

Análise de Riscos do Setor Segurador e dos Fundos de Pensões

2020



ASF
Autoridade de Supervisão
de Seguros e Fundos de Pensões

Agosto de 2020



Ficha Técnica

Título

Análise de Riscos do Setor Segurador e dos Fundos de Pensões | Agosto de 2020

Edição

Autoridade de Supervisão de Seguros e Fundos de Pensões

Departamento de Análise de Riscos e Solvência

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

Telefone: 21 790 31 00
Endereço eletrónico: asf@asf.com.pt

www.asf.com.pt

Ano de Edição: 2020

ISSN 2183-7716 (*online*)

Análise de Riscos do Setor Segurador e dos Fundos de Pensões

Agosto de 2020

Índice

| | |
|---|----|
| Siglas e acrónimos..... | 3 |
| Sumário executivo..... | 4 |
| 1 Introdução e abordagem | 7 |
| 2 Caracterização do contexto <i>baseline</i> e análise de longo prazo | 9 |
| 2.1 Carteiras de investimentos..... | 9 |
| 2.1.1 Políticas de investimentos | 9 |
| 2.1.2 Qualidade creditícia das carteiras..... | 10 |
| 2.1.3 Perfil de durações | 11 |
| 2.1.4 Distribuição combinada dos perfis de qualidade creditícia e de durações..... | 11 |
| 2.1.5 Vulnerabilidades específicas do mercado nacional a cenários de reversão dos prémios de risco/fragmentação dos mercados financeiros..... | 12 |
| 2.2 Evolução do setor segurador..... | 15 |
| 2.2.1 Solvabilidade | 15 |
| 2.2.2 Rendibilidade | 20 |
| 2.2.3 Ramo Vida | 21 |
| 2.2.4 Ramos Não Vida..... | 26 |
| 2.3 Evolução do setor dos fundos de pensões | 30 |
| 3 Impactos da pandemia associada ao surto de COVID-19 no setor segurador e dos fundos de pensões..... | 37 |
| 3.1 Envolvente macroeconómica | 38 |
| 3.1.1 Crescimento económico | 38 |
| 3.1.2 Rendimentos e emprego..... | 41 |
| 3.1.3 Défice orçamental e dívida pública..... | 41 |
| 3.1.4 Política monetária..... | 46 |
| 3.1.5 Taxas de juro e de inflação..... | 47 |
| 3.2 Evolução dos mercados financeiros..... | 48 |
| 3.2.1 Mercados obrigacionistas..... | 48 |
| 3.2.2 Mercados acionistas..... | 50 |
| 3.2.3 <i>Commodities</i> | 52 |

| | | |
|-------|---|----|
| 3.2.4 | Revisões de avaliação de qualidade creditícia por parte das agências de notação | 53 |
| 3.3 | Impactos no setor segurador..... | 54 |
| 3.4 | Impactos no setor dos fundos de pensões..... | 65 |
| 4 | Análise temática..... | 70 |
| 4.1 | Resultados nacionais do exercício europeu de <i>Stress Test</i> das IORP..... | 70 |
| 4.1.1 | Enquadramento | 70 |
| 4.1.2 | Âmbito de participação..... | 71 |
| 4.1.3 | Caraterização do cenário adverso | 71 |
| 4.1.4 | Comparação do cenário adverso do <i>Stress Test</i> das IORP com os desenvolvimentos observados sob a pandemia de COVID-19..... | 73 |
| 4.1.5 | Principais resultados do módulo BD..... | 75 |
| 4.1.6 | Principais resultados do módulo CD | 82 |
| 4.1.7 | Análises transversais aos módulos BD e CD..... | 84 |
| 4.1.8 | Conclusões | 87 |

