida no ano, manteve-se relativamente estável.

Entre 2009 e 2014, a taxa técnica média¹⁰ situou-se nos 2,4%, tendo os ativos afetos a essas responsabilidades gerado uma rentabilidade financeira média estimada de apenas 2%.

No que respeita aos novos produtos que, no período em análise, representaram anualmente cerca de 8% do valor da provisão matemática total, a taxa técnica média foi sempre superior à taxa técnica média da carteira global.

Constitui exceção a este comportamento o ano 2014 onde, em razão da manutenção das baixas taxas de juro e da redução das *yields* da dívida soberana e dos bancos nacionais para mínimos históricos, as empresas sentiram a necessidade de reduzir substancialmente as taxas garantidas oferecidas.

Figura 3.10 – Comparação das taxas técnicas médias¹¹ e da rentabilidade financeira no ramo Vida



⁹ Incluem-se neste universo os contratos de seguro e de investimento não ligados sob a forma de capitais diferidos, PPR, seguros mistos, *universal life* e operações de capitalização.

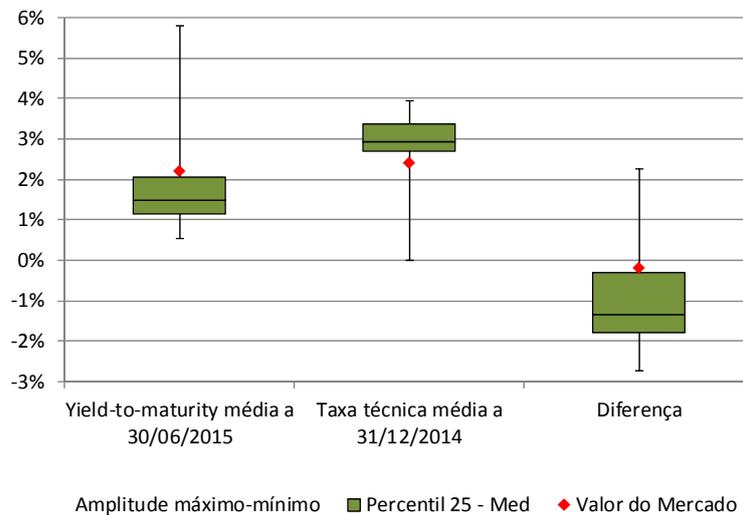
¹⁰ Considerando a média simples das taxas técnicas médias apuradas para os vários anos.

¹¹ A taxa técnica média relativa a cada ano foi apurada considerando a ponderação das taxas técnicas por produto pela respetiva provisão matemática, incluindo os casos em que a taxa técnica é igual a 0.

Ainda assim, a taxa técnica média da carteira global, a 31 de dezembro de 2014, situou-se nos 2,4%, 0,2 pontos percentuais acima da YTM média da respetiva carteira obrigacionista afeta, a 30 de junho de 2015.

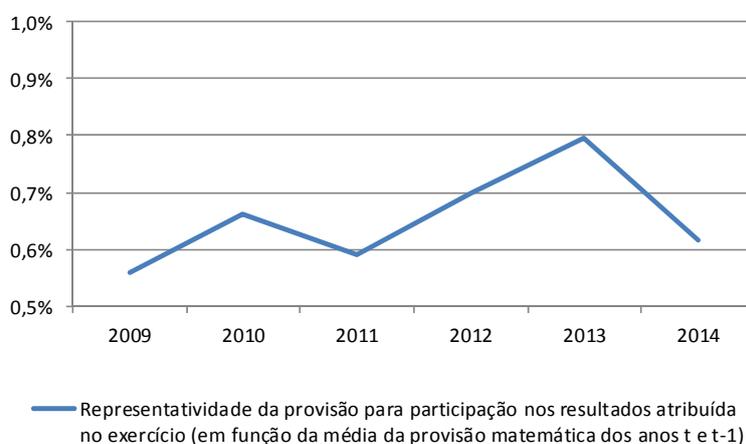
Esta fotografia é extensível a quase todos os operadores, tendo apenas 4 em 21 empresas registado uma diferença favorável.

Figura 3.11 – Distribuição das taxas técnicas médias e das YTM médias



Importa ainda salientar que, em complemento às taxas garantidas, as empresas têm continuado a atribuir e a distribuir participação nos resultados (que para os seguros financeiros é geralmente definida em função dos respetivos resultados financeiros), tendo a provisão para participação nos resultados atribuída no exercício representado, em termos médios, 0,65% do stock de responsabilidades dos contratos de seguro não ligados que preveem essa participação.

Figura 3.12 – Representatividade da provisão para participação nos resultados atribuída no exercício, na provisão matemática dos contratos de seguro não ligados com participação nos resultados (inclui capitais diferidos, mistos, PPR e universal life)



Conclui-se, desta forma que, em termos médios, a rendibilidade dos ativos afetos aos seguros financeiros nos últimos anos não tem sido suficiente para cobrir as garantias de rendibilidade oferecidas.

Este risco é mitigado pelo facto de os novos contratos oferecerem taxas inferiores às *yields* atuais e de uma parte importante da carteira já prever mecanismos que permitem a adaptação periódica, geralmente anual, das garantias mínimas de rendibilidade às condições de mercado vigentes. No entanto, para o *stock* de produtos em carteira, antecipa-se que o setor continuará a enfrentar dificuldades na obtenção de rendibilidades que permitam assegurar o cumprimento das responsabilidades contratualizadas, sem o recurso ao consumo de fundos próprios das empresas.

3.3 Atividade Não-Vida

3.3.1 Produção e sinistralidade

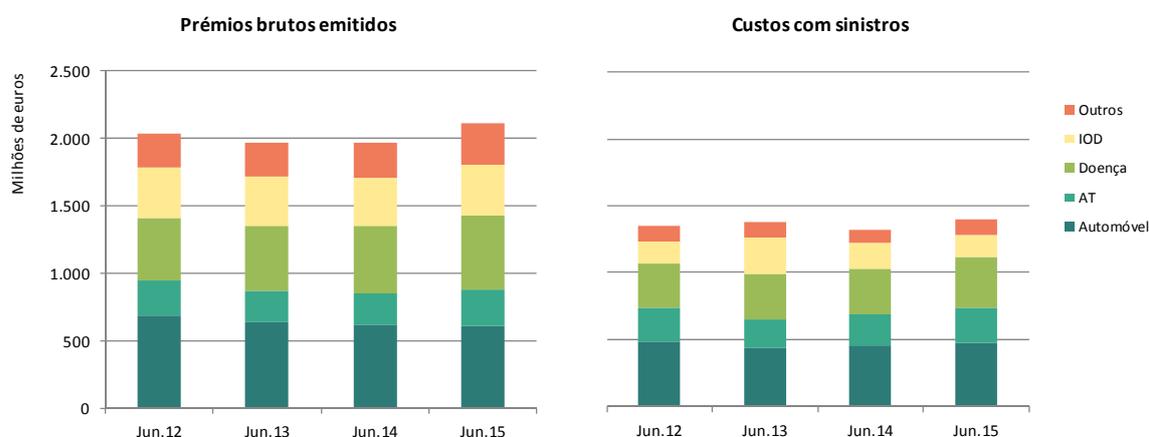
Invertendo a tendência de anos transatos, a produção nos ramos Não Vida, medida pelos prémios brutos emitidos, sofreu um aumento de 7,3% face ao semestre homólogo de 2014. Note-se, no entanto, que, retirando o efeito da inclusão das três novas empresas a operar nos ramos Não Vida, a variação da produção das empresas de seguros sob a supervisão da ASF seria de 3,6%. Esta subida foi impulsionada sobretudo pelos segmentos de Acidentes de Trabalho e Doença, nos quais a produção experienciou um aumento de, respetivamente, 14,0% e 11,6% (8% e 8,7% excluindo, o efeito dos novos operadores).

Contrariamente, o ramo Automóvel verificou uma descida na produção de 1,5% (uma descida de 5,1%, excluindo a nova empresa que comercializa o ramo) e consequente decréscimo de peso de mercado em 2,6 pontos percentuais, mantendo-se, contudo,

como o ramo com maior representatividade. Em contrapartida, o ramo Doença continua a sua tendência de crescimento, verificando um acréscimo da quota de mercado em 1 ponto percentual.

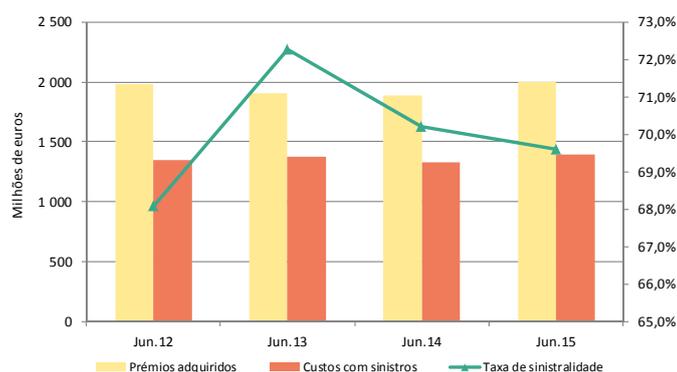
Relativamente aos custos com sinistros, os ramos Não Vida experienciaram um aumento de 5,2% face ao semestre homólogo (1,2%, excluindo o efeito dos novos operadores). As modalidades de Doença e de Acidentes de Trabalho foram as que mais contribuíram para este aumento, enquanto que o ramo Incêndio e Outros Danos foi o que apresentou a diminuição mais relevante.

Figura 3.13 – Evolução da produção e dos custos com sinistros de Não Vida



Consequentemente, no primeiro semestre do ano 2015, a taxa de sinistralidade dos ramos Não Vida experienciou um decréscimo de 0,6 pontos percentuais relativamente ao semestre homólogo, estabelecendo-se nos 69,6%.

Figura 3.14 – Evolução da taxa de sinistralidade de Não Vida



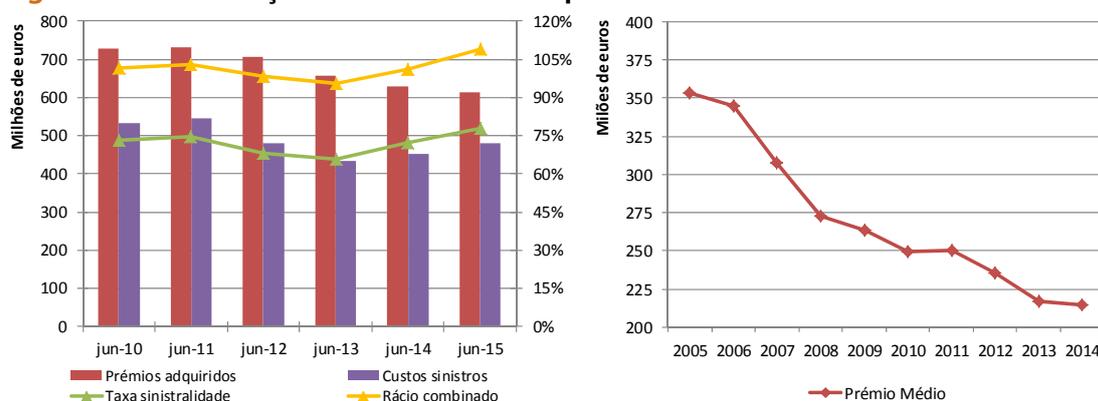
3.3.2 Evolução da exploração do ramo Automóvel

Relativamente ao ramo Automóvel, continuou-se a assistir a uma tendência de deterioração dos indicadores operacionais. Face ao semestre homólogo de 2014, os prémios adquiridos diminuíram 2,3% (-6,1%, excluindo o efeito dos novos operadores no

ramo) e os custos com sinistros aumentaram 5,6% (1,2%, excluindo o efeitos dos novos operadores), provocando um acréscimo da taxa de sinistralidade em 5,9 pontos percentuais, que se estabeleceu nos 77,9%. Similarmente, o crescimento verificado nos custos de exploração levou a um aumento da taxa de despesas de gestão. Em consequência, a ação combinada da evolução de ambas as taxas levou ao acréscimo do rácio combinado em 7,8 pontos percentuais, situando-se nos 108,8%.

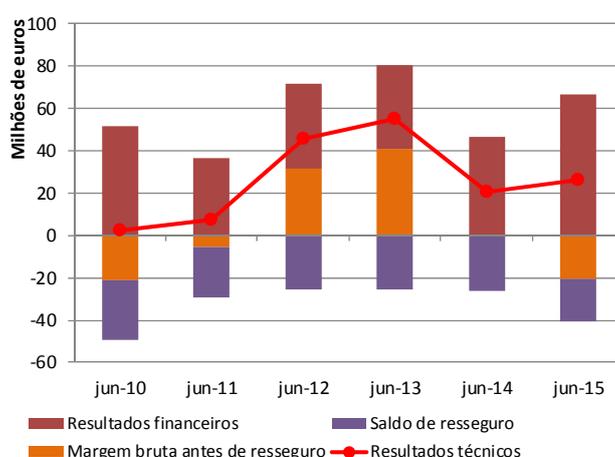
Tal como referido no ponto 2.1, observa-se que a redução do prémio médio continua a influenciar negativamente a produção, tendo-se registado, entre 2005 e 2014, uma quebra de 39,6% na tarifa média praticada.

Figura 3.15 – Evolução dos indicadores operacionais de Automóvel



Apesar de os indicadores operacionais terem registado um agravamento, os resultados técnicos subiram 30,3%, estabelecendo-se nos 27 milhões de euros. Esta evolução deve-se essencialmente ao aumento acentuado que os resultados financeiros registaram, uma vez que a margem bruta de resseguro apresentou um resultado negativo de 20 milhões de euros. Comparativamente com o período homólogo, apenas 5 das 20 empresas apresentaram um resultado técnico positivo, contra 9 em 19 a 30 de junho de 2014.

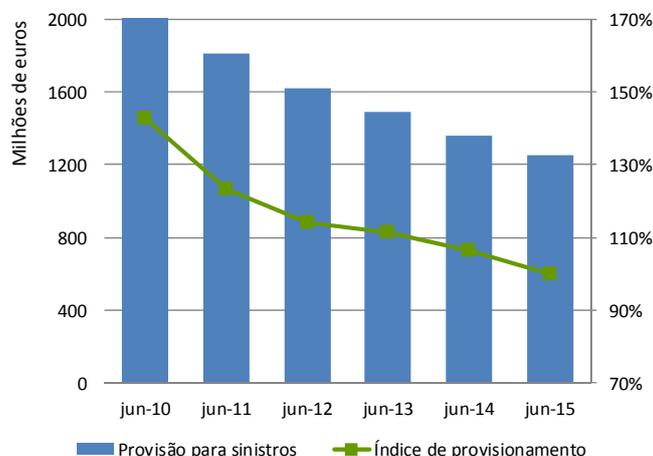
Figura 3.16 – Evolução dos resultados técnicos de Automóvel



Em paralelo, manteve-se o comportamento de redução do nível do provisionamento. As provisões para sinistros diminuíram 8,2% face ao semestre homólogo (totalizando 1,25

mil milhões de euros), o que levou ao decréscimo do índice de provisionamento em 6,3 pontos percentuais, estabelecendo-se nos 100,0%. Refira-se que, desde o primeiro semestre de 2010 o índice de provisionamento diminuiu 42,7 pontos percentuais.

Figura 3.17 – Evolução do índice de provisionamento de Automóvel



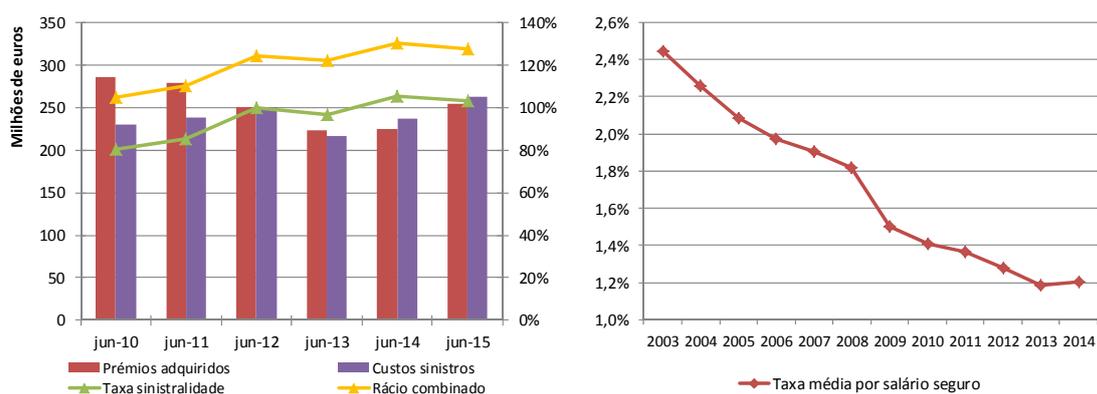
Neste sentido, deve salientar-se a necessidade de um maior rigor nos processos de subscrição e tarificação, por forma a não prejudicar a sustentabilidade futura da modalidade e a reduzir a dependência do resultado técnico dos resultados financeiros. Em simultâneo, deve ser enfatizada a importância de ser salvaguardada a robustez do respetivo provisionamento.

3.3.3 Evolução da exploração da modalidade Acidentes de Trabalho

No que respeita à modalidade de Acidentes de Trabalho, o primeiro semestre de 2015 registou uma melhoria ligeira nos indicadores operacionais, quando comparado com o semestre homólogo de 2014, mantendo-se contudo em níveis ainda não adequados. Em particular, a taxa de sinistralidade decresceu 2,4 pontos percentuais, estabelecendo-se nos 103,3%, e o rácio combinado decresceu 2,5 pontos percentuais, estabelecendo-se nos 127,8%. No período em análise, a produção, medida pelos prémios adquiridos, e os custos com sinistros experienciaram uma subida de 13,3% e 10,7% (7,4% e 5,8%, excluindo o efeitos dos novos operadores), respetivamente.

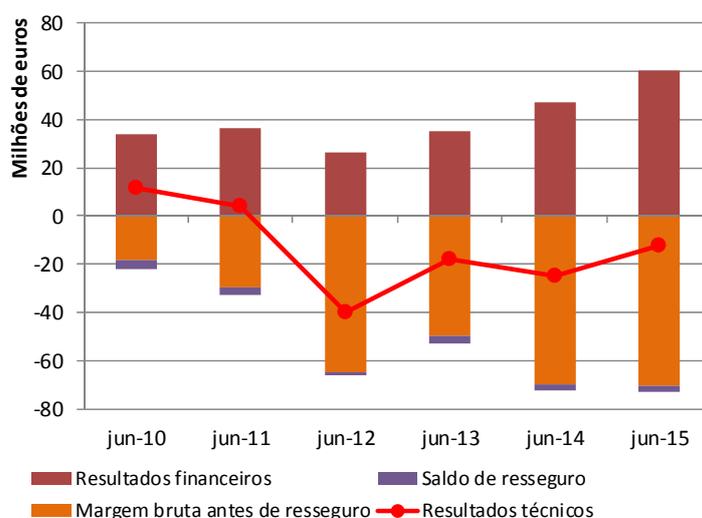
Note-se que o aumento da produção reflete, em parte, a inversão da tendência de descida das taxas cobradas por salário seguro que se observava desde 2003, período em que se verificou uma redução acumulada de 50,6% nas tarifas médias praticadas.

Figura 3.18 – Evolução dos indicadores operacionais de Acidentes de Trabalho



Decorrente dessa evolução favorável, e sobretudo, em resultado do crescimento dos resultados financeiros, os quais somaram 61 milhões de euros no primeiro semestre de 2015, a modalidade apresentou uma melhoria do resultado técnico global, ainda assim situado em valores negativos, de -12 milhões de euros. Refira-se que, à data da análise, apenas 6 dos 18 operadores apresentaram resultados técnicos positivos.