Siglas e acrónimos

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

Sumário executivo

O panorama mundial encontra-se profundamente marcado pela pandemia associada ao coronavírus, e pelas suas consequências na atividade económica e na vida em sociedade. A relevância deste episódio conduziu ao repensar da estrutura e abordagem deste relatório de análise de riscos do setor segurador e dos fundos de pensões, que assim incide sobre três vertentes essenciais: (i) a caracterização do setor supervisionado pela Autoridade de Supervisão de Seguros e Fundos de Pensões (ASF) no momento prévio à incidência da pandemia, incluindo a análise da articulação dos novos fatores de risco com os pré-existentes, bem como das fontes de vulnerabilidade e resiliência; (ii) a avaliação dos impactos da pandemia nas empresas de seguros e nos fundos de pensões, visíveis até à data; e (iii) a investigação de tendências de longo prazo no setor, contemplando, quando viável, o horizonte desde a crise das dívidas soberanas.

Prestes a deparar-se com a pandemia, o setor segurador apresentava níveis de solvência confortáveis, com folga face aos mínimos exigidos (rácios de cobertura de 178% e 497%, respetivamente, para o requisito de capital de solvência (SCR) e o requisito de capital mínimo (MCR), para o total do mercado). A robustez destes rácios é proporcional à capacidade do setor para lidar com choques adversos, bem como à flexibilidade da gestão nesse contexto. Deste modo, ao nível da gestão de capital, os efeitos experienciados após a incidência do COVID-19 salientam a importância da implementação de medidas de retenção de capital pelos operadores, com as políticas de distribuição de dividendos a deverem atender à incerteza persistente, mesmo quando os meses recentes sinalizam relativa estabilidade de vários riscos.

Ao nível da gestão dos riscos, registaram-se alterações à magnitude dos principais riscos, dos seus *drivers* e das suas expectativas de evolução ao longo do tempo. Assim, a pandemia conduziu ao adensamento do ambiente prolongado de taxas de juro muito baixas, à medida que, de modo a suportar a reação aos efeitos económicos da pandemia, bem como a liquidez e a estabilidade dos preços, o Banco Central Europeu (BCE) intensificou fortemente as medidas de política monetária de natureza acomodatória que, no final de 2019, se julgariam com flexibilidade limitada para aprofundamento adicional. A pandemia conduziu também à materialização de efeitos de alargamento dos prémios de risco dos ativos, ainda que parcialmente revertidos ao longo do segundo trimestre de 2020, quando, em semestres anteriores, os receios centravam-se essencialmente na dimensão geopolítica e no abrandamento económico. No caso deste último, as preocupações, que anteriormente se focavam na perda de fulgor do crescimento, foram redirecionadas pela pandemia para as consequências de uma recessão de proporções históricas, projetada em 9,5% para Portugal (13,1% no cenário adverso) pelo Banco de Portugal, em 8,7% para a área do euro (estimativa da Comissão Europeia) e em quase 5% para a economia mundial (estimativa do Fundo Monetário Internacional (FMI)), bem como para a velocidade e sustentabilidade da recuperação nos anos seguintes.

Também no que se refere aos riscos operacionais e cibernéticos, o setor foi sujeito a uma inevitável transição rápida, para um paradigma não projetado até poucas semanas antes do confinamento. Ainda, no domínio da transição sustentável, os requisitos associados ao pacote recentemente acordado no Conselho Europeu para reação ao coronavírus, deverão redundar em estímulo e exigência adicional sobre este processo de transição.

No âmbito da sua vertente de grandes investidores institucionais, e na atual conjuntura de elevada incerteza e suscetibilidade a movimentos bruscos dos mercados financeiros, reveste-se de especial importância a monitorização e mitigação dos riscos decorrentes da concentração das carteiras de investimento das empresas de seguros e dos fundos de pensões, sendo de destacar, no setor nacional, os pesos específicos dos emitentes soberanos de Portugal, Itália e Espanha, bem como de instituições da esfera bancária com presença em Portugal. A compatibilização da diversificação das carteiras com a busca por rentabilidade sustentada, bem como, no caso do setor segurador, a gestão dos requisitos de capital decorrentes das posições detidas, devem assumir um equilíbrio adequado, que evite dependências excessivas da evolução de determinados emitentes/títulos ou de emitentes/títulos altamente correlacionados e que partilhem fatores de vulnerabilidade comuns.