Figura 3.19 – Evolução dos resultados técnicos de Acidentes de Trabalho



A provisão para sinistros manteve o comportamento ascendente iniciado em 2011, refletindo o aumento da produção, mas também, em boa medida, a evolução das taxas de desconto ao longo desse período. Contrariamente ao observado nos últimos anos, esse aumento não acompanhou o crescimento da produção, tendo o índice de provisionamento diminuído 14,4 pontos percentuais, fixando-se nos 394,1%.

Figura 3.20 – Evolução do índice de provisionamento de Acidentes de Trabalho



As recentes medidas que têm vindo a ser tomadas pelas empresas de seguros ao nível da tarificação, no sentido do restabelecimento do equilíbrio técnico da modalidade, concomitantes com o reforço do provisionamento, não são ainda suficientes, continuando a observar-se desvios significativos face aos planos de reequilíbrio apresentados pelos operadores em 2014.

Assim, e tendo em atenção as especificidades da própria modalidade, mais uma vez se salienta a necessidade de o mercado seguir práticas ainda mais prudentes ao nível da política de subscrição e tarificação, visando a comercialização de contratos com tarifas ajustadas às responsabilidades a assumir. De igual modo, deve ser reduzida a excessiva dependência da sustentabilidade da modalidade do comportamento dos mercados financeiros.

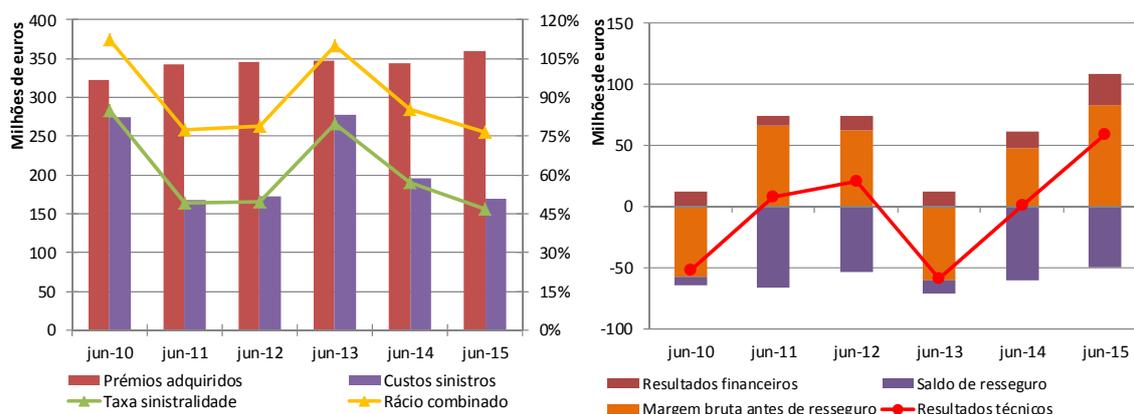
3.3.4 Evolução da exploração dos ramos de Incêndio e Outros Danos

Nos últimos anos, o ramo de Incêndio e Outros Danos tem experienciado alguma volatilidade nos resultados, intrínseca à natureza dos riscos cobertos.

Ao nível operacional, na data em análise, observou-se um decréscimo da taxa de sinistralidade em 9,8 pontos percentuais (situando-se nos 47,1%), causado pelo efeito combinado do aumento dos prémios adquiridos em 4,3% (0,8%, excluindo o efeito dos novos operadores) e da diminuição dos custos com sinistros em 13,7% (17,4%, excluindo o efeito dos novos operadores). Já a taxa de despesas de gestão experienciou um crescimento desde o primeiro semestre de 2014. No entanto, esta subida não contrabalançou a evolução da taxa de sinistralidade, pelo que o rácio combinado deste grupo de ramos decresceu 9 pontos percentuais e estabeleceu-se nos 76,4%.

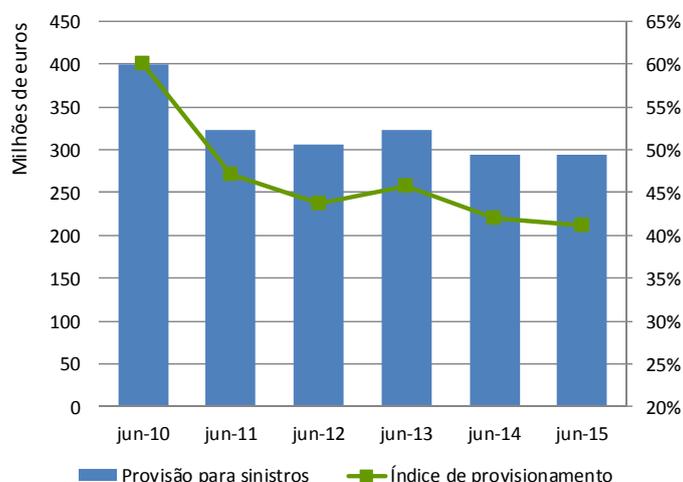
Deste modo, o resultado técnico aumentou para 59 milhões de euros, evidenciando igualmente uma melhoria dos resultados financeiros, que se fixaram nos 26 milhões de euros. Note-se que apenas 4 em 20 operadores apresentaram um resultado técnico negativo.

Figura 3.21 – Evolução dos indicadores operacionais e dos resultados técnicos de Incêndio e Outros Danos



A provisão para sinistros no final do primeiro semestre para os últimos 4 anos tem-se mantido relativamente constante, pelo que as variações registadas no índice de provisionamento têm sido influenciadas pela variação dos prémios adquiridos. Com efeito, à data em análise, a provisão para sinistros totalizou 294 milhões de euros e o índice de provisionamento fixou-se nos 41,1%, o que corresponde a um decréscimo de 0,9 pontos percentuais face ao período homólogo de 2014.

Figura 3.22 – Evolução do índice de provisionamento de Incêndio e Outros Danos



Dada a elevada volatilidade dos indicadores operacionais, patente na experiência registada nos gráficos anteriores, sublinha-se a importância de as empresas continuarem a ressegurar os seus riscos de forma adequada.

3.3.5 Evolução da exploração da modalidade Doença

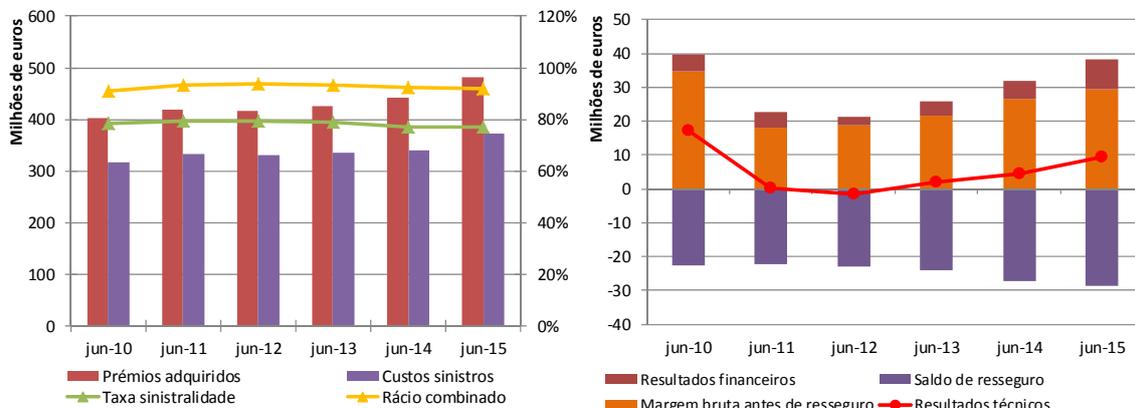
Devido à sua natureza, o ramo Doença tem apresentado uma baixa variabilidade nos indicadores operacionais e técnicos ao longo dos últimos anos.

A taxa de sinistralidade decresceu apenas 0,2 pontos percentuais, estabelecendo-se nos 77,1%, e o rácio combinado decresceu 0,5 pontos percentuais, fixando-se nos 91,7%.

Tanto a produção, medida pelos prémios adquiridos, como os custos com sinistros apresentaram uma evolução ascendente nos últimos 4 anos, registando uma subida de 9,4% e 9,2%, respetivamente, no primeiro semestre de 2015 (6,8% e 6,1%, respetivamente, excluindo o efeito dos novos operadores).

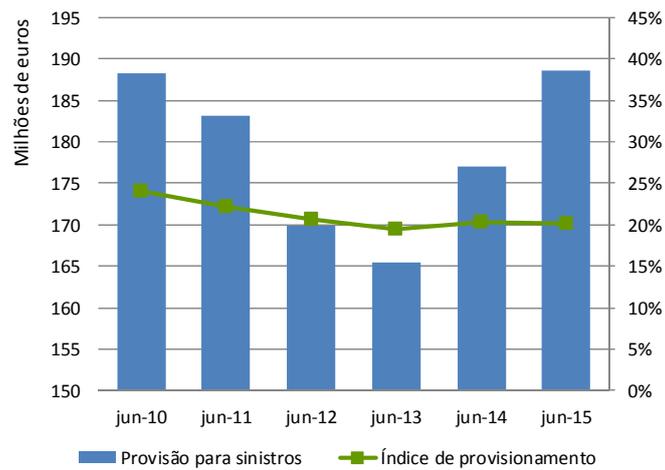
Relativamente aos resultados técnicos, a modalidade tem experienciado um crescimento progressivo nos últimos 3 anos, refletindo a evolução favorável dos resultados financeiros. No primeiro semestre de 2015 o resultado técnico situou-se nos 10 milhões de euros, a margem bruta de resseguro nos 30 milhões de euros e o resultado financeiro nos 9 milhões de euros. Entre as 22 empresas que exploram o ramo, 13 apresentaram resultados positivos.

Figura 3.23 – Evolução dos indicadores operacionais e dos resultados técnicos de Doença



De forma similar, o índice de provisionamento tem permanecido relativamente estável nos últimos anos, com a variação das provisões para sinistros a acompanhar a variação dos prémios adquiridos. Tal deve-se também ao perfil de curto prazo das responsabilidades associadas. A 30 de junho de 2015, a provisão para sinistros totalizou 189 milhões de euros e o índice de provisionamento situou-se em 20,1%, o que corresponde a um decréscimo de 0,2 pontos percentuais relativamente ao período homólogo anterior.

Figura 3.24 – Evolução do índice de provisionamento de Doença

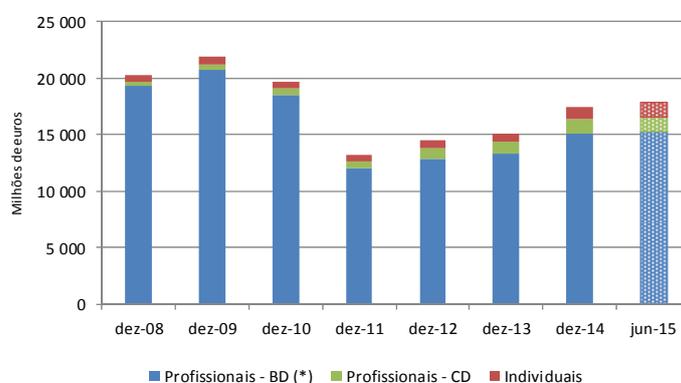


Da análise efetuada conclui-se que a modalidade de Doença continua a evidenciar-se como uma linha de negócio rentável, sublinhando-se a importância de ser assegurado o rigor ao nível da subscrição e tarificação.

4 Evolução do setor dos fundos de pensões

No primeiro semestre de 2015, o mercado português de fundos de pensões manteve a tendência de evolução positiva que se tem vindo a verificar desde finais de 2011, ascendendo a quase 17,9 mil milhões de euros. Durante esse período, os fundos profissionais e individuais apresentaram taxas de crescimento de 1,4% e 14,7%, respetivamente. É de realçar que, ao longo dos últimos anos, o peso dos ativos sob gestão referentes a fundos individuais tem vindo a registar um aumento progressivo, correspondendo a 7% do montante total dos fundos de pensões em junho de 2015 (que compara, por exemplo, com 3% em dezembro de 2008).

Figura 4.1 – Evolução do montante dos fundos de pensões



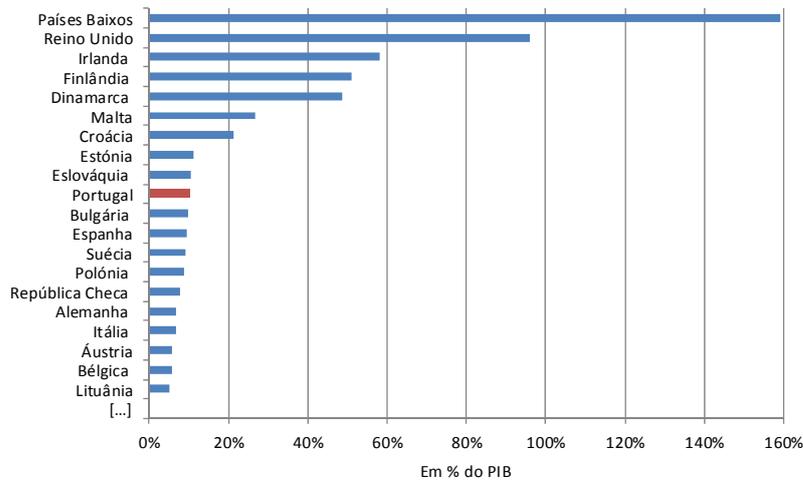
(*) Inclui os montantes relativos aos planos de benefícios de saúde

O setor dos fundos de pensões representava, em termos de montante, 10,1% do produto interno bruto (PIB) nacional no final de 2014 (9,1% no ano anterior), cobrindo um universo de 309,8 mil participantes¹², ou seja, 6% da população ativa portuguesa.

Na Figura 4.2 compara-se o peso do setor dos fundos de pensões na economia nacional com a realidade de outros Estados-Membros da União Europeia. Embora Portugal se encontre na 10.ª posição, observa-se uma diferença significativa face aos países que ocupam as primeiras posições do *ranking*, onde a representatividade dos fundos de pensões em termos do respetivo PIB é superior a 50%.

¹² Saliente-se que o número de participantes encontra-se sobrestimado pelo facto de terem sido contabilizados mais do que uma vez os participantes cobertos por mais do que um veículo de financiamento.

Figura 4.2 – Peso do setor dos fundos de pensões em % do PIB (final de 2014)

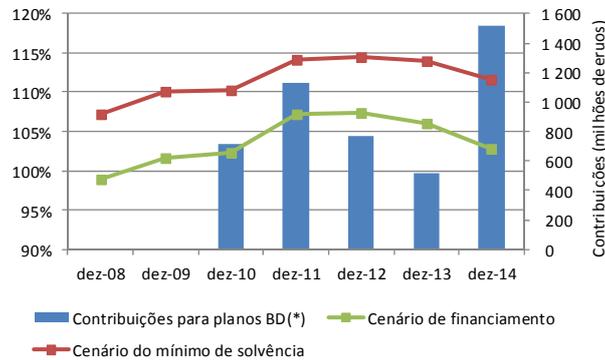


Fonte: *OECD Global Pension Statistics*

As diferenças podem ser explicadas pela organização e características dos sistemas nacionais de pensões, incluindo a maturidade do sistema privado de pensões e o(s) tipo(s) de veículo(s) de financiamento mais utilizados. Em Portugal, o sistema público da Segurança Social assume um papel de relevo na formação de pensões de reforma. Os fundos de pensões, apesar de serem o veículo privilegiado de financiamento de planos de pensões profissionais, exibem uma forte concentração em torno dos planos de benefício definido instituídos ao abrigo do acordo coletivo de trabalho do setor bancário, também estes tradicionalmente afetos ao primeiro pilar de proteção social. Por outro lado, no contexto das pensões individuais, os planos de planos poupança-reforma (PPR) sob a forma de seguros de vida ocupam uma posição de destaque. Este panorama justifica a limitada representatividade do setor dos fundos de pensões em termos do PIB, ainda que, atendendo aos desafios de sustentabilidade financeira que a Segurança Social enfrenta, no futuro, os fundos de pensões, tal como outros veículos de poupança de médio e longo prazo, possam vir a tornar-se cada vez mais importantes na constituição de benefícios complementares de reforma.

Como se observou na Figura 4.1, os planos de benefícios definido concentram grande parte dos montantes geridos (cerca de 86% no final do primeiro semestre de 2015). Neste contexto, a análise da evolução do nível de financiamento das responsabilidades, apresentado na Figura 4.3, é um indicador relevante da posição financeira e de solvência dos fundos de pensões.

Figura 4.3 – Evolução do nível de financiamento dos planos de benefício definido¹³ e das respetivas contribuições



(*) Informação disponível a partir de 2010

Comparativamente ao final de 2013, o nível global de financiamento apresentou um decréscimo tanto no cenário de financiamento (de 106% para 103%) como no cenário do mínimo de solvência (de 114% para 112%). Tal decorreu essencialmente da revisão generalizada dos pressupostos de taxa de desconto assumidos na avaliação das responsabilidades, tendo em vista a sua adaptação ao contexto económico-financeiro, caracterizado pela manutenção de um ambiente de baixas taxas de juro. Na sequência da revisão referida, que levou a um aumento do valor das responsabilidades, os associados tiveram de efetuar contribuições adicionais com vista à manutenção de níveis de financiamento adequados. Efetivamente, o volume das contribuições para os planos de benefício definido, que tende a exibir uma forte correlação com o respetivo nível de financiamento, quase triplicou em 2014.

Para 2015, a revisão em baixa dos pressupostos da taxa de desconto foi mais ligeira, pelo que, o montante de contribuições diminuiu significativamente face ao ano anterior.

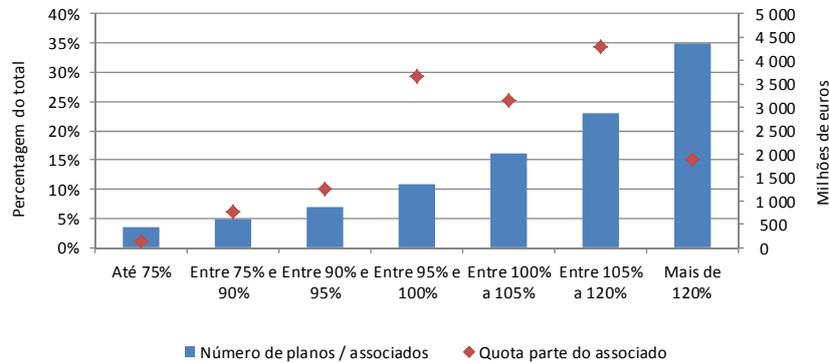
Numa ótica individual, a percentagem de planos com um nível de financiamento inferior a 100% situou-se nos 26%, que compara com pouco mais de 35% em 2013¹⁴. Por outro lado, cerca de 35% dos casos apresentavam um nível de financiamento acima dos 120% (sensivelmente um terço dos casos em 2013).

¹³ O nível de financiamento é, em primeiro lugar, calculado por 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.

No caso dos planos sujeitos a exigências mínimas previstas em regulamentação específica e que conduzam a responsabilidades superiores às resultantes da aplicação das regras do nível mínimo de solvência estabelecidas na Norma Regulamentar n.º 21/1996, de 5 de dezembro, foram consideradas essas exigências para efeitos de cálculo do nível de financiamento.

¹⁴ Note-se que a regulamentação específica aplicável aos fundos de pensões do setor bancário prevê a obrigatoriedade de financiamento integral das responsabilidades por pensões em pagamento e de um nível mínimo de financiamento de 95% das responsabilidades por serviços passados de pessoal no ativo, sem prejuízo dos mínimos de solvência estabelecidos na Norma Regulamentar n.º 21/1996, de 5 de dezembro.

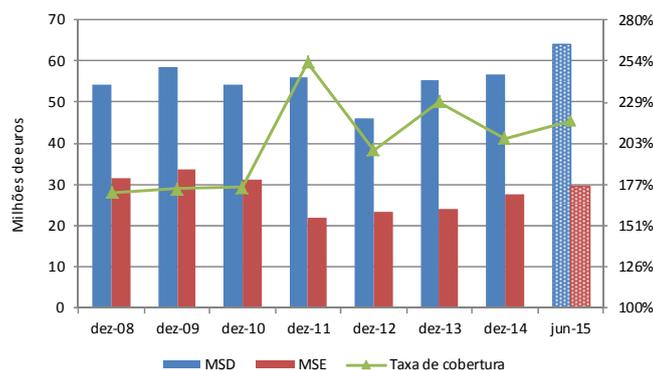
Figura 4.4 – Distribuição relativa do nível de financiamento no cenário do mínimo de solvência por plano / associado no final de 2014



Ao nível das sociedades gestoras de fundos de pensões, a análise da evolução da margem de solvência permite concluir que, tal como em anos anteriores, a taxa global de cobertura da margem de solvência exigida permaneceu bastante acima dos 100%, embora uma entidade tenha apresentado uma taxa de cobertura ligeiramente abaixo desse patamar.

No primeiro semestre de 2015, a taxa global de cobertura cifrou-se na ordem dos 217%, o que reflete uma melhoria de 11 pontos percentuais face ao final do ano anterior. Atendendo à evolução positiva do montante total dos fundos de pensões, que conduz a um aumento da margem exigida, a melhoria registada é explicada por um acréscimo relativo superior da margem disponível, tendo apenas uma entidade exibido uma ligeira redução da margem disponível, sem grande impacto na respetiva taxa de cobertura.

Figura 4.5 – Margem de solvência das sociedades gestoras de fundos de pensões



5 Avaliação dos riscos do setor

5.1 Inquérito qualitativo sobre a avaliação dos riscos do setor segurador e dos fundos de pensões

Pelo quinto semestre consecutivo, a ASF procedeu ao levantamento da perceção do setor sobre os riscos com potencial para afetar a estabilidade da atividade seguradora e dos fundos de pensões.

Este questionário manteve a estrutura da recolha anterior, sendo dividido em quatro secções: riscos macroeconómicos e dos mercados financeiros, riscos estruturais da empresa ou do setor, riscos específicos de seguro e dos fundos de pensões e riscos operacionais.

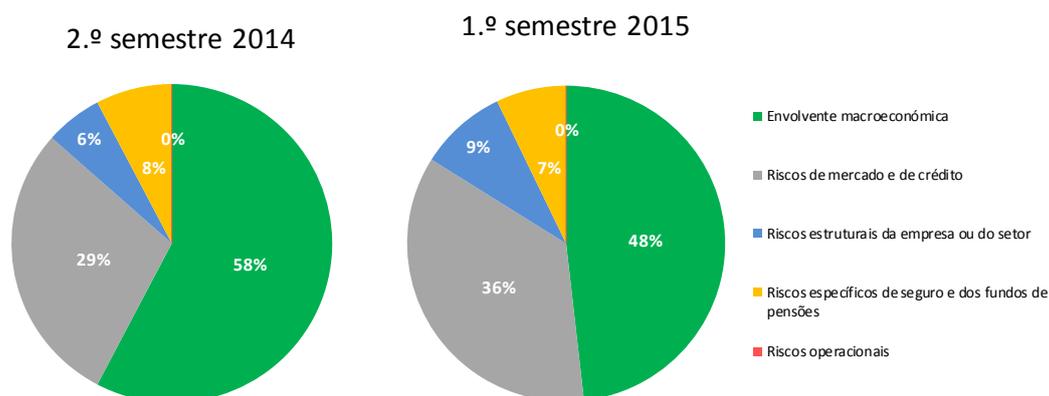
Neste inquérito, relativo ao primeiro semestre de 2015¹⁵, participaram 46 empresas de seguros e 11 sociedades gestoras de fundos de pensões (SGFP).

5.1.1 Hierarquização e caracterização das classes de risco

Na recolha em análise, os riscos associados à envolvente macroeconómica continuam a assumir-se como os mais relevantes para o setor, ainda que, comparativamente à edição anterior, se tenha evidenciado um aumento do número de operadores que atribui maior importância aos riscos de mercado e de crédito, em detrimento dos primeiros. De facto, 49% dos participantes são da opinião que os riscos de mercado e de crédito sofreram um agravamento ligeiro face ao semestre anterior, ao mesmo tempo que 45% consideram que se verificou uma melhoria ligeira dos riscos associados à envolvente macroeconómica. Estes desenvolvimentos não serão alheios à melhoria de indicadores macroeconómicos face a 2014, por um lado, e à manutenção do ambiente de baixas taxas de juro e ao aumento da volatilidade dos mercados financeiros, por outro.

¹⁵ Uma vez que as respostas foram recebidas pela ASF até meados de setembro de 2015, importa ressaltar que as mesmas não incorporam a provável variação da perceção dos riscos resultante de acontecimentos posteriores a essa data, onde se destacam a mudança de Governo e as medidas recentes relacionadas com o BANIF e com o BES/Novo Banco.

Figura 5.1 – Evolução da classe de risco de maior importância



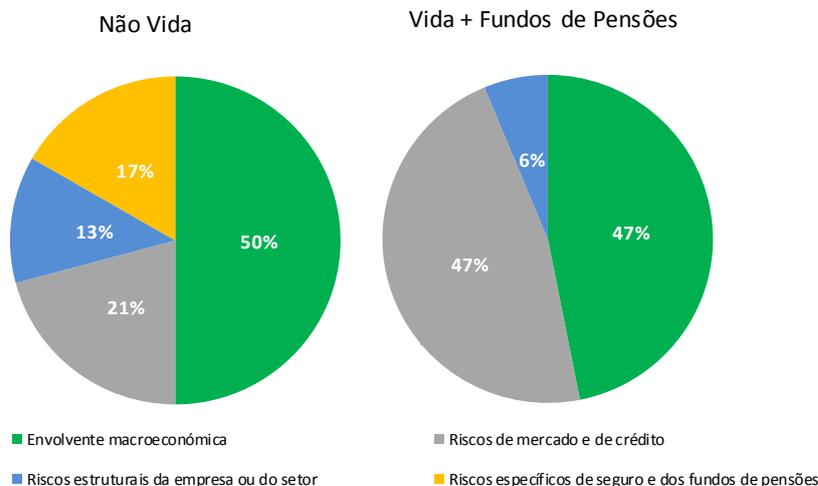
Face ao inquérito anterior, nota-se também um aumento da preponderância dos riscos estruturais da empresa ou do setor, em 3,2 pontos percentuais. Esta evolução refletirá o panorama atual (i) ao nível do setor, com alguns operadores a destacarem as exigências acrescidas face à entrada em vigor do regime Solvência II, e (ii) ao nível de alguns operadores, cuja atividade se encontra fortemente condicionada por circunstâncias que têm afetado as respetivas estruturas acionistas, nomeadamente alguns grupos bancários nacionais.

Relativamente às perspetivas de evolução futura, nota-se algum otimismo relativamente à evolução da envolvente macroeconómica, com quase metade dos inquiridos a perspetivar uma melhoria ligeira. Realce ainda para a expectativa de cerca de um terço dos operadores de melhoria ao nível dos riscos operacionais, tendo algumas entidades referido que têm procedido à revisão e melhoria dos seus processos de controlo interno, no âmbito da preparação para a aplicação dos requisitos do Solvência II.

Em termos de segmentação em função da atividade predominante, subsiste a dicotomia entre os operadores dos ramos Não Vida e os restantes operadores. Enquanto para o segundo grupo os riscos de mercado e de crédito assumem um peso equivalente ao dos riscos macroeconómicos, para as empresas Não Vida esses riscos apresentam um peso mais próximo dos riscos estruturais e dos riscos específicos do negócio, com os riscos associados à envolvente macroeconómica claramente destacados na dianteira. Mantêm-se, assim, o alinhamento da hierarquização dos riscos com a preponderância esperada dos módulos da fórmula padrão do Requisito de Capital de Solvência do novo regime, tendo por base o mais recente estudo efetuado pela ASF¹⁶.

¹⁶ Estudo "Impacto quantitativo do novo regime de solvência para o setor segurador", publicado como parte integrante do Relatório do Setor Segurador e dos Fundos de Pensões relativo a 2014, e disponível em www.asf.com.pt.

Figura 5.2 – Classe de risco de maior importância por segmento de negócio do inquirido



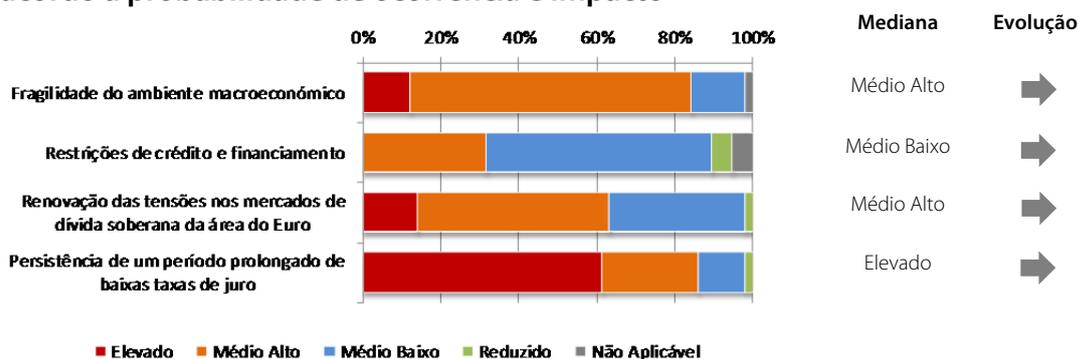
5.1.2 Riscos associados à envolvente macroeconómica e aos mercados financeiros

5.1.2.1 Envolvente macroeconómica

Ao nível dos riscos associados à envolvente macroeconómica, o mais relevante – medido pelo efeito combinado entre a probabilidade de ocorrência e o correspondente impacto – continua a ser a persistência de um período prolongado de baixas taxas de juro. A conjugação do impacto na valorização dos passivos de maior maturidade, com as pressões que a atual conjuntura coloca ao nível da atratividade e rentabilidade dos novos produtos e da capacidade de obtenção de rendibilidades que suportem as garantias financeiras oferecidas nos contratos existentes, continua a ser determinante para a eleição deste risco por parte dos operadores do setor.

Face ao inquérito anterior, todos os riscos mantiveram as classificações medianas inalteradas.

Figura 5.3 – Classificação dos riscos associados à envolvente macroeconómica de acordo a probabilidade de ocorrência e impacto¹⁷



No que toca às perspetivas de curto/médio prazo, para quase todos os fatores de risco, cerca de metade dos operadores perspetiva a continuação da recuperação da envolvente macroeconómica. A exceção é o atual ambiente de baixas taxas de juro, onde a maioria dos inquiridos não antevê alterações no futuro próximo.

Apesar dessa maioria otimista, é de realçar a disparidade registada quanto à fragilidade do ambiente macroeconómico, com cerca de um quarto dos inquiridos a antever o agravamento dessa condição. Com efeito, a economia nacional registou um ligeiro abrandamento no segundo semestre de 2015, face ao verificado nos primeiros seis meses do ano, conforme referido no capítulo 2. Para 2016, aumenta a expectativa quanto ao impacto no rendimento disponível dos consumidores decorrente da adoção de novas medidas de política orçamental emergentes do novo figurino político.

Figura 5.4 – Expetativas de evolução no curto/médio prazo dos riscos associados à envolvente macroeconómica

Riscos da envolvente macroeconómica	Caraterização da evolução esperada				
	Agravamento significativo	Agravamento ligeiro	Sem alterações	Melhoria ligeira	Melhoria significativa
Fragilidade do ambiente macroeconómico	5%	21%	25%	48%	0%
Restrições de crédito e financiamento	0%	9%	33%	52%	6%
Renovação das tensões nos mercados de dívida soberana da área do Euro	0%	20%	32%	48%	0%
Persistência de um período prolongado de baixas taxas de juro	0%	20%	66%	14%	0%

5.1.2.2 Riscos de mercado e de crédito

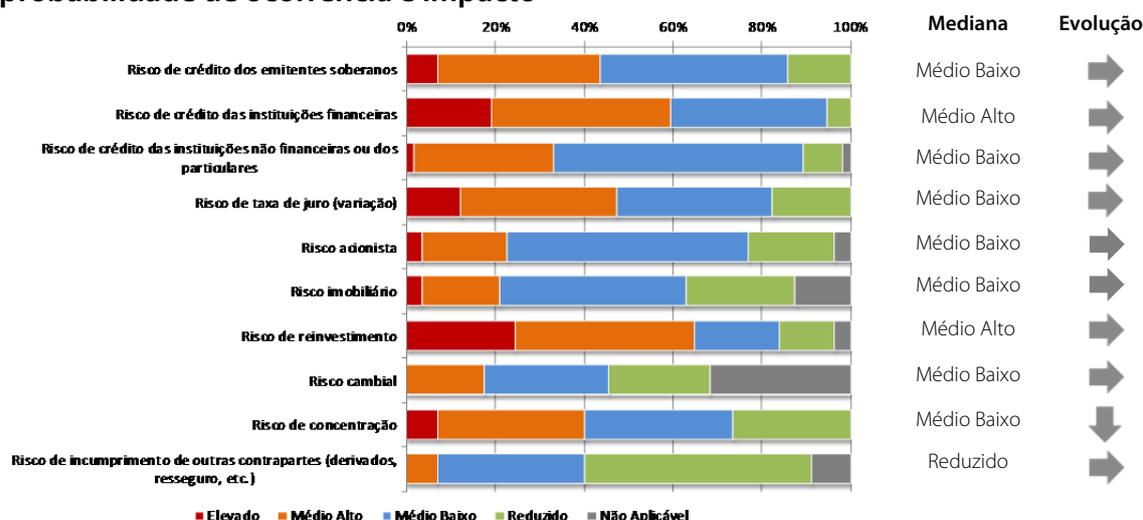
No que concerne aos riscos de mercado e de crédito, o risco de reinvestimento continua no topo das preocupações do setor, seguido do risco de crédito do setor financeiro, justificado, respetivamente, pelo atual ambiente de baixas taxas de juro e pelo elevado peso do setor financeiro na exposição das carteiras de investimentos. Estes dois fatores de risco mantêm a classificação de médio-alto.

¹⁷ O sentido da seta é alterado quando o valor da mediana varia no mínimo 5 pontos percentuais ou quando a classificação qualitativa é alterada. Esta nota refere-se a todos os gráficos deste capítulo.

O risco de concentração registou, na ótica dos operadores, uma redução ligeira, perceção corroborada pela redução gradual da exposição a títulos do próprio grupo económico verificada nas carteiras de investimentos – ver seção 2.3.

Nesta matéria, importa reiterar que as empresas de seguros mantenham presente o princípio do gestor prudente na realocação dos seus investimentos para outras classes de ativos, setores de atividade e geografias.

Figura 5.5 – Classificação dos riscos de mercado e de crédito de acordo a probabilidade de ocorrência e impacto



Em termos de evolução futura, cerca de metade dos inquiridos antevê uma melhoria ligeira no risco de crédito dos emittentes soberanos, tendo em consideração o acordo alcançado na Grécia e a expectativa de que os países mais endividados prossigam a convergência para uma situação de equilíbrio estrutural. É esperada semelhante evolução para o risco de crédito do setor financeiro, motivada pela redução do risco-país, na perspetiva de melhoria da perceção do risco soberano (probabilidade de ocorrência), e pela continuação da redução gradual da exposição a este setor (impacto). Destaque ainda para o otimismo expresso por alguns operadores quanto ao risco de crédito das empresas e particulares, refletindo igualmente o contributo da redução do risco-país, bem como os esforços de aumento da diversificação das carteiras de investimento.

Ao nível das condições de mercado, realça-se o facto de metade dos inquiridos perspetivar um aumento do risco cambial, facto a que não será alheio o aumento da exposição a ativos denominados noutras moedas que se tem observado recentemente em alguns operadores. Esse aumento de exposição, particularmente em dólares dos Estados Unidos (USD), assume maior preocupação dada a recente subida das taxas de

juro pelas autoridades norte americanas, o que poderá desencadear o aumento da volatilidade da taxa de câmbio Euro/Dólar.

Finalmente, a disparidade de opiniões quanto à evolução do risco acionista reflete o aumento da volatilidade verificada nos índices bolsistas mais representativos das carteiras das empresas nacionais, algo contagiados pelas pressões dos mercados de economias emergentes – particularmente da China – e de *commodities*. O receio de reversão abrupta das *yields* permanece em níveis elevados, aconselhando uma monitorização rigorosa das exposições e a aplicação de medidas de mitigação do risco.

Figura 5.6 – Expetativas de evolução no curto/médio prazo dos riscos de mercado e de crédito

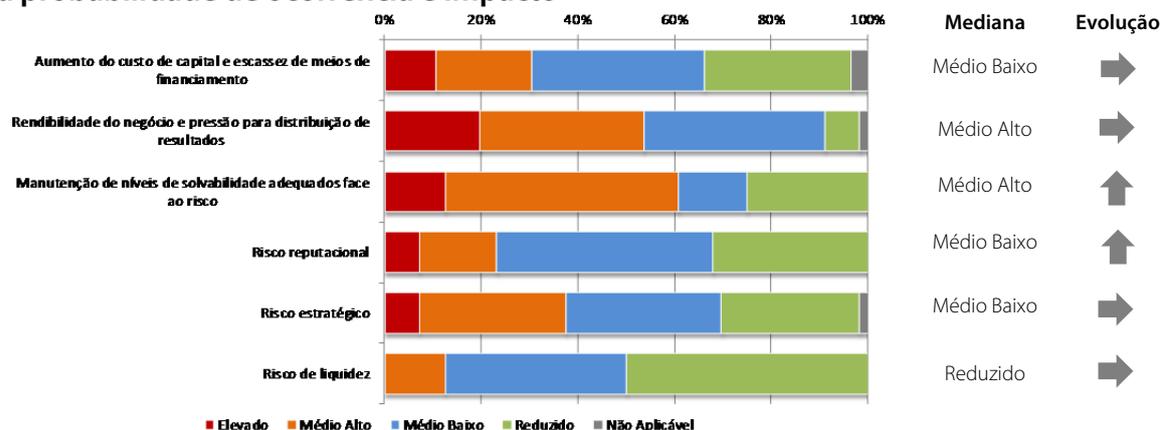
Riscos de mercado e de crédito	Caraterização da evolução esperada				
	Agravamento significativo	Agravamento ligeiro	Sem alterações	Melhoria ligeira	Melhoria significativa
Risco de crédito dos emitentes soberanos	0%	11%	36%	48%	5%
Risco de crédito das instituições financeiras	0%	14%	38%	48%	0%
Risco de crédito das instituições não financeiras ou dos particulares	0%	4%	64%	33%	0%
Risco de taxa de juro (variação)	4%	29%	57%	11%	0%
Risco acionista	4%	33%	33%	26%	4%
Risco imobiliário	0%	2%	65%	22%	10%
Risco de reinvestimento	2%	32%	60%	4%	2%
Risco cambial	0%	53%	37%	11%	0%
Risco de concentração	0%	9%	69%	22%	0%
Risco de incumprimento de outras contrapartes (derivados, resseguro)	0%	2%	88%	10%	0%

5.1.3 Riscos estruturais da empresa e do setor

Comparativamente à recolha anterior, é de destacar a ascensão para a classificação de médio alto da capacidade de manutenção de níveis de solvabilidade adequados face ao risco, condição fortemente associada à introdução do novo regime de solvência. O referido risco assume-se agora como o mais significativo para o setor, em conjunto com a rentabilidade do negócio e pressão para distribuição de resultados, que continua a merecer a preocupação dos operadores face à forte concorrência verificada e às pressões colocadas por alguns acionistas, particularmente os do setor bancário.

Também a subida do risco reputacional, face ao semestre anterior, é resultado do efeito de contágio sofrido dos eventos que têm afetado esse setor, em particular pelas entidades cuja atividade se encontra sobre elevada dependência do mesmo.