Este cenário é passível de densificação adicional em virtude da probabilidade material de se verificarem revisões descendentes da qualidade creditícia de emitentes de valores mobiliários por parte das agências externas de notação de risco de crédito, que têm sido predominantemente sinalizadas ao nível dos *outlooks* de revisão. Estas são suscetíveis de interferir negativamente com a valoração dos títulos, bem como com a sua onerosidade em termos de requisitos de capital, no setor segurador, ou de interferir com a capacidade financeira dos associados de fundos de pensões. Fruto da relevância do tema, este relatório inclui duas caixas específicas onde são testados os efeitos de dois cenários de revisões creditícias, quer no contexto do setor segurador, quer dos fundos de pensões.

Numa visão mais completa da cadeia de valor do setor segurador, salienta-se, pelos mesmos motivos, a importância de conter a dependência dos resultados técnicos face aos resultados financeiros, uma problemática especialmente notória no negócio do ramo Vida e dos ramos Não Vida com maior duração.

O contexto pós-COVID-19, ao induzir a quebras de produção e deterioração da rentabilidade do negócio, vem enfatizar a necessidade de as empresas de seguros manterem políticas sãs de tarifação, de subscrição de riscos e de constituição de provisões técnicas suficientes, num ambiente de previsível competitividade acrescida. De facto, a adoção de comportamentos de *underpricing* e/ou de *underreserving* deixaria as empresas de seguros ainda mais vulneráveis à evolução dos mercados financeiros, densificando pressões sobre a sua solvabilidade e rentabilidade.

Outro aspeto importante que a pandemia veio revelar prende-se com a maior visibilidade e até o potencial alargamento do *protection gap* quanto à cobertura de riscos de relevo da economia e da sociedade Portuguesas, e para os quais o setor segurador pode desempenhar um papel de destaque. Para tal, é importante, por um lado, estabelecer instrumentos e mecanismos que permitam a mensuração e a gestão dos riscos subjacentes a preços comportáveis, e, por outro lado, sensibilizar os agentes económicos para a importância da cobertura voluntária desses riscos.

É ainda de referir o impacto que as medidas tomadas pelos governos em reação à pandemia de COVID-19 tiveram ao nível do perfil e da exposição dos riscos cobertos nas apólices de seguros, ainda que alguns dos efeitos sejam de natureza temporária. Neste âmbito, salienta-se a importância da manutenção de elevados padrões de conduta por parte das empresas de seguros, e do tratamento justo e equitativo dos consumidores, assegurando o alinhamento dos produtos com as suas necessidades efetivas, sem, contudo, descuidar o equilíbrio técnico e a incerteza persistente quanto ao padrão de evolução futura da sinistralidade.

Por último, salienta-se a apresentação, no último capítulo do presente relatório, dos resultados nacionais do exercício europeu de *Stress Test* realizado, em 2019, ao setor das instituições de realização de planos de pensões profissionais (IORP), que, em Portugal, abrange os fundos de pensões que financiam planos profissionais. Nesse exercício, foi testado o impacto de um cenário de reavaliação abrupta e significativa dos prémios de risco dos instrumentos financeiros, combinada com uma subida da estrutura temporal de taxas de juro sem risco. Tendo em conta que o cenário de base sobre o qual foi aplicado o exercício difere substancialmente da atual conjuntura, a apresentação dos resultados é complementada com a análise comparativa entre os choques adversos testados e os choques reais observados nos mercados financeiros no eclodir da pandemia COVID-19.

1 Introdução e abordagem

A conjuntura macroeconómica atual a nível mundial encontra-se profundamente marcada pela pandemia associada ao coronavírus, que tem vindo a gerar profundos efeitos económicos, sociais e laborais, impactando também o setor financeiro.