Figura 5.7 – Classificação dos riscos estruturais da empresa e do setor de acordo com a probabilidade de ocorrência e impacto

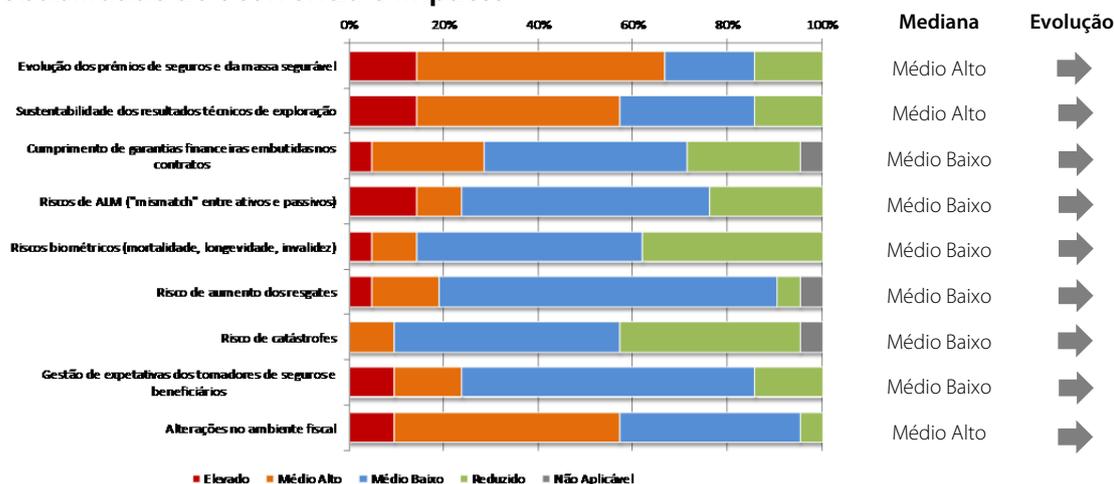


5.1.4 Riscos específicos de seguros e dos Fundos de Pensões

5.1.4.1 Riscos específicos do ramo Vida

No que concerne aos riscos específicos do ramo Vida, não se registaram variações significativas, permanecendo a evolução dos prémios de seguros e da massa segurável, a sustentabilidade dos resultados técnicos de exploração e as alterações no ambiente fiscal como os riscos mais relevantes, traduzidos numa classificação de médio alto.

Figura 5.8 – Classificação dos riscos específicos do ramo Vida de acordo com a probabilidade de ocorrência e impacto



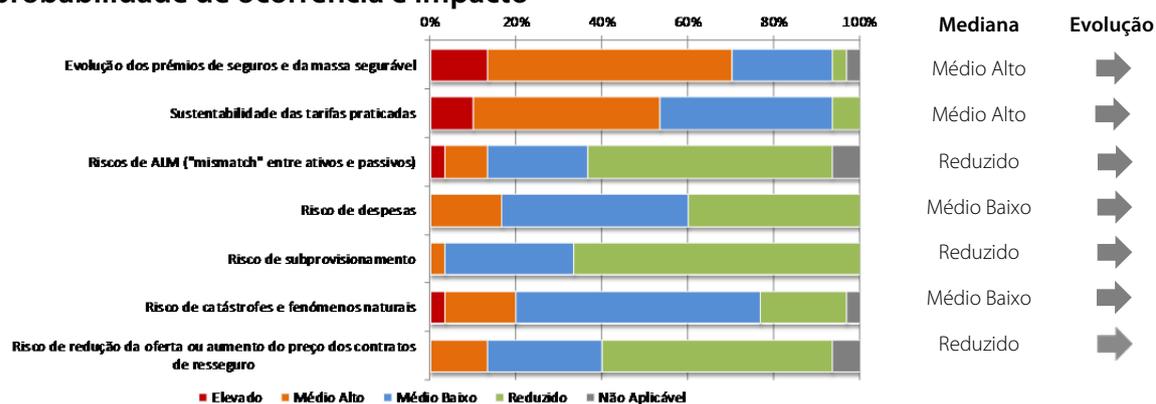
Relativamente à evolução no curto / médio prazo, a maioria dos inquiridos não espera alterações relevantes destes riscos. Apenas para a evolução dos prémios de seguros e da massa segurável se constata uma perceção negativa com cerca de um terço das respostas, ao mesmo tempo que, para a sustentabilidade dos resultados técnicos, se

verifica um empate no número de operadores que considera que irá melhorar ou piorar, embora a maioria relativa considere que não irá sofrer alterações.

5.1.4.2 Riscos específicos dos ramos Não Vida

Também ao nível dos riscos específicos dos ramos Não Vida, mantêm-se as preocupações com a evolução dos prémios de seguros e da massa segurável, relacionada com as perspetivas de crescimento económico reduzido, ainda que positivo. Permanecem igualmente relevantes as apreensões ao nível da sustentabilidade das tarifas praticadas, ainda que alguns operadores assinalem evoluções positivas neste capítulo, em virtude das ações corretivas levadas a cabo, medidas essas que importa manter e, inclusive, reforçar, com vista ao restabelecimento célere do equilíbrio técnico dos ramos/modalidades mais deficitários.

Figura 5.9 – Classificação dos riscos específicos dos ramos Não Vida de acordo com a probabilidade de ocorrência e impacto



A evolução futura dos prémios e da massa segurável é encarada com otimismo moderado, fortemente correlacionado com as perspetivas de evolução do ambiente macroeconómico.

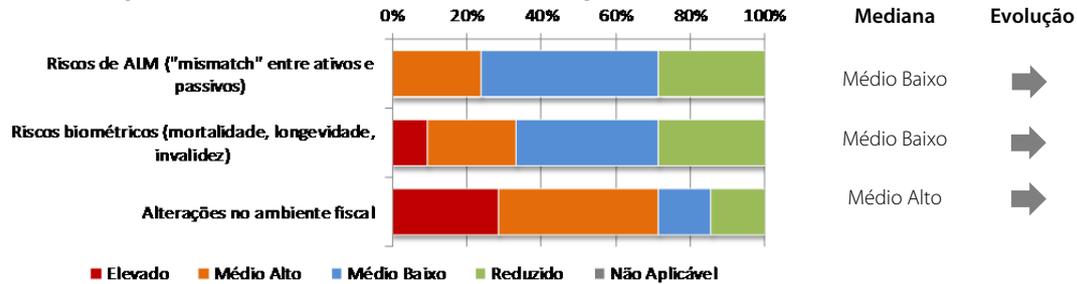
Ainda no que toca à caracterização da evolução esperada, cerca de um terço das entidades que exploram os ramos Não Vida considera que o risco de redução da oferta ou aumento do preço dos contratos de resseguro – ainda que presentemente classificado como reduzido – tenderá a agravar-se no futuro próximo. Este sentimento poderá, pelo menos em parte, dever-se aos receios de aumento da frequência e severidade das perdas resultantes de catástrofes naturais, conduzindo, desta forma, a um incremento generalizado dos prémios exigidos pelos resseguradores.

5.1.4.3 Riscos específicos dos Fundos de Pensões

Na categoria de riscos específicos dos Fundos de Pensões, o risco de alterações no regime fiscal continua a ser o único a apresentar uma classificação de médio alto.

A nota dominante é de estabilidade, tanto ao nível da evolução passada como futura, ainda que um conjunto de operadores perspetive um agravamento dos riscos biométricos, com expectativas de revisão das tábuas de mortalidade para refletir o aumento da esperança média de vida e/ou a experiência passada acima das bases técnicas.

Figura 5.10 – Classificação dos riscos específicos dos Fundos de Pensões de acordo a probabilidade de ocorrência e impacto

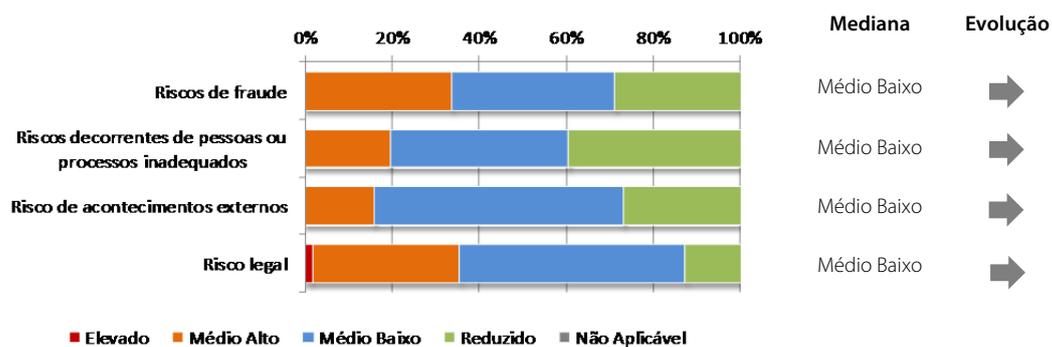


5.1.5 Riscos operacionais

Finalmente, ao nível dos riscos operacionais, todas as rubricas mantêm a classificação de médio baixo, consonante com o último lugar atribuído na hierarquização global para este conjunto de riscos.

Os riscos de fraude e o risco legal apresentam, ainda assim, maior relevância nas preocupações dos operadores, sendo que não será alheio aos primeiros a ainda frágil conjuntura económica que potencia a fraude externa.

Figura 5.11 – Classificação dos riscos operacionais de acordo a probabilidade de ocorrência e impacto



Apesar de não se terem registado alterações notórias face ao estudo anterior, os riscos de fraude e os riscos decorrentes de pessoas ou processos inadequados conheceram ligeiras reduções, sendo também aqueles para os quais mais respondentes antevêm uma melhoria no futuro, sendo esta perceção justificada pelos esforços continuados de melhoria dos processos e controlos internos, referidos por alguns operadores.

Por seu turno, cerca de um terço das opiniões recolhidas considera que o risco legal tenderá a agravar-se no futuro próximo, facto indissociável da introdução do novo regime de solvência e da incerteza quanto às alterações legislativas que possam vir a ocorrer em resultado do novo figurino político.

6 Análises temáticas

6.1 Análise da exposição do setor segurador e dos fundos de pensões ao setor imobiliário

No final do primeiro trimestre de 2015, a ASF procedeu à recolha de informação junto das empresas de seguros e sociedades gestoras de fundos de pensões (SGFP) supervisionadas sobre os terrenos e edifícios detidos por si ou pelos fundos de pensões geridos, abrangendo as posições no final dos anos 2010 a 2014. Esta informação, complementada pelos dados disponíveis sobre a exposição indireta dessas entidades, via unidades de participação em fundos de investimento imobiliário, permitiu efetuar o estudo das características dos investimentos em imobiliário pelo setor segurador e dos fundos de pensões¹⁸, bem como da evolução da valorização da carteira ao longo do período de crise financeira, que se repercutiu também numa fase eminentemente descendente do mercado imobiliário nacional e internacional.

6.1.1 Evolução da exposição direta

6.1.1.1. Setor Segurador

A atual carteira de imóveis das empresas de seguros apresenta uma antiguidade significativa. Os imóveis detidos visam assegurar, maioritariamente, finalidades de rendimento (com uma representatividade de cerca de dois terços, utilizando como base de referência os imóveis em carteira no final de 2014), estando tendencialmente alocados a uso comercial ou de escritórios.

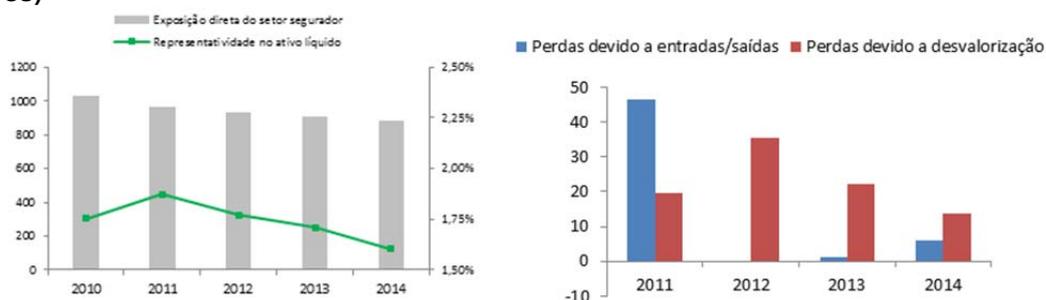
A exposição direta a imóveis, num montante global de 884,8 milhões de euros, a 31 de dezembro de 2014, encontra-se concentrada nas empresas que operam nos ramos Não Vida, correspondendo, ao longo do intervalo temporal considerado, sensivelmente a sete vezes a exposição homóloga para o ramo Vida.

De acordo com a informação reportada, verifica-se que o fator mais relevante para a redução da exposição direta foi, na maioria dos casos, a desvalorização das propriedades detidas, com maior significância do que o efeito líquido entre a saída e a entrada de imóveis na carteira. A evolução citada encontra-se patente na figura 6.1.

No decurso do ano de 2011, o peso das saídas de carteira na redução da exposição total deve-se à ênfase vendedora de um operador, enquanto, para os restantes anos, o impacto resultante da entrada / saída de imóveis é relativamente diminuto.

¹⁸ As análises constantes deste estudo têm por base a informação reportada pelas entidades supervisionadas para este âmbito específico, sem prejuízo dos ajustamentos que se revelaram necessários para lidar com algumas fontes de ruído dessa informação.

Figura 6.1 – Evolução da exposição direta das empresas de seguros (milhões de euros)



De uma forma geral, constata-se que a generalidade das empresas de seguros não procedeu, durante um período financeiramente turbulento somado a uma fase depressiva do mercado imobiliário, a uma redução deliberada da sua exposição direta a imóveis, optando por conservar estes ativos em circunstâncias em que o seu valor de mercado se apresentava negativamente afetado. Sem prejuízo dos resultados benignos de tal estratégia em termos macroprudenciais, ao não contribuir para a formação / aceleração de efeitos pró-cíclicos nos mercados imobiliários, a mesma reforça a importância central do escrutínio sobre a evolução das avaliações dos referidos imóveis.

6.1.1.2. Setor dos fundos de pensões

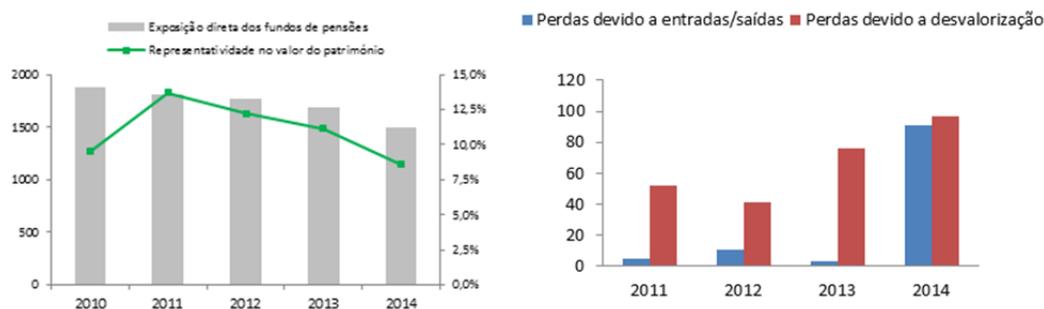
Os fundos de pensões apresentavam, no final de 2014, uma exposição direta agregada a imóveis no montante de 1 498,2 milhões de euros, superior à registada para as empresas de seguros. Contudo, esse património começou a integrar as carteiras mais tardiamente, facto a que não será alheia a estreita ligação entre os principais fundos de pensões nacionais e as entidades que operam no setor financeiro. As propriedades em questão estão maioritariamente alocadas a uso de escritórios.

Pese embora a baixa liquidez decorrente da exposição direta a imóveis, bem como a sua assunção como investimentos de longo prazo poder representar um *matching* adequado à natureza das responsabilidades, na medida em que estas últimas se apresentam, regra geral, com necessidades diminutas de liquidez e com um horizonte muito vasto, deve ser tomada em linha de conta a representatividade dos ativos imobiliários nas carteiras dos fundos de pensões.

A exposição direta dos fundos de pensões verificou igualmente um declínio, decorrente, na generalidade, da queda de valor destes ativos. Essa evolução é ilustrada na figura 6.2.

Neste caso, é durante o ano de 2014 que o efeito das entradas / saídas de propriedades da carteira adquire relevância, embora tal seja motivado pela atitude marcadamente vendedora de duas entidades gestoras de fundos de pensões.

Figura 6.2 – Evolução da exposição direta dos fundos de pensões (milhões de euros)



Para os restantes anos do período de análise, e à semelhança do registado para as empresas de seguros na maioria dos anos, o efeito das entradas e saídas causou uma redução anual da exposição direta inferior a 1%, confirmando que, também neste caso, não se materializou uma estratégia generalizada de redução da exposição direta a imobiliário durante o período da crise.

6.1.2 Evolução da exposição indireta

6.1.2.1. Setor segurador

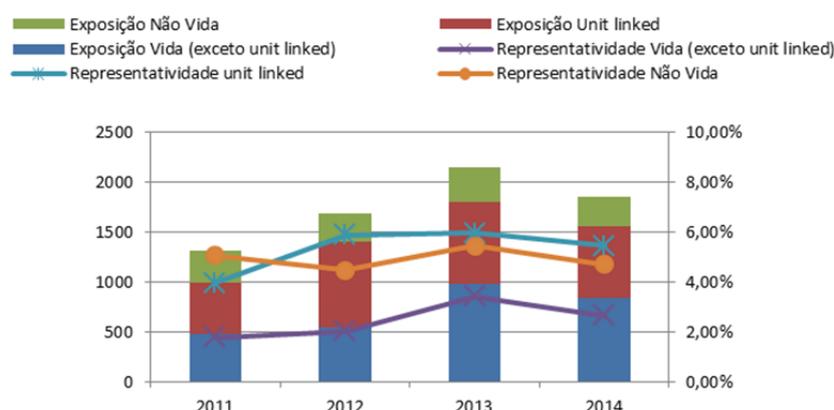
Ao contrário do que se verifica para a exposição direta, a exposição indireta do setor segurador ao imobiliário está concentrada no ramo Vida. Neste ramo, no período entre 2010 a 2013, a detenção de unidades de participação (UP) em fundos de investimento imobiliário (FII) mais do que duplicou, enquanto cerca de metade dos restantes investidores resgatava as suas UP. A diminuição do número de investidores em FII poderá estar relacionada com constrangimentos de liquidez ou refletir efetivamente uma mudança de estratégia de investimento, motivada pelo ceticismo na obtenção de retornos interessantes neste segmento. Desta forma, o reforço do investimento protagonizado, em contraciclo, pelas empresas de seguros a operar no ramo Vida é merecedor de atenção.

Importa, no entanto, ressaltar que a evolução descrita não se tratou de um fenómeno transversal ao conjunto das empresas a operar no ramo Vida, mas resulta do efeito de um operador de dimensão relevante, que, ao longo do período em análise, aumentou a sua exposição indireta a imóveis em cerca de dez vezes. Refira-se igualmente que a subscrição de FII geridas por entidades pertencentes ao mesmo grupo económico desempenhou um papel de relevo neste reforço.

Se o operador em causa fosse excluído da análise, registar-se-ia, para o final de 2014, uma redução de cerca de 21,5% da exposição indireta comparativamente ao valor patente no término de 2010.

Na figura seguinte evidenciam-se, em maior detalhe, os desenvolvimentos na exposição indireta para o conjunto das empresas de seguros supervisionadas.

Figura 6.3 – Evolução da exposição indireta do setor segurador (milhões de euros)

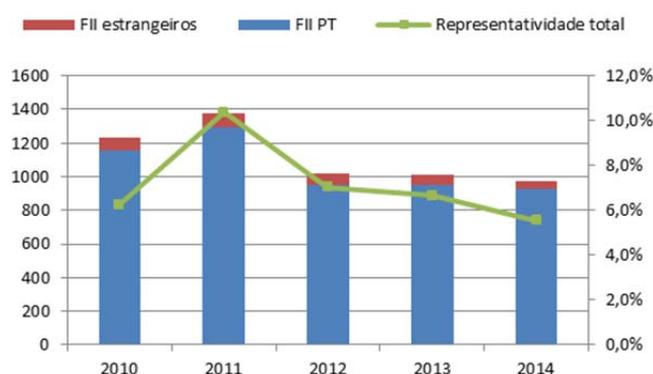


6.1.2.2. Setor dos fundos de pensões

No final de 2010, os fundos de pensões revelavam uma exposição indireta ao imobiliário superior ao registado para as empresas de seguros. Por sua vez, no final de 2014, essa hierarquia foi invertida.

Na fase inicial do intervalo temporal examinado, verificou-se um reforço da subscrição de UP de FII, logo seguido por um número considerável de resgates durante o ano de 2012. Desde então, o nível de exposição a FII manteve-se relativamente estável, como se pode constatar na figura seguinte

Figura 6.4 – Evolução da exposição indireta dos fundos de pensões (milhões de euros).



6.1.3. Métodos de avaliação utilizados

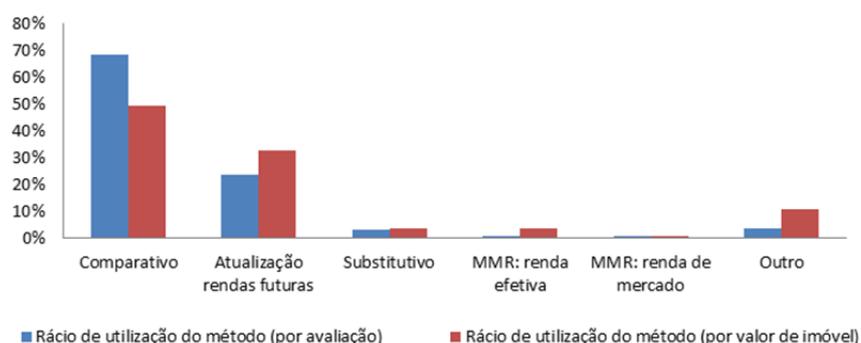
Neste contexto, a ausência de um normativo unívoco e internacionalmente aceite para a avaliação de imóveis condiciona naturalmente a uniformidade e a comparabilidade das avaliações requeridas pelas entidades financeiras.

Na recolha de dados empreendida pela ASF junto do setor segurador e dos fundos de pensões, foram contemplados os seguintes métodos (ou combinações dos mesmos): comparativo, valor atual das rendas futuras, múltiplos do rendimento e método de substituição. O primeiro traduz uma abordagem de mercado, o segundo e o terceiro refletem uma perspetiva centrada no rendimento e o último assenta numa abordagem de custo.

6.1.3.1. Setor segurador

No caso das avaliações de imóveis nas carteiras do setor segurador, existe uma prevalência clara de utilização do método comparativo, quer em termos de proporção por avaliação, quer de valor agregado dos imóveis avaliados. Segue-se, por ordem de representatividade, o método do valor atual das rendas futuras, como se pode verificar na figura seguinte. As restantes alternativas de avaliação apresentam um peso relativamente diminuto.

Figura 6.5 – Utilização dos métodos de avaliação de imóveis na carteira do setor segurador.



Considerando que a maioria dos imóveis detidos por empresas de seguros visam a geração de rendimento, pode questionar-se o facto de os métodos que traduzem a abordagem de rendimento não corresponderem à representatividade mais elevada.

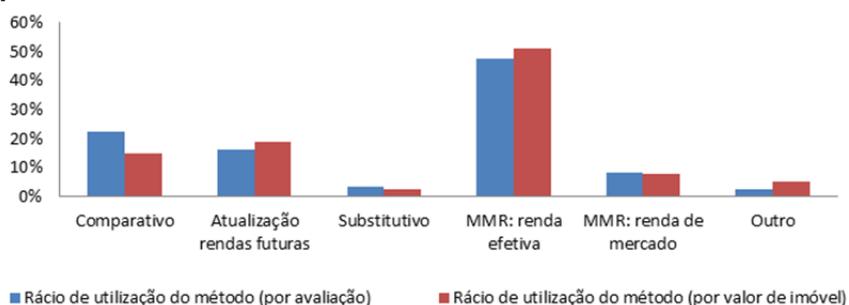
No que respeita ao método comparativo, este pressupõe o acesso a informação relativa ao preço de transação ou ao valor de propostas efetivas para a aquisição de imóveis comparáveis, não devendo essas variáveis ser substituídas pelos preços anunciados de imóveis publicitados como disponíveis. Adicionalmente, para uma aplicação do método que eficazmente traduz as lógicas de mercado, os imóveis comparáveis devem ser definidos de forma criteriosa, maximizando as variáveis observáveis e minimizando os ajustamentos ou hipóteses assumidas, factos pelos quais a aplicação deste método é francamente exigente face à dinâmica do mercado no passado recente, bem como ao acesso a informação por parte do perito avaliador.

6.1.3.2. Setor dos fundos de pensões

Nas avaliações dos imóveis nas carteiras dos fundos de pensões, prevalece, por sua vez, a utilização do método dos Múltiplos do Rendimento (MMR), consubstanciando uma

abordagem focada no rendimento e numa base implicitamente perpétua. Neste caso, a representatividade do método comparativo é bastante mais reduzida do que para as empresas de seguros, ao passo que o método do valor atual das rendas futuras, também baseado no rendimento, apresenta uma proporção na mesma ordem de grandeza.

Figura 6.6 – Utilização dos métodos de avaliação de imóveis da carteira dos fundos de pensões



É interessante notar que, apesar da sobreposição, pelo menos parcial, do mercado de peritos avaliadores entre o setor segurador e o dos fundos de pensões, ocorrem diferenças relevantes nas taxas de utilização dos métodos de avaliação. Por um lado, tal pode ser justificado pela existência, nas carteiras dos fundos de pensões, de imóveis de uma gama para a qual a obtenção de uma amostra de comparáveis transacionados recentemente é francamente limitativa para o emprego do método. Por outro lado, esse facto pode não ser suficiente para diluir a significativa disparidade no recurso ao método comparativo, uma vez que esta é patente quer numa base de representatividade por valor agregado quer por número de avaliações.

6.1.4. Análise do nível de prudência das avaliações efetuadas

6.1.4.1. Setor segurador

Nesta secção, pretende testar-se se o reajuste (negativo) do valor dos imóveis ocorreu de forma suficientemente coerente com os desenvolvimentos estimados do mercado imobiliário ou numa perspetiva de maior ou menor prudência. Mais concretamente, será analisada a existência de sobrevalorização destes ativos, o que resultaria na expansão artificial da posição de solvência das empresas de seguros.

Com este objetivo, foram desenvolvidas duas análises complementares: (i) a comparação com um índice imobiliário; e (ii) a quantificação dos desvios ocorridos para as propriedades alienadas durante o período, através da comparação entre o valor da última avaliação e o montante da alienação.

(i) Enquadramento em índices imobiliários:

Para esta finalidade, foi selecionado o *House Price Index* (HPI)¹⁹. Este índice aloca a base 100 aos valores de transação médios de imóveis residenciais ao longo do ano de 2010, expressando valores de transações subsequentes em função dessa referência.

Não obstante o segmento imobiliário utilizado na produção deste índice - o residencial - não corresponder aos segmentos mais representativos nas carteiras de imóveis das empresas de seguros, manteve-se a sua utilização por se considerar que, durante o período de análise, os desenvolvimentos registados no segmento residencial apresentam pontos comuns com os registados nos segmentos de escritórios e comercial. Além disso, é previsível que a volatilidade do primeiro segmento seja inferior à destes últimos.

De acordo com o índice, assinala-se uma queda do mercado imobiliário nacional de cerca de 13 pontos percentuais entre o final de 2010 e sensivelmente meio de 2013, com posterior recuperação de aproximadamente quatro pontos percentuais até ao final de 2014.

De modo a viabilizar a comparação com este índice, os valores reportados pelas empresas de seguros para o final dos anos de 2011 a 2014 foram expressos, empiricamente, em função do respetivo valor no final de 2010. Na figura seguinte são apresentados os valores obtidos, constatando-se que as avaliações dos imóveis em carteira do setor segurador revelam maior lentidão em acompanhar o ritmo de desvalorização patente no índice HPI.

Os desvios mais significativos entre o índice e o valor empírico obtido para a carteira de imóveis do setor segurador ocorrem nos anos 2011 e 2012, cifrando-se em sete pontos percentuais. No final de 2014, são registadas diferenças mais reduzidas, mas num contexto em que as valorações do mercado e da carteira do setor seguem sentidos opostos.

¹⁹ Fonte: Instituto Nacional de Estatística (INE), Bank for International Settlements (<http://www.bis.org/statistics/pp.htm>). Valores para Portugal podem ser corroborados no Eurostat.

Quadro 6.1 - Comparação da evolução da valorização da carteira de imóveis do setor segurador com o índice imobiliário HPI

Empresas de seguros:	2011	2012	2013	2014	Correlação HPI
Índice HPI ²⁰	91,51	87,75	88,39	90,34	-
Carteira imóveis do setor segurador ²¹	98,62	95,06	92,82	91,45	0,4162

(ii) Comparação entre o valor de alienação e a última avaliação:

Neste ponto, procedeu-se à reprodução da análise anterior para a subamostra (expurgada de fontes de ruído²²) dos imóveis detidos por empresas de seguros e que foram alienados durante o intervalo de tempo em análise, comparando o montante da alienação e o valor da avaliação vigente no final de 2010. Os resultados obtidos podem ser verificados na figura seguinte.

Pelo facto de, como já referido, o setor segurador não ter demonstrado uma estratégia generalizada de alienação de imóveis nos últimos anos, a subamostra considerada não é vasta (ainda que o património alienado ascenda a um valor combinado de quase 56 milhões de euros), especialmente ao ser segmentada anualmente. No entanto, a vantagem desta análise é que as alienações refletem efetivamente uma lógica de valores de mercado.

Verifica-se que as alienações ocorrem com perdas significativas face aos valores esperados dos imóveis, dados pelas respetivas avaliações. É ainda observável que o índice HPI utilizado, apesar de se reportar em exclusivo ao segmento residencial, providencia, para todos os anos considerados, uma estimativa bastante mais próxima do valor efetivo de mercado das propriedades alienadas do que as próprias avaliações. Apesar de esta evidência ocorrer já numa análise sucedânea, permite também reforçar a utilidade da seleção deste índice na análise anterior.

²⁰ Valores extraídos da série trimestral HPI (BIS Residential Property Database, <http://www.bis.org/statistics/pp.htm>) para o período temporal relevante.

²¹ Considerando a remoção das fontes de ruído da amostra reportada, e retirando da amostra os imóveis que, durante o intervalo de tempo considerado, registaram variações positivas superiores a 100% ou negativas superiores a 50% face ao respetivo valor no final de 2010. Os valores combinados para a carteira são obtidos a partir de uma média ponderada pelo valor dos imóveis no início do período de referência.

²² Após eliminação das fontes de ruído, é obtida uma subamostra de propriedade alienadas correspondente a cerca de 71%, em valor, da amostra total.

Quadro 6.2 - Valores empíricos para os imóveis alienados pelo setor segurador. Comparação entre os valores de alienação e as avaliações dos imóveis conservados em carteira

Empresas de seguros:	2011	2012	2013	2014
Valores de alienação	84,74	75,93	68,15	83,46
Valores de alienação vs. HPI	-6,77	-11,92	-20,24	-6,88
Valores de alienação vs. Carteira de imóveis do setor	-13,88	-19,13	-24,67	-7,99

Apesar de o conjunto das propriedades alienadas corresponder a menos de 6% da exposição direta no início do período de análise, o que inibe extrapolações, o *valor* deveria funcionar como um estimador não enviesado do *preço*.

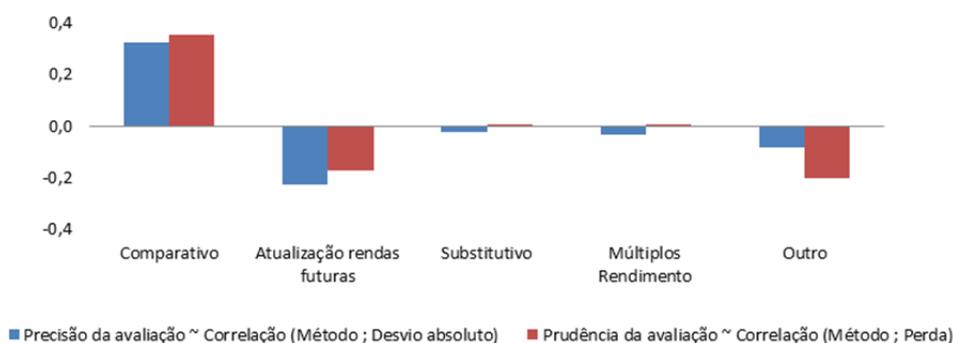
Durante o intervalo de estudo, o setor segurador alienou um conjunto de propriedades cujas avaliações apontariam para um encaixe de 55,8 milhões de euros. No entanto, o encaixe real foi de 46,1 milhões, constatando-se um desvio de 9,7 milhões entre o valor dos ativos na carteira e o valor real de mercado. Esta perda corresponde a cerca de 17% do valor da avaliação destes ativos.

Ainda neste contexto, procedeu-se à análise das possíveis interligações entre a seleção do método de avaliação e a exatidão da avaliação final.

Para o efeito, foram calculadas as correlações entre o peso específico de cada método de avaliação e os desvios entre os valores da avaliação e de alienação, independentemente do sinal desse desvio (representado, na figura seguinte, pelas barras azuis). Esta análise foi replicada considerando exclusivamente os desvios que resultaram em perdas, ou seja, situações em que o valor da avaliação sobrestima aquele pelo qual o imóvel foi alienado (barras vermelhas). Os valores agregados por método são obtidos por ponderação em função do valor dos imóveis respetivos.

Os resultados são evidenciados na figura seguinte, observando-se que o método comparativo regista a ligação mais significativa com a magnitude dos desvios entre o valor da avaliação e o de alienação. As correlações entre o método de atualização das rendas futuras e inexatidões da avaliação localizam-se, globalmente, em terreno negativo.

Figura 6.7 – Relação entre a seleção do método e a ocorrência de inexatidão e de perdas²³



Para os restantes métodos baseados no rendimento, bem como para o substitutivo, não se obtiveram conclusões de relevo, fruto da sua diminuta representatividade.

6.1.4.2. Setor dos fundos de pensões

O mesmo raciocínio é replicado para a carteira de imóveis do setor dos fundos de pensões.

(i) Enquadramento em índices imobiliários.

No quadro seguinte pode constatar-se que o nível de prudência é, para os imóveis alocados às carteiras de fundos de pensões, um pouco superior ao verificado para o setor segurador. Todavia, a correlação quase perfeita entre os valores referentes aos dois setores sugere idêntica evolução lenta no retrato da tendência e magnitude do mercado, o que não constitui surpresa, dada a existência de sobreposição do mercado de peritos avaliadores para ambos os setores.

Quadro 6.3 - Comparação da evolução da valorização da carteira de imóveis do setor dos fundos de pensões com o índice imobiliário HPI

Fundos de pensões:	2011	2012	2013	2014	Correlação ²⁴ :
Índice HPI	91,51	87,85	88,39	90,34	0,1368
Carteira imóveis dos fundos de pensões	96,89	94,80	90,28	87,20	1
Carteira imóveis do setor segurador	98,62	95,06	92,82	91,45	0,9555

(ii) Comparação entre o valor de alienação e a última avaliação.

Fazendo incidir a análise sobre as propriedades alienadas no decurso do período considerado, apresentada no quadro seguinte, constata-se que, nos anos de 2011 e 2012, as entidades gestoras de fundos de pensões levaram a cabo alienações com perda

²³ Para este efeito não se diferenciou entre MMR com rendimento efetivo ou teórico, pois, dada a reduzida utilização, não resultavam vantagens desta distinção.

²⁴ Com os valores empíricos para a carteira de imóveis dos fundos de pensões.

de valor diminuta face à referência de 2010. Em 2014, ocorreram perdas significativas face aos valores de 2010 e também face à referência do HPI, o que está, como já mencionado, relacionado com a postura eminentemente vendedora adotada por duas sociedades gestoras de fundos de pensões, afetando a lógica de mercado.

Quadro 6.4 - Valores empíricos para os imóveis alienados pelo setor de fundos de pensões. Comparação entre os valores de alienação e as avaliações dos imóveis conservados em carteira

Fundos de pensões:	2011	2012	2013	2014
Valores de alienação	98,08	98,76	91,04	78,59
Valores de alienação vs. HPI	6,57	10,91	2,65	-11,75
Valores de alienação vs. Carteira de imóveis do setor	1,19	3,96	0,76	-8,61

É relevante salientar que as diferenças positivas registadas entre os valores de alienação e o índice HPI, ou o equivalente empírico para a carteira de imóveis do setor, não significam que os imóveis alocados a fundos de pensões tenham estado subavaliados durante este intervalo, dada a diferença entre as dimensões das amostras. De facto, neste período, as entidades gestoras alienaram um conjunto de propriedades avaliadas num total de 177,9 milhões de euros, encaixando um valor combinado de 159,1 milhões, correspondendo, portanto, a uma perda de 18,8 milhões, ou seja, 10,6% do valor inicialmente previsto. Cerca de 90% deste desvio ocorreu no ano de 2014, no qual se verificou a particularidade acima mencionada.

6.1.5. Periodicidade das avaliações imobiliárias

Para o conjunto de imóveis mantidos em carteira durante a totalidade do intervalo de tempo considerado, correspondente a quatro anos, o número médio de vezes que cada imóvel na carteira de uma empresa de seguros foi avaliado é de 2,3 vezes, consistente com uma periodicidade de aproximadamente 1,8 anos. A frequência apontada pode ser decomposta no número médio de vezes que o valor de avaliação de cada propriedade foi alvo de um ajuste negativo (1,7 vezes) e positivo (0,6 vezes).

Para o caso dos imóveis alocados a carteiras de fundos de pensões, a frequência média foi de 1,5 avaliações no período de quatro anos, consistente com uma periodicidade de 2,6 anos.

6.1.6. Conclusões

As análises expostas neste estudo permitem concluir que, de um modo geral, existiu ao longo do período de análise um contexto de sobrevalorização dos imóveis.

Destaca-se a prevalência do método comparativo nas avaliações requeridas pela indústria seguradora, bem como a sua relação com a ocorrência de perdas. Durante este período, esse método terá transmitido uma sensação artificial de lógica de mercado, provavelmente devido à relativa escassez de transações de propriedades de investimento, comprometendo a construção de uma amostra plausível de comparáveis.

Para os anos vindouros, importa assegurar que a valorização dos imóveis se adequa, tanto quanto possível, à efetiva evolução dos preços do mercado imobiliário, fazendo uso dos indicadores disponíveis e refletindo, de uma forma prudente, os riscos e características específicos associados a cada propriedade.

Deverá ser igualmente monitorizada a exposição indireta, para o que uma perspetiva de *look-through* poderá providenciar uma visão mais focada de eventuais fenómenos de concentração e de inexatidão sistemática.

A definição das políticas de investimento subjacentes à exposição ao imobiliário deve ser de molde a garantir um alinhamento apropriado com a estrutura das responsabilidades da empresa de seguros ou do fundo de pensões, nomeadamente em termos de rendibilidade, liquidez e risco. As razões subjacentes para essa exposição são igualmente importantes, ou seja, se consubstanciam uma decisão estratégica e consciente de investimento no mercado imobiliário, ou se tal resulta de dinâmicas intragrupo económico, caso em que poderiam ser indevidamente reforçados os canais de contágio e a exposição ao risco reputacional.