O presente relatório de análise de riscos do setor segurador e dos fundos de pensões, da ASF, será focado neste tema, por intermédio de uma abordagem que principia com a caracterização do contexto *baseline*, em que o setor se encontrava no momento em que foi confrontado com este choque pandémico, enquadrada na evolução de longo prazo que recua, sempre que possível, ao período da crise das dívidas soberanas, em 2010-2012. O objetivo é o de auxiliar a compreensão dos principais pontos de contacto, das fontes de vulnerabilidade ou de resiliência, bem como da articulação dos novos riscos com os principais riscos pré-existentes, evoluindo, de seguida, para a análise dos impactos decorrentes deste episódio de saúde pública de envergadura global.

A pandemia de COVID-19 funcionou como *trigger* para a materialização, ou intensificação, dos riscos que vinham sendo destacados em semestres precedentes. As preocupações relativas à desaceleração da atividade económica, que se observava em 2019, passaram a ser dirigidas a um contexto de profunda recessão – acompanhada de deterioração do mercado laboral e dos rendimentos – enquanto as medidas monetárias empreendidas pelos bancos centrais no sentido de promover a liquidez nos mercados financeiros, condições favoráveis de financiamento da economia e a estabilidade de preços, contribuíram para afastar as possibilidades de descolagem de um ambiente de taxas de juro extremamente reduzidas. Cumulativamente, são agravadas as possibilidades de um cenário de aumento material dos prémios de risco, já previamente receado, então essencialmente em função da dimensão geopolítica.

Em particular, o quadro atual é passível de agudização pela possibilidade de uma onda de revisões creditícias descendentes, suscetíveis de contribuir para (i) o alargamento e diferenciação adicional dos prémios de risco, com reflexo na valorização dos títulos em carteira, (ii) a deterioração das condições de financiamento dos emitentes e, (iii) no caso das empresas de seguros, o agravamento dos coeficientes de risco aplicados às exposições para efeitos de cálculo do SCR, designadamente dos submódulos de riscos de *spread* e concentração, com efeitos pró-cíclicos.

Em sentido oposto, é concebível um efeito favorável do ajustamento de volatilidade nas taxas de desconto a utilizar para aferição do valor atual das responsabilidades de seguros, e poderão estar disponíveis *yields* mais elevadas, mesmo que apenas temporariamente, para efeitos de reinvestimento.

Adicionalmente, o reflexo das medidas de apoio à economia empreendidas por vários Estados Membros da União Europeia, conjugado com uma recessão mais prolongada ou uma recuperação mais lenta do que o previsto, poderá levar ao ressurgimento das

preocupações dos investidores com a sustentabilidade das finanças públicas, com consequente contágio ao sistema financeiro, pese embora o efeito mitigador das políticas monetárias não convencionais empreendidas pelos bancos centrais.

A velocidade da recuperação económica desempenha ainda um papel fulcral na contenção dos impactos da crise nas famílias e nas empresas, ao nível do emprego e do endividamento. Os efeitos a este nível colocam pressão sobre a rentabilidade e solvabilidade do setor segurador, por via, designadamente, da redução da produção de seguros e do aumento dos resgates, bem como sobre a capacidade de financiamento dos fundos de pensões.

Em paralelo, as empresas de seguros e as entidades gestoras de fundos de pensões terão de operar num contexto de mudanças de paradigma, acelerando os seus esforços de digitalização e adaptando-se a modelos de trabalho e de negócio mais ágeis e eficientes em termos de custos, o que, por si, é também gerador de novos riscos.

2 Caracterização do contexto *baseline* e análise de longo prazo

Como referido anteriormente, neste capítulo será sumariamente efetuada a caracterização do setor segurador e de fundos de pensões na data de referência assumida como *baseline* (31-12-2019) – *i.e.* no momento anterior à escalada da epidemia para um contexto global –, bem como a identificação de tendências relevantes de longo prazo.