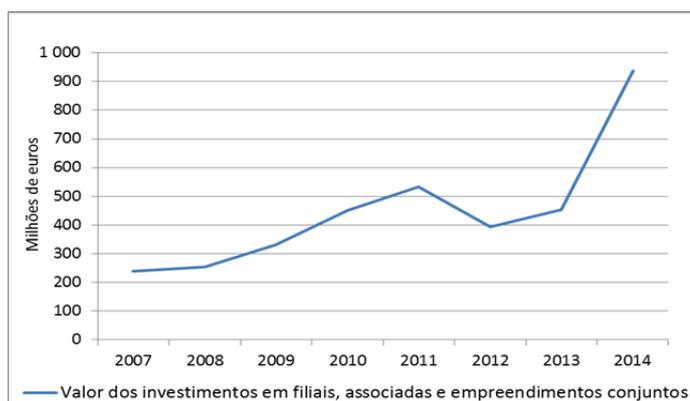
6.2. Análise do investimento em filiais, associadas e empreendimentos conjuntos por parte das empresas de seguros

O investimento em empresas filiais, empresas associadas e em empreendimentos conjuntos assume, desde sempre, um papel relevante na estratégia de investimento de parte significativa das empresas de seguros sujeitas à supervisão da Autoridade de Supervisão de Seguros e Fundos de Pensões (ASF).

Este tipo de ativo reveste-se de características especiais, correspondendo, na maior parte dos casos, a investimentos estratégicos efetuados numa perspetiva de longo prazo. Destacam-se igualmente pela conseqüente menor liquidez relativamente a outros investimentos presentes nas carteiras das empresas de seguros.

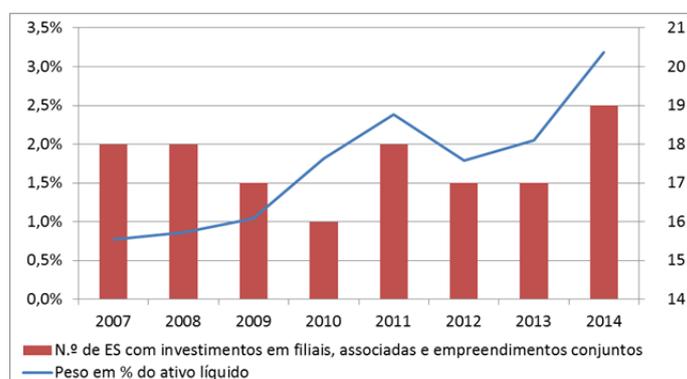
Deste modo, torna-se relevante analisar o comportamento deste tipo de ativos, tanto ao nível da sua representatividade nas carteiras de investimentos, como da sua mensuração.

Figura 6.8 – Evolução do investimento em filiais, associadas e empreendimentos conjuntos



Tal como se pode verificar na figura anterior, o investimento neste tipo de ativos tem vindo a crescer significativamente ao longo dos últimos anos. Enquanto que, no ano de 2007, o valor investido era de 238 milhões de euros, sete anos depois atingia o montante de 938 milhões de euros (quase quatro vezes superior). Para melhor enquadrar estes números, importa introduzir nesta análise o peso que essas participações têm representado no total do ativo líquido das empresas de seguros supervisionadas pela ASF que detêm este tipo de investimentos.

Figura 6.9 – Peso do investimento em filiais, associadas e empreendimentos conjuntos no total do ativo líquido do conjunto das empresas de seguros que detêm estas participações



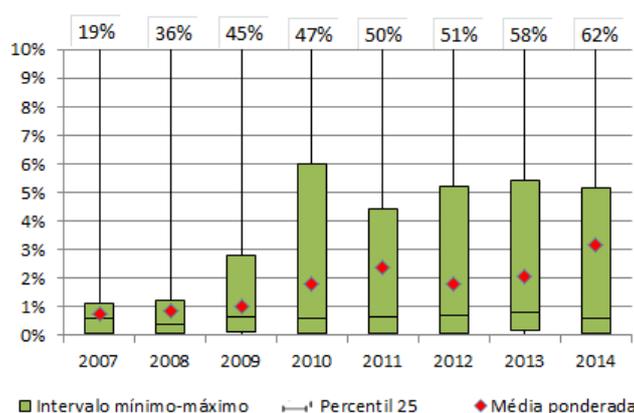
Ao analisar o peso da rubrica investimentos em filiais, associadas e empreendimentos conjuntos, é possível confirmar que estas participações têm vindo ganhar importância dentro da carteira do referido conjunto de empresas de seguros. No ano de 2007 representavam apenas 0,8% do total do ativo, atingindo, em 2014, uma percentagem de 3,2%.

Este crescimento ocorreu de forma progressiva entre 2007 e 2013, com a exceção do ano de 2012, onde se verificou uma quebra de tendência devido à alienação, por parte de uma empresa de seguros (Tranquilidade), de uma das suas filiais (Pastor Vida), então valorizada por 150 milhões de euros. No ano de 2014, assistiu-se a um aumento

significativo (de cerca de 55%), em resultado da aquisição por parte de uma empresa de seguros (Fidelidade) de quatro filiais (Luz Saúde, Fidelidade Property, FCM Beteiligungs e Garantia Cabo Verde) no valor total de 554 milhões de euros.

A importância que os investimentos em filiais, associadas e empreendimentos conjuntos têm tido em cada uma das empresas tem variado ao longo dos últimos anos. Na figura seguinte, é analisado o peso relativo destas participações comparativamente ao ativo líquido de cada uma das empresas participantes.

Figura 6.10 – Distribuição do peso do investimento em filiais, associadas e empreendimentos conjuntos no ativo líquido das empresas participantes



Nos anos em análise, o valor mínimo, ou seja, a entidade que detém participações desta natureza, mas cujo valor total representa o menor peso em termos do seu ativo, apresenta sempre valores de baixa materialidade. Tal reflete investimentos em associadas valorizadas por montantes reduzidos face ao total do ativo da participante.

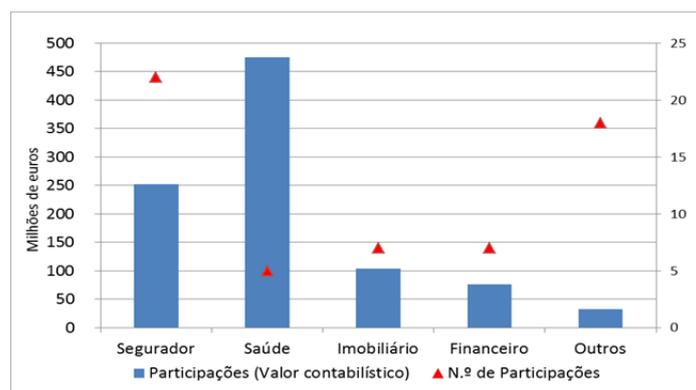
Por outro lado, ao nível dos valores máximos, verifica-se um importante crescimento ao longo do período analisado. Em 2007, a empresa de seguros onde o investimento em filiais, associadas e empreendimentos conjuntos apresentava o maior peso relativo no total do seu ativo, registava 19,4%. Essa percentagem tem vindo a aumentar de ano para ano, atingindo o valor mais elevado em 2014, com 61,6% do total do ativo da empresa de seguros correspondente.

No que respeita à média ponderada, e tal como verificado na figura 6.9, o crescimento é notório, confirmando que as participadas têm vindo a ganhar importância ao nível da demonstração da posição financeira das empresas de seguros participantes, com algum enviesamento para as de maior dimensão.

Em termos de análise do percentil 75, a conclusão de aumento do peso das participadas é também evidente, embora com uma relativa estabilização a partir de 2012. Em 2007, esse percentil situava-se nos 1,1%, atingindo, sete anos mais tarde, os 5,2%.

As filiais, associadas e empreendimentos conjuntos detidos pelas empresas de seguros pertencem a diferentes setores de atividade. A análise do gráfico seguinte, onde se considera a posição no final de 2014, demonstra que a maioria das participadas pertencem ao setor segurador (22 entidades), seguindo-se o setor imobiliário e financeiro, ambos com 7 participadas, e o setor da saúde, representado por 5 entidades, enquanto as restantes 18 entidades operam em atividades diversas.

Figura 6.11 – Investimento em filiais, associadas e empreendimentos conjuntos por setor de atividade



Importa, no entanto, realçar que o setor da saúde, embora representado apenas por 5 entidades, é aquele que apresenta o valor contabilístico superior (475 milhões de euros), o que se deve essencialmente à participação na Luz Saúde, por parte da Fidelidade, valorizada por 474 milhões de euros. Em sentido contrário, o setor classificado como “outros”, embora seja representado por 18 entidades, está valorizado por apenas 32 milhões de euros.

Ao nível da mensuração para efeitos contabilísticos, estas participações podem ser valorizadas pelo método do custo, método do justo valor ou método de equivalência patrimonial.

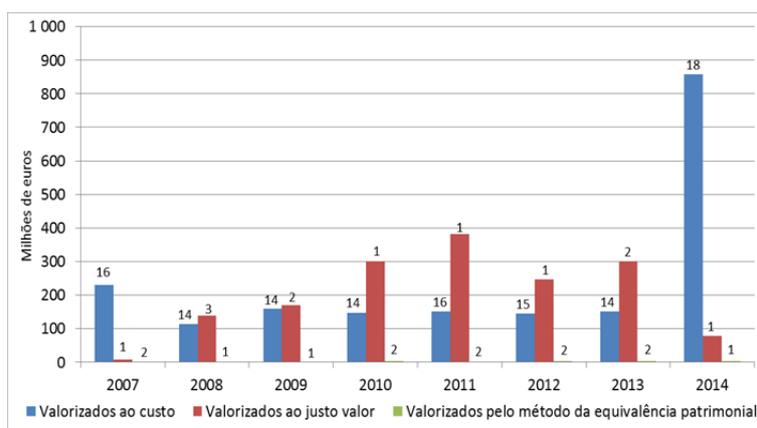
O método do custo, nos termos definidos pela Norma Internacional de Contabilidade (NIC) 27 – Demonstrações financeiras separadas, prevê que as filiais, associadas e empreendimentos conjuntos sejam valorizados pelo valor de custo destas participações para a entidade adquirente.

O método do justo valor, nos termos definidos pela mesma Norma, prevê que estas participações sejam avaliadas segundo os princípios da NIC 39 - Instrumentos Financeiros. Desta forma, deve ser dada prioridade aos preços cotados não ajustados da participação em mercado ativo. Caso essa informação não exista, a avaliação deverá ser feita tendo em consideração os parâmetros e variáveis relevantes observáveis no mercado. Como última opção, estas participações podem ser avaliadas com base em parâmetros e variáveis não observáveis no mercado.

O método de equivalência patrimonial, nos termos da NIC 28 - Investimentos em Associadas e Empreendimentos Conjuntos, prevê que as participações sejam inicialmente reconhecidas pelo custo e depois ajustadas em função da evolução pós-aquisição da quota-parte da situação líquida das investidas detidas pela adquirente.

Na figura seguinte, apresenta-se o peso de cada um dos métodos de valorização utilizados, bem como o número de empresas de seguros que tem utilizado cada método ao longo dos últimos anos.

Figura 6.12 – Peso de cada método de valorização das filiais, associadas e empreendimentos conjuntos



Como se pode verificar, nesta vertente, os métodos do custo e do justo valor têm sido os mais utilizados. Por sua vez, a utilização do método de equivalência patrimonial, que, nos termos definidos nas NIC apenas pode ser considerada quando são cumpridas certas condições específicas, é residual.

Em termos do número de empresas, verifica-se que, em 2007, o método do custo era utilizado pela grande maioria dos operadores que detinham este tipo de participações (16 entidades, representando 96,5% do valor total das participadas), enquanto o método do justo valor era utilizado por apenas uma das entidades supervisionadas, representando 3% do valor total das participadas. Entre 2008 e 2013, apesar de a grande maioria das empresas de seguros continuar a optar pelo método do custo, o método do justo valor passou a ser dominante em termos do valor total das participações. Tal aumento do peso relativo do método do justo valor decorre do efeito gerado pela Tranquilidade que, a partir de 2008, passou a valorizar as suas participações pelo método do justo valor. Em 2014, a referida empresa de seguros retomou a valorização pelo método do custo, fazendo com que esse método voltasse a ser o mais relevante ao nível do valor das participações.

Nesta análise, importa compreender as razões para a escolha de um método de avaliação em detrimento de outro.

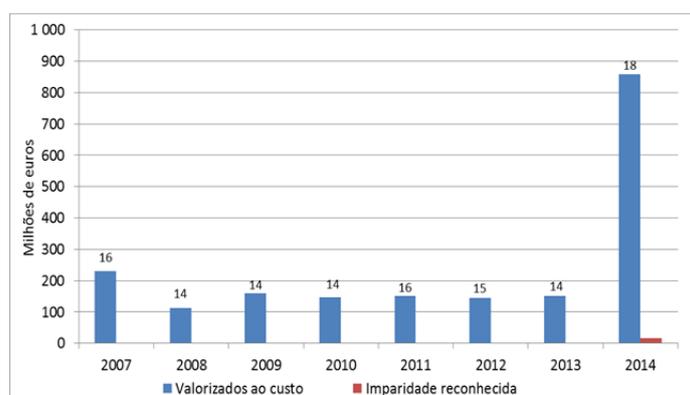
No método do justo valor, são reconhecidas todas as variações do valor de cada participação no ativo, independente de serem positivas ou negativas, obrigando à realização de avaliações a cada data de reporte.

Em alternativa, no método do custo não é reconhecido no ativo o efeito das valorizações positivas das participações, proporcionando uma maior estabilidade no valor destes ativos ao longo do tempo, não sendo necessária a realização de avaliações regulares de cada uma das participações pela entidade adquirente. Ainda assim, importa ter em conta que este método de valorização obriga à realização de testes de imparidade nas datas de reporte, nos casos em que existam indícios de que o ativo se encontre em situação de imparidade²⁵. Tal visa garantir que, caso o justo valor da participação seja inferior ao valor reconhecido na demonstração da posição financeira, a diferença é reconhecida como imparidade, afetando o valor do ativo em causa.

Pelas características inerentes à valorização das participações pelo método do custo, é fundamental que as entidades que optem por este método tenham em consideração a importância da realização de testes de imparidade corretos e credíveis, evitando que o valor pelo qual as participações estão registadas no ativo se distancie do seu valor económico e de mercado.

Tal como se pode verificar na figura seguinte, durante o período em análise, apenas foi registada imparidade neste tipo de participações em 2014, no valor aproximado de 16 milhões de euros. Este montante diz respeito a apenas duas empresas de seguros participantes (Tranquilidade e Groupama Vida), sendo que a primeira optou por alterar o método de mensuração destes ativos no exercício em causa, passando do método do justo valor para o do custo.

Figura 6.13 – Imparidade reconhecida em participações em filiais, associadas e empreendimentos conjuntos valorizadas pelo método do custo

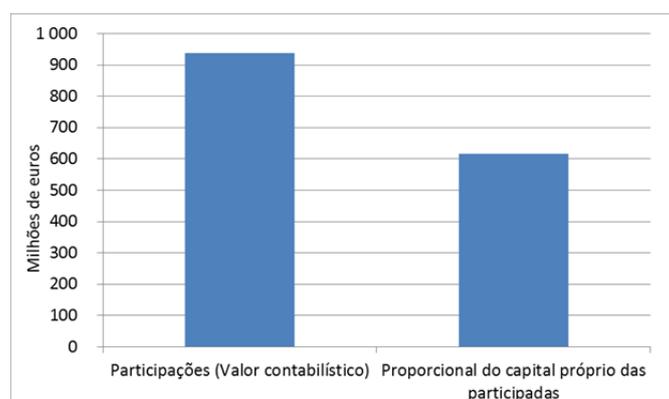


²⁵ Segundo o parágrafo 9 da NIC 36, uma entidade deve avaliar, no fim de cada período de relato, se há a existência de qualquer indicação de que um ativo possa estar com imparidade. Caso tal se verifique, a entidade deve estimar a quantia recuperável do ativo.

Dada a predominância de utilização do método do custo, é fundamental que as empresas de seguros disponham de mecanismos internos e de indicadores robustos que lhes permitam detetar eventuais indícios de que as suas filiais, associadas ou empreendimentos conjuntos se encontrem em situação de imparidade. Existem vários indicadores que podem auxiliar neste sentido, com destaque para a análise dos dados financeiros da participada, nomeadamente da evolução do valor da sua situação líquida. Por exemplo, caso a mensuração pelo custo apresente um valor superior ao proporcional do capital próprio detido pela participante na participada, este poderá ser indicador que justifique a execução de um teste à imparidade ao ativo em causa. Esta situação ganha ainda maior relevância quando os valores da situação líquida da participada na data de reporte são significativamente inferiores aos registados aquando da aquisição da entidade em causa.

Neste âmbito, foi efetuada uma comparação, necessariamente simples, entre o valor contabilístico das participadas e o proporcional detido pelas participantes no capital próprio das participadas à data de 31 de dezembro de 2014.

Figura 6.14 – Valor contabilístico das participações vs. Proporcional do capital próprio das participadas



Verifica-se que, enquanto o valor contabilizado do total do investimento em filiais, associadas e empreendimentos conjuntos é de cerca de 938 milhões de euros, o proporcional do capital próprio detido pelas participantes nas participadas não ultrapassa os 616 milhões de euros. Em termos individuais, constata-se que algumas participadas se encontram valorizadas contabilisticamente por mais do dobro da quota-parte detida pela adquirente no capital próprio da participada, existindo ainda situações pontuais onde a diferença é significativamente superior.

O facto de as avaliações das participações detidas registarem valores consideravelmente superiores ao proporcional do capital próprio da participada detida pela participante não demonstra, por si só, qualquer incorreção da avaliação efetuada. Contudo, aumenta, sem dúvida, a importância da correta sustentação técnica da avaliação efetuada, de forma a comprovar que o valor contabilizado é adequado e consistente com a realidade económica do ativo em causa.

No que respeita à determinação do justo valor, tanto para efeitos de mensuração do método do justo valor, como para efeitos de teste de imparidade, a mesma deverá seguir os níveis de valorimetria estabelecidos na Norma Internacional de Relato Financeiro (NIRF) 13 – Mensuração pelo justo valor. Nesta NIRF é estabelecida a hierarquia do justo valor, com três níveis.

O nível 1, ao qual é dada prioridade máxima, consiste na utilização de preços cotados (não ajustados) em mercados ativos a que a entidade tem acesso à data da mensuração. O nível 2 resulta da utilização de dados distintos dos preços cotados do nível 1, direta ou indiretamente observáveis para o ativo em causa. O nível 3, ao qual é dada prioridade mínima, é apurado através de dados não observáveis relativamente ao ativo em causa.

Regra geral, para a avaliação de participações em filiais, associadas e empreendimentos conjuntos, as empresas de seguros supervisionadas pela ASF utilizam o nível 3 da hierarquia de justo valor da NIRF 13. Através da análise do conjunto de participações detidas, constata-se que, na maioria dos casos, e pelas características desses ativos, não seria viável a valorização utilizando os preços cotados (nível 1), nem uma valorização baseada em dados observáveis (nível 2).

Contudo, há que ter em consideração que o nível 3 da hierarquia do justo valor é muito subjetivo, pelo que a probabilidade da avaliação estar incorreta é mais elevada.

Por fim, importa ter em consideração, os impactos da entrada em vigor a 1 de janeiro de 2016 do regime Solvência II na valorização deste tipo de investimentos para efeitos do balanço económico.

Neste âmbito, é dada primazia aos valores cotados em mercados ativos, informação que, como referido, normalmente não está disponível para as participadas detidas pelas empresas de seguros nacionais.

No caso de as participadas serem empresas de seguros, a sua avaliação deverá ser efetuada segundo o método de equivalência ajustado, considerando o balanço económico da participada, avaliado de acordo com o disposto nos artigos 90.º a 106.º do regime jurídico de acesso e exercício da atividade seguradora e resseguradora (RJASR), aprovado pela Lei n.º 147/2015, de 9 de setembro.

Caso a participada não pertença ao setor segurador, a sua avaliação deverá ser efetuada segundo o método de equivalência ajustado, considerando a demonstração da posição financeira da participada, ajustada pelos princípios definidos no artigo 90.º do RJASR.

O artigo 90.º do RJASR estabelece que os “os elementos do ativo são avaliados pelo montante por que podem ser transacionados entre partes informadas agindo de livre vontade numa transação em condições normais de mercado”, e que os “os elementos do passivo são avaliados pelo montante por que podem ser transferidos ou liquidados entre partes informadas agindo de livre vontade numa transação em condições normais de mercado”.

Desta forma, a avaliação dos investimentos em filiais e associadas para efeitos do regime de Solvência II, deve ser efetuada considerando a diferença entre o justo valor dos ativos e passivos da participada em causa. Desta forma, estas avaliações não terão em consideração qualquer valor intrínseco que a entidade participante considere que a participada possa ter.

Nesta medida, não é expectável que, no âmbito do Solvência II, possam ser valorizadas participações em montantes significativamente superiores ao valor dado pelo proporcional dos capitais próprios detidos pela adquirente na participada. Assim, é previsível que o valor das participadas para os referidos efeitos apresente, em termos globais, um valor significativamente mais baixo do que o registado em termos contabilísticos.

6.3. Análise dos resultados nacionais no contexto do exercício europeu de *stress test* das IORPs

6.3.1. Enquadramento

A EIOPA lançou, a 11 de maio de 2015, o primeiro exercício europeu de *stress test* das IORPs, que abrangem, no contexto nacional, os fundos de pensões que financiam planos profissionais.

O *stress test*, com data de referência de 31 de dezembro de 2014, enquadra-se nos trabalhos da EIOPA relacionados com a estabilidade financeira, sendo composto por dois módulos:

- módulo *core*, aplicável aos planos de benefício definido ou híbridos;
- módulo satélite, aplicável aos planos de contribuição definida puros.

O módulo *core* do *stress test* teve por objetivo avaliar a resiliência das IORPs a dois cenários adversos de evolução dos mercados financeiros, bem como a um cenário de aumento da esperança média de vida, considerando, por um lado, as bases de avaliação dos elementos do ativo e do passivo e os requisitos de financiamento definidos a nível nacional e, por outro lado, uma *metodologia comum* de avaliação proposta pela EIOPA, assente no *Holistic Balance Sheet* (HBS), com vista a assegurar a comparabilidade dos resultados a nível europeu.

O HBS assume a avaliação dos elementos do ativo e do passivo segundo princípios económicos, incluindo o reconhecimento dos mecanismos de segurança e de ajustamento dos benefícios eventualmente existentes. Note-se que os trabalhos relativos ao desenvolvimento desta metodologia encontram-se ainda em curso²⁶.

²⁶ Salienta-se que, em paralelo ao exercício de *stress test*, a EIOPA lançou um exercício de avaliação quantitativa com o objetivo de testar um conjunto de definições, metodologias e opções relativamente à operacionalização e utilização do

O módulo satélite do *stress test* consistiu num exercício de simulação dos benefícios futuros a receber por um conjunto de participantes representativos em diferentes cenários, com vista a avaliar o impacto de vários cenários adversos de mercado e de um cenário de longevidade sobre esses benefícios.

O relatório com os resultados do exercício de *stress test* a nível europeu foi publicado pela EIOPA no passado dia 26 de janeiro²⁷. Nas secções seguintes, são apresentados os principais resultados agregados para o conjunto dos fundos de pensões portugueses que participaram no *stress test*, incluindo a comparação, sempre que relevante, com os correspondentes resultados a nível europeu.

6.3.2. Âmbito de participação

O objetivo definido para o *stress test* foi o de abranger todos os Estados-Membros onde o setor das IORPs assume um peso material, em concreto, onde o montante de ativos é superior a 500 milhões de euros. Essa base foi genericamente respeitada, tendo o exercício sido conduzido em 17 Estados-Membros²⁸, incluindo Portugal. A taxa de cobertura mínima por Estado-Membro, estabelecida pela EIOPA, era de 50% do total de ativos do setor das IORPs, cabendo às autoridades nacionais a seleção de uma amostra representativa nos seus países que incluísse tanto IORPs que financiam planos de benefício definido ou híbridos, como IORPs que financiam planos de contribuição definida puros, dependendo da materialidade desses subsectores.

Na definição do âmbito de participação a nível nacional, a ASF selecionou uma amostra diversificada que assegurasse uma adequada representatividade de planos de benefício definido e de contribuição definida, e que incluísse planos de diversos setores de atividade económica, tais como a banca, a indústria e outros serviços.

Considerando o total de ativos, a taxa de participação nacional no *stress test* (módulos *core* e satélite) situou-se aproximadamente nos 60%. Na perspetiva do módulo *core*, a taxa de participação, em termos do total de ativos que financiam planos de benefício definido, foi de cerca de 62%. Por outro lado, em relação ao módulo satélite, a taxa de participação foi de 33% do total de ativos que financiam planos de contribuição definida e de 25% do respetivo universo de participantes.

6.3.3. Módulo *core* do *stress test*

6.3.3.1. Breve caracterização dos cenários adversos

Como já referido, o módulo *core* do *stress test* pretendeu avaliar a resiliência das IORPs a dois cenários adversos de evolução dos mercados financeiros, bem como a um cenário

HBS, aproveitando assim as sinergias existentes entre os dois exercícios, designadamente no que respeita à avaliação do HBS.

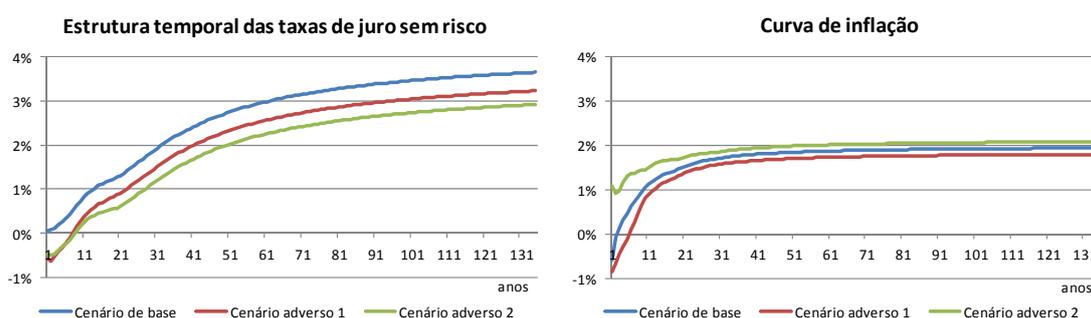
²⁷ Disponível em <https://eiopa.europa.eu/financial-stability-crisis-prevention/financial-stability/occupational-pensions-stress-test>.

²⁸ AT, BE, CY, DE, DK, ES, IE, IS, IT, LU, NL, NO, PT, SE, SI, SK e UK.

de aumento da esperança média de vida. Os cenários adversos foram desenvolvidos pela EIOPA, em cooperação com o ESRB, tendo em consideração as especificidades e os riscos subjacentes às IORPs.

Os dois cenários adversos de mercado foram construídos sob o pressuposto de ocorrência de todos os choques de forma instantânea e simultânea, apresentando-se, nos gráficos seguintes, os principais choques previstos.

Figura 6.15 – Choques relativos às taxas de juro sem risco e à inflação



Fonte: EIOPA

Figura 6.16 – Choques relativos a outras variáveis financeiras relevantes

	Cenário adverso 1	Cenário adverso 2
Imobiliário UE (preço)	-55%	-36%
Ações UE (preço)	-45%	-33%
Obrigações soberanas UE (<i>spread</i>)	120 p.b.	67 p.b.
Obrigações privadas (<i>spread</i>)	120 p.b.	204 p.b.
EUR vs USD	20%	-2%

Fonte: EIOPA

O cenário de aumento da esperança média de vida corresponde a uma diminuição instantânea e permanente de 20% das taxas de mortalidade para cada idade.

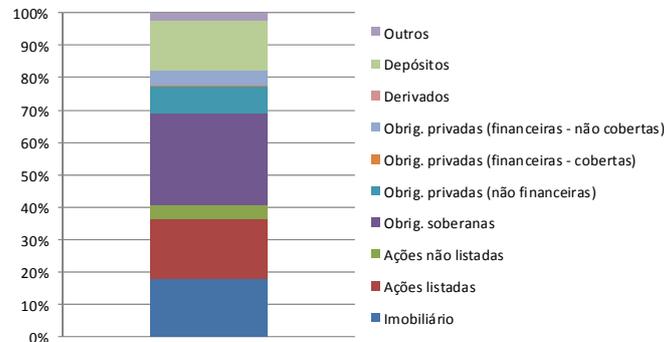
6.3.3.2. Análise do impacto dos cenários adversos

6.3.3.2.1. Investimentos

Relativamente ao conjunto dos fundos de pensões nacionais incluídos na amostra, no final de 2014, a componente imobiliária representava, em termos agregados, 18% da carteira de investimentos e a componente acionista quase 23%, correspondendo cerca de 70% deste conjunto a ações europeias listadas em mercados regulamentados. Por sua vez, a componente obrigacionista representava 40% do total de investimentos, sendo de destacar o peso das obrigações soberanas, de 28%, mais de metade das quais emitidas por França e Portugal. Em relação às obrigações privadas, que representavam pouco mais de 13% da carteira de investimentos, a categoria das obrigações não

financeiras constituía cerca de 60% desse conjunto. Por fim, destaca-se ainda a parcela referente aos depósitos, que correspondia a 15,5% dos investimentos totais.

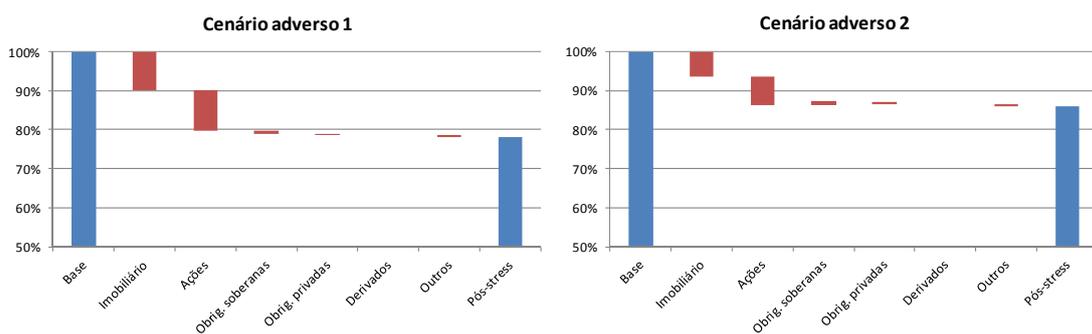
Figura 6.17 – Composição da carteira de investimentos



Em termos globais, o valor da carteira de investimentos decresce 22% e 14% nos cenários adversos 1 e 2. A título comparativo, a média europeia situou-se nos 21% e 13%, respetivamente.

O cenário adverso 1 assenta no pressuposto de queda significativa dos mercados imobiliário e acionista, o que, dada a exposição de cerca de 40% da carteira de investimentos nacional a estes ativos, explica o decréscimo mais acentuado para este cenário. No cenário adverso 2, os choques testados ao nível dos riscos imobiliário e acionista são menos severos, mas, ainda assim, explicam grande parte da variação do valor da carteira de investimentos.

Figura 6.18 – Decomposição da variação do valor da carteira de investimentos



6.3.3.2.2. Regime prudencial em vigor

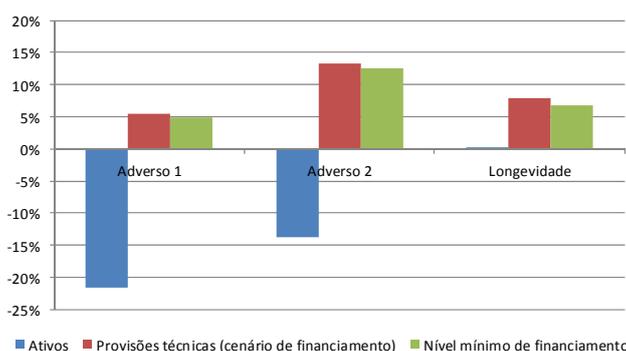
Nesta secção, é analisado o impacto dos cenários adversos no valor das responsabilidades e no nível de financiamento dessas responsabilidades, considerando duas perspetivas distintas:

- provisões técnicas (cenário de financiamento): valor das responsabilidades com pensões em pagamento e por serviços passados, calculadas de acordo com os pressupostos do cenário de financiamento;
- nível mínimo de financiamento: valor das responsabilidades com pensões em pagamento e por serviços passados que tem de estar financiado de acordo com as regras do nível mínimo de financiamento estabelecidas na Norma Regulamentar n.º 21/1996, de 5 de dezembro, ou, quando aplicável, com as exigências mínimas previstas em regulamentação específica.

No que se refere às provisões técnicas, o impacto do cenário adverso 2 é superior pelo facto de ter subjacente uma redução mais acentuada das taxas de juro sem risco do que o cenário adverso 1, bem como uma deslocação positiva da curva de inflação (enquanto o cenário adverso 1 prevê a diminuição da inflação futura), que conduz a um aumento do valor das responsabilidades dos planos sujeitos a este risco.

No que respeita ao cenário de longevidade, é exetável que a diminuição de 20% das taxas de mortalidade leve a um aumento médio de cerca de 8% do valor das provisões técnicas.

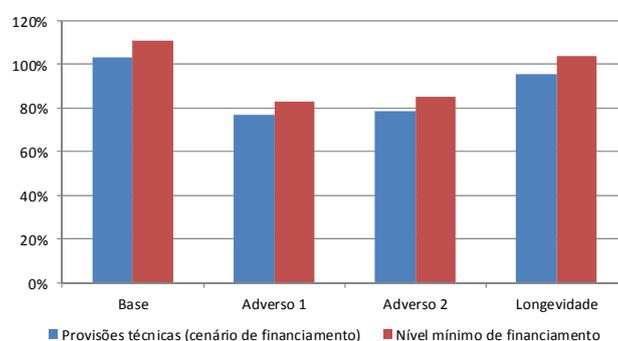
Figura 6.19 – Variação do valor dos ativos e das responsabilidades



Em todos os cenários, a variação relativa do nível mínimo de financiamento é ligeiramente inferior à das provisões técnicas pelo facto de alguns planos de pensões da amostra estarem sujeitos às regras do nível mínimo estabelecidas na Norma Regulamentar n.º 21/1996, de 5 de dezembro, a qual assenta em pressupostos fixos de taxa de desconto e de tábua de mortalidade a utilizar na avaliação das responsabilidades, não sendo, por isso, sensíveis aos choques testados no exercício.

No final de 2014, o nível global de financiamento da amostra era de 103% e de 111%, respetivamente na ótica das provisões técnicas e do nível mínimo de financiamento (que compara com rácios de 95% e de 85% a nível europeu). Atendendo ao efeito combinado da variação do valor dos ativos e das responsabilidades, conclui-se que o cenário adverso 1 é o que apresenta o maior impacto no nível de financiamento, que passaria a situar-se em 77% e 83%, na ótica das provisões técnicas e do nível mínimo de financiamento. É de notar que, na perspetiva da média europeia, no cenário adverso 1 os rácios decrescem para 75% e 67%, respetivamente em relação às provisões técnicas e aos requisitos de financiamento definidos a nível nacional.

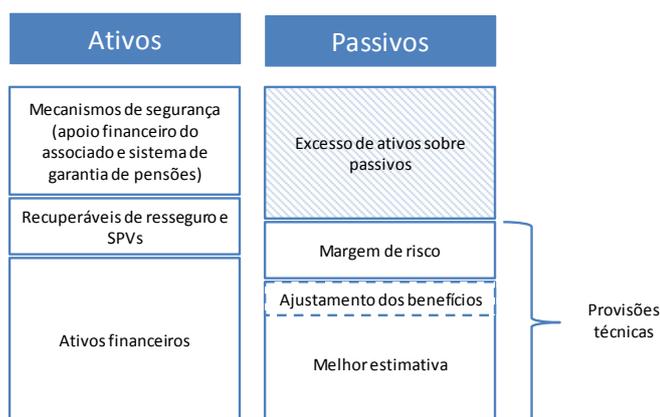
Figura 6.20 – Nível de financiamento



6.3.3.2.3. Metodologia comum

Em linhas gerais, a *metodologia comum* assenta na avaliação dos elementos do ativo e do passivo segundo princípios económicos e na possibilidade de reconhecer explicitamente no balanço o valor dos mecanismos de segurança e de ajustamento dos benefícios existentes. Para efeitos do *stress test*, foi utilizada a estrutura temporal das taxas de juro sem risco como base de avaliação. Ao assentar em princípios de avaliação comuns, esta metodologia permite ultrapassar algumas das diferenças existentes entre os regimes em vigor nos vários Estados-Membros, em especial no que se refere à avaliação das responsabilidades e aos requisitos de financiamento, e, consequentemente, obter resultados mais comparáveis a nível europeu.

Figura 6.21 – Visão global do balanço subjacente à *metodologia comum*



Para além dos ativos financeiros propriamente ditos, a *metodologia comum* reconhece o valor dos recuperáveis de resseguro e os *Special Purpose Vehicles* (SPVs) como um ativo, bem como o valor dos mecanismos de segurança, que correspondem, designadamente, ao apoio financeiro do associado e aos sistemas de garantia de pensões, atualmente existentes na Alemanha e no Reino Unido.

O valor do apoio financeiro do associado depende, por um lado, das necessidades de financiamento atuais e futuras da IORP e, por outro lado, da natureza jurídica (legalmente vinculativo ou não) e/ou capacidade financeira do associado em efetuar contribuições adicionais com vista a assegurar um adequado nível de financiamento das responsabilidades.

O cálculo do valor do apoio financeiro do associado é reconhecidamente uma das áreas de avaliação mais complexas no contexto da *metodologia comum*, sendo admissível a aplicação de metodologias estocásticas, determinísticas ou de simplificações, consoante for mais apropriado. Em determinadas condições, o apoio financeiro do associado pode ainda ser avaliado com base na *balancing item approach*, que consiste numa abordagem simplificada, assente no princípio da proporcionalidade, e que assume que o valor do apoio financeiro do associado é de molde a permitir equilibrar o balanço subjacente à *metodologia comum* (i.e. o valor do excesso de ativos sobre passivos é ajustado para zero).

Do lado dos passivos, o valor das provisões técnicas é dado, à semelhança do previsto para o regime do setor segurador (Solvência II), pela soma de uma melhor estimativa, correspondente ao valor atual esperado dos *cash flows* futuros das responsabilidades, ponderados pela respetiva probabilidade de ocorrência, e de uma margem de risco, que visa garantir que as responsabilidades são passíveis de ser transferidas para outra entidade, traduzindo o retorno que seria exigido por essa entidade para aceitar a assunção da carteira de responsabilidades.

A *metodologia comum* prevê a classificação dos benefícios em função do grau de discricionariedade associado à sua atribuição, *i.e.* benefícios incondicionais, benefícios condicionais puros, benefícios mistos e benefícios discricionários puros.

São também reconhecidos os mecanismos de redução dos benefícios, podendo estes ser classificados como *ex-ante*, *ex-post* e em caso de incumprimento do associado. Se para um dado mecanismo de redução dos benefícios não existirem limites para o montante máximo que pode ser reduzido, o respetivo valor pode ser determinado com base na *balancing item approach*, ou seja, o valor a reduzir é igual ao montante necessário para equilibrar o balanço.

Por princípio, o cálculo da margem de risco assenta na abordagem do custo de capital, encontrando-se prevista a possibilidade de aplicação de simplificações.

Para os fundos de pensões incluídos na amostra, a aplicação dos princípios da *metodologia comum* à avaliação dos ativos que compõem o seu património (*i.e.* ativos financeiros) não teve qualquer efeito sobre o respetivo valor, uma vez que o regime prudencial em vigor já assenta, com algumas exceções, na avaliação a justo valor.

Tomando como base de comparação o valor das responsabilidades com pensões em pagamento e por serviços passados calculado de acordo com os atuais pressupostos de financiamento²⁹, a avaliação das responsabilidades com base nos princípios de cálculo da melhor estimativa das provisões técnicas conduziu, em termos médios, a um aumento do valor das responsabilidades de cerca de 25% (percentagem semelhante à média europeia). Esta variação é essencialmente explicada pelo efeito de taxa de juro. A título de referência deve mencionar-se que, no final de 2014, as taxas médias de desconto aplicadas em relação aos fundos da amostra no cenário de financiamento eram de 2,5% para o período ativo e de 2,3% para o período de reforma. Atendendo à duração média das responsabilidades reportada no cenário de base, de 18 anos, a taxa de juro sem risco correspondente a esta maturidade, de acordo com a estrutura disponibilizada para o exercício, é de 1,2%.

Ainda em relação ao cálculo da melhor estimativa, é de referir que, ao nível nacional, as responsabilidades foram reportadas sob a classificação de benefícios incondicionais, tendo sido incluídos nesta categoria os benefícios indexados à inflação / crescimento salarial.

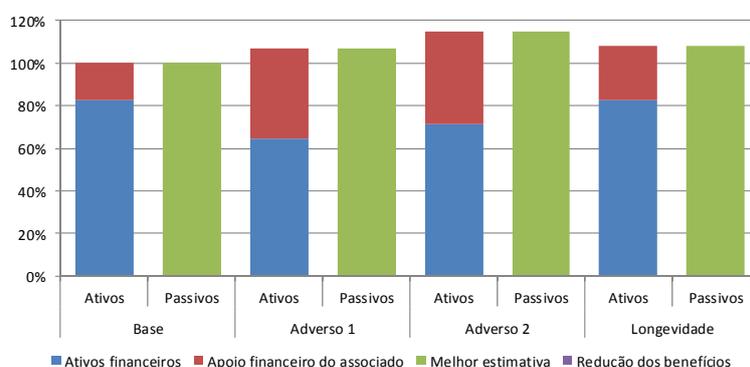
No cenário de base, para fazer face ao défice apurado entre o valor dos ativos financeiros e o valor da melhor estimativa, foi reconhecido o apoio financeiro do associado. Em relação aos fundos do setor bancário, este elemento foi classificado como legalmente vinculativo, tendo em conta a obrigatoriedade de financiamento das responsabilidades por pensões de reforma e de sobrevivência através de fundos de pensões. A avaliação deste item foi feita com base na *balancing item approach*, o que, por si só, permite

²⁹ Entende-se que esta é a medida que mais se aproxima do conceito de provisões técnicas.

equilibrar o balanço subjacente à *metodologia comum*. Nos restantes casos, o apoio financeiro do associado foi classificado como não legalmente vinculativo, tendo a respetiva avaliação sido efetuada com recurso às simplificações previstas nas especificações técnicas. Nestes casos, o valor do apoio financeiro do associado, avaliado em termos de valor esperado, não se revelou suficiente para cobrir integralmente o défice apurado. Não havendo outros mecanismos à disposição, e de acordo com as orientações providenciadas pela EIOPA, o valor do défice remanescente foi reconhecido explicitamente como uma redução *ex-post* dos benefícios, ou seja, para estes fundos foi aplicada a *balancing item approach* por via de um mecanismo de redução dos benefícios. Tendo em conta que o valor do défice remanescente após o reconhecimento do valor do apoio financeiro do associado era, em termos globais, reduzido, o peso desta redução de benefícios, expresso em termos do valor das responsabilidades, é também pouco material. Conclui-se, assim, que o principal mecanismo de segurança e/ou de ajustamento dos benefícios reconhecido para os fundos da amostra nacional é o apoio financeiro do associado, que, no cenário de base, representa cerca de 18% do valor da melhor estimativa das responsabilidades.

Atendendo a que, quer por via do apoio financeiro do associado, quer por via da redução *ex-post* dos benefícios, todos os fundos de pensões aplicaram a *balancing item approach*, de acordo com as especificações técnicas do exercício a margem de risco foi igualada a zero.

Figura 6.22 – Peso das componentes do balanço subjacente à *metodologia comum* em % do valor da melhor estimativa no cenário de base



Tal como exposto na secção 6.3.3.2.1., o cenário adverso 1 é o que tem maior impacto em termos da variação do valor da carteira de investimentos. Já em relação às responsabilidades, a variação é superior no cenário adverso 2, pelo facto de ter subjacente uma diminuição mais acentuada das taxas de juro sem risco e um aumento das taxas de inflação, embora este último fator afete apenas alguns fundos da amostra relativamente aos quais esse risco foi tido em consideração. O efeito combinado destas variações leva a que o défice seja superior no cenário adverso 2 e, conseqüentemente, que o recurso ao apoio financeiro do associado seja também mais expressivo neste cenário.

6.3.4. Módulo satélite do *stress test*

6.3.4.1. Breve caracterização dos cenários

O módulo satélite do *stress test* visa aferir o impacto de determinados cenários adversos nos benefícios futuros a receber por três participantes representativos de um dado plano de contribuição definida, e contempla:

- um cenário de base, assente na projeção do valor das contas individuais e dos benefícios futuros a receber, numa base de melhor estimativa (considerando, nomeadamente, os pressupostos de rendibilidade futura esperada dos ativos definidos para efeitos do exercício);
- dois cenários adversos de evolução dos mercados financeiros, baseados no conjunto de choques do módulo *core* (cenários instantâneos 1 e 2);
- dois cenários de longo prazo com impacto na rendibilidade esperada dos ativos (cenários de longo prazo 1 e 2);
- um cenário de aumento da esperança média de vida, idêntico ao do módulo *core*.

Na identificação dos três participantes representativos para um dado plano, algumas das características a observar foram pré-estabelecidas pela EIOPA³⁰, enquanto outras tiveram de ser definidas pelas IORPs³¹. A EIOPA desenvolveu uma ferramenta de projeção dos resultados para os vários cenários, sendo o principal indicador a taxa de substituição face ao último salário.

6.3.4.2. Análise do impacto dos cenários adversos

Na interpretação dos resultados de um exercício de simulação como o subjacente ao módulo satélite, importa ter em atenção que a projeção dos benefícios futuros a receber pelos participantes e o impacto dos cenários adversos no valor desses benefícios encontra-se fortemente dependente dos pressupostos assumidos relativamente às características do participante e do plano de pensões e às variáveis económico-financeiras.

Em particular, o valor acumulado da conta individual à idade esperada de reforma depende de vários fatores, incluindo o valor da conta individual à data de início da projeção e a sua evolução em função das contribuições efetuadas, geralmente expressas

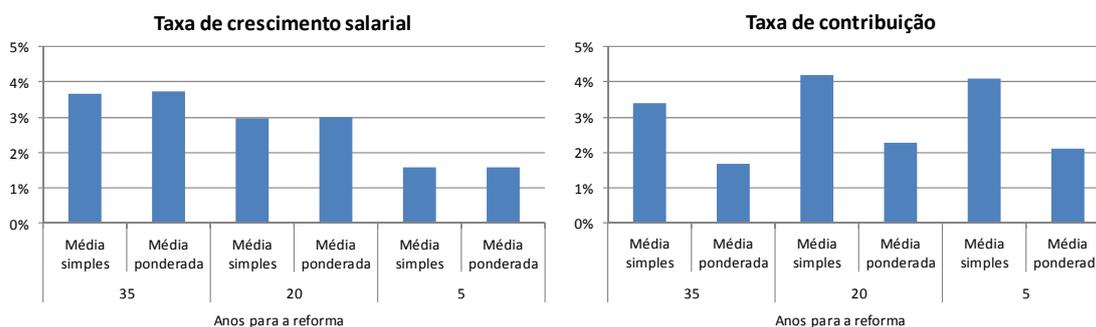
³⁰ Em particular: (i) à data de referência, os três participantes encontram-se a 35, 20 e 5 anos da idade esperada de reforma; (ii) o participante é uma pessoa singular; (iii) o participante trabalha a tempo inteiro; (iv) não é necessário especificar o sexo do participante.

³¹ A título de exemplo: (i) idade esperada de reforma; (ii) valor da conta individual à data de referência; (iii) salário bruto e pensionável à data de referência e taxa de crescimento salarial; (iv) taxa de contribuição expressa em percentagem do salário pensionável; (v) composição da carteira de ativos ao longo da fase de acumulação; (vi) custos e comissões; (vii) método típico de pagamento.

em percentagem do salário do participante, da composição e rendibilidade da carteira de ativos, das cargas e comissões, etc.

Neste contexto, é apresentada uma breve caracterização dos principais pressupostos assumidos para a amostra. Importa referir que um plano relevante em termos do número de participantes incluído na amostra não prevê a realização de contribuições futuras. Por este motivo, a análise é feita em termos de média simples e ponderada pelo número de participantes.

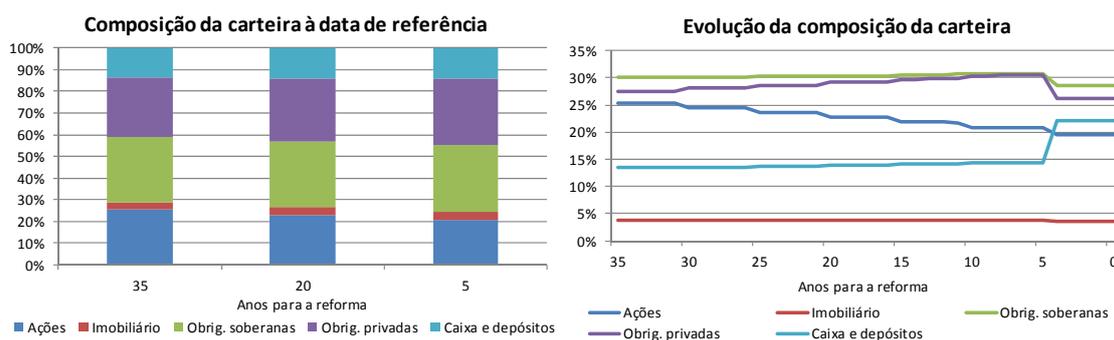
Figura 6.23 – Pressupostos relativos às taxas de crescimento salarial e às taxas de contribuição (média ao longo do horizonte de projeção)



A taxa de crescimento salarial é, de acordo com as especificações técnicas, dada pela soma da taxa de inflação subjacente ao exercício e de um crescimento salarial constituído por uma componente fixa de 1% e de por uma componente dependente da evolução da carreira do participante. A taxa de contribuição foi um pressuposto introduzido pelas entidades gestoras, podendo ser fixo ou variável ao longo da fase de acumulação.

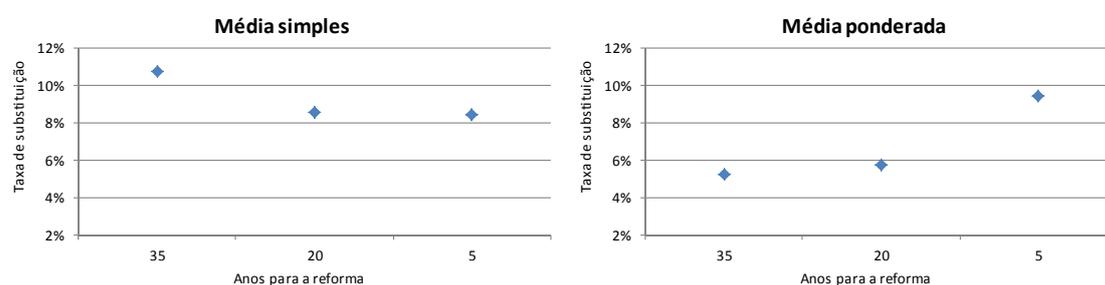
A rendibilidade dos ativos é outro fator relevante que influencia a evolução das contas individuais dos participantes, ilustrando-se na Figura 6.24 a composição da carteira de ativos da amostra e a sua evolução ao longo do horizonte de projeção, considerando o caso do participante a 35 anos da idade esperada da reforma. Como se pode observar, em termos médios, a exposição ao risco acionista tende a reduzir-se ao longo do tempo, refletindo a adoção de estratégias de *life-cycle* em relação a alguns participantes representativos incluídos na amostra.

Figura 6.24 – Caracterização da carteira de ativos



Na figura seguinte, apresentam-se os resultados da projeção em termos da taxa de substituição, dada pelo quociente entre a pensão e o salário à idade esperada de reforma. Note-se que, embora a ferramenta de projeção desenvolvida pela EIOPA preveja a obtenção de resultados relativos a três formas de pagamento distintas, designadamente sob a forma de uma renda de termos constantes, de uma renda indexada à inflação e de pagamentos de forma programada³², na presente análise privilegiou-se a primeira opção por ser a mais representativa entre as três opções previstas para os participantes em causa.

Figura 6.25 – Taxas de substituição no cenário de base



Tal como referido anteriormente, os resultados obtidos devem ser interpretados à luz das especificidades de cada plano e de cada participante, observando-se situações bastante distintas entre os casos individuais analisados. Ainda assim, é possível concluir que, como seria expetável, as taxas de substituição dos planos profissionais de contribuição definida são relativamente limitadas, o que é em grande parte decorrente do papel fundamental que o sistema público de Segurança Social assume na formação de pensões de reforma em Portugal. De acordo com a informação reportada pelas entidades gestoras, estima-se que a taxa de substituição das pensões de reforma da Segurança Social seja de aproximadamente 65% para os participantes que se encontram a 5 anos da idade de reforma e de cerca de 50% para os participantes que se encontram a 35 anos da idade de reforma. Por outro lado, importa também frisar que o montante de ativos sob gestão relativo a planos profissionais de contribuição definida representava, no final de 2014, cerca de 8% do valor total dos fundos de pensões

³² Programmed drawdown.

profissionais. Apesar do crescimento gradual que este segmento tem vindo a registar ao longo dos anos (e.g., no final de 2010 a sua quota era de apenas 3%), a sua representatividade é ainda limitada, correspondendo a 0,7% do PIB nacional e cobrindo 1,6% da população ativa portuguesa.

A análise do impacto dos cenários adversos no valor da conta individual à idade esperada de reforma revela que, para qualquer um dos participantes representativos, o cenário instantâneo 1 é mais penalizador do que o cenário instantâneo 2, pela magnitude dos choques associados ao risco acionista e imobiliário (ver Figura 6.16).

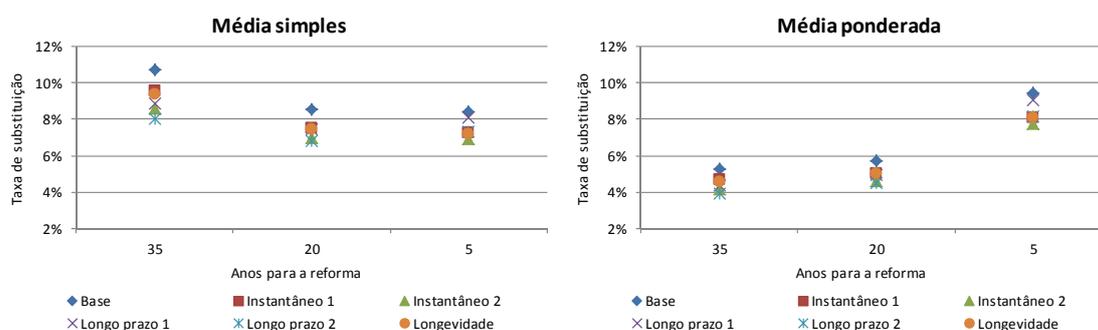
Em relação aos cenários adversos que incidem sobre a rendibilidade esperada dos ativos, no cenário de longo prazo 1 assume-se uma maior redução da rendibilidade esperada das obrigações soberanas e das ações e imóveis face ao cenário de longo prazo 2. Consequentemente, o impacto é também maior no primeiro caso.

De um modo geral, conclui-se que os cenários de longo prazo exercem um maior efeito sobre os participantes que se encontram mais distantes da idade de reforma. O impacto dos cenários instantâneos não é tão evidente. Por um lado, os participantes mais próximos da idade de reforma são, à partida, mais sensíveis a variações do valor da carteira de ativos, dado o maior valor acumulado na sua conta individual e o menor período de recuperação. No entanto, a adoção de estratégias de *life-cycle* permite minimizar a exposição à volatilidade dos mercados financeiros. Ademais, os cenários instantâneos preveem também uma deslocação negativa da estrutura temporal das taxas de juro sem risco, o que influencia adversamente a rendibilidade esperada dos ativos.

Ao converter o valor acumulado numa renda, o cenário instantâneo 2 e o cenário de longo prazo 2 passam a ser mais penalizadores por preverem uma diminuição mais significativa das taxas de juro sem risco, o que torna as rendas mais caras.

No cálculo das taxas de substituição, ilustradas na Figura 6.26, acresce ainda o facto de estes cenários preverem o aumento das taxas de inflação, com impacto no nível salarial sobre o qual é calculado o rácio.

Figura 6.26 – Taxas de substituição no cenário de base



6.3.5. Conclusões

O principal objetivo do primeiro exercício europeu de *stress test* das IORPs foi o de providenciar uma visão global sobre o setor a nível europeu em matéria de identificação dos potenciais riscos e vulnerabilidades com impacto sobre a formação de pensões de reforma e a estabilidade financeira. Importa frisar que o *stress test* foi realizado num contexto macroeconómico e demográfico que, por si só, já coloca um conjunto de desafios relevantes ao setor, incluindo a manutenção de um ambiente de baixas taxas de juro.

Em relação ao módulo *core*, os resultados dos cenários adversos revelam, tanto a nível nacional como europeu, um aumento significativo do défice entre o valor dos ativos e dos passivos. Neste âmbito, os resultados obtidos a nível nacional demonstraram ser consistentes com os valores médios europeus. É de assinalar também que os resultados do *stress test* revelaram uma forte dependência do apoio financeiro do associado para o financiamento dos *deficits* resultantes, sem prejuízo do estabelecimento de planos de recuperação de médio/longo prazo adequados face à duração e liquidez das responsabilidades.

O módulo satélite incidiu sobre os planos profissionais de contribuição definida puros, sendo, neste caso, os riscos suportados pelos participantes. O facto de as projeções estarem dependentes de um conjunto de pressupostos dificulta a generalização dos resultados. Não obstante, foi possível traçar algumas conclusões gerais quanto ao impacto que cada tipo de cenários exerce sobre os participantes, em função, nomeadamente, do número de anos a que estes se encontram da idade esperada de reforma. Enquanto os cenários de longo prazo exercem um maior efeito sobre os participantes que se encontram mais distantes da idade de reforma o impacto dos cenários instantâneos não é tão evidente, uma vez que a adoção de estratégias de *life-cycle* permite minimizar a exposição à volatilidade dos mercados financeiros.

Por último, importa sublinhar que, o exercício, enquadrado nas análises de estabilidade financeira, incluiu também um estudo dos potenciais efeitos de segunda ordem, designadamente do risco de propagação dos efeitos adversos a outros segmentos do setor financeiro e à economia real. No caso português, a informação recolhida relativamente aos potenciais comportamentos após a ocorrência dos cenários adversos demonstrou que, em termos gerais, não é expectável a adoção de estratégias de investimento pró-cíclicas por parte dos fundos de pensões nacionais.



ASF

Autoridade de Supervisão
de Seguros e Fundos de Pensões

Av. da República, n.º 76, 1600-205 Lisboa

Tel.: (+351) 21 790 31 00

asf@asf.com.pt

www.asf.com.pt