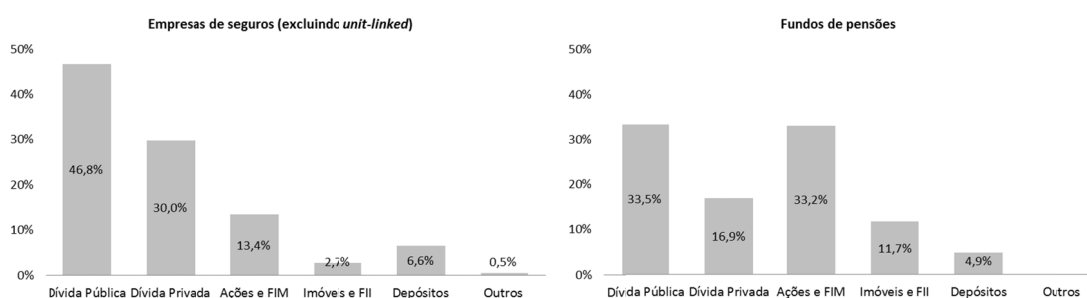
2.1 Carteiras de investimentos

2.1.1 Políticas de investimentos

No que toca às políticas de investimentos do conjunto das empresas de seguros (excluindo as carteiras de ativos afetas a seguros ligados), as carteiras são dominadas por títulos obrigacionistas (cerca de 77%), em especial soberanos (aproximadamente 47%), o que introduz sensibilidade a aumentos dos respetivos *spreads*. Por sua vez, a proporção relativamente limitada de posições acionistas reflete uma menor exposição a um universo de títulos que viria a ser fortemente impactado pela emergência da pandemia, e consequentes medidas de confinamento.

No caso dos fundos de pensões, a sensibilidade a variações dos *spreads* mantém relevância, ainda que o peso agregado das categorias de dívida seja mais moderado (50,4%), em prol de uma maior exposição a ações e a fundos de investimento mobiliário (FIM) (33,2%).

Figura 2.1 - Políticas de investimentos: pesos das classes de ativos a 31 de dezembro de 2019 (excluindo as carteiras de ativos afetos a seguros ligados).



De seguida, em virtude da sua elevada importância específica, a referida sensibilidade da carteira obrigacionista a variações dos *spreads* será investigada em maior detalhe.

2.1.2 Qualidade creditícia das carteiras

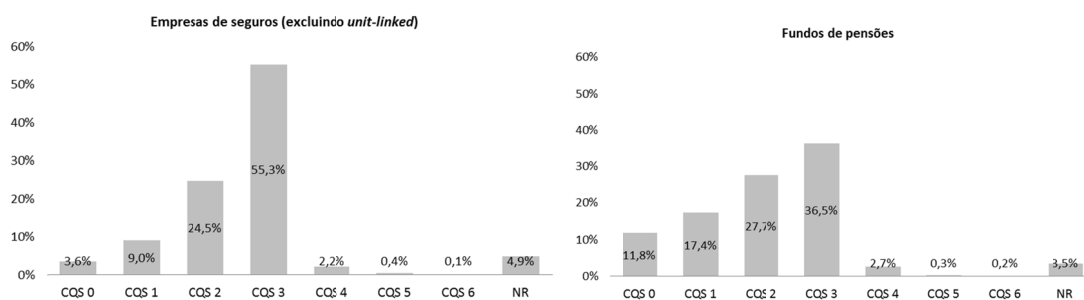
Em termos da qualidade creditícia da carteira obrigacionista das empresas de seguros, salienta-se a ampla prevalência de títulos em território conotado como de investimento (92,4%), e a predominância da categoria *credit quality step* (CQS) 3 (55,3%), portanto mais próxima da fronteira com o espaço considerado como especulativo/*high-yield*. Em termos médios, a qualidade creditícia das carteiras de investimento situa-se em nível BBB+, com a totalidade das empresas de seguros a revelar também uma qualidade creditícia média da sua carteira individual em nível conotado como de *investment grade*.

Não obstante, a folga relativamente limitada face ao limiar confere vulnerabilidade a uma possível onda de revisões em baixa da qualidade creditícia de valores mobiliários, conexas com o surto de COVID-19. Este facto é atenuado no caso dos títulos privados, onde a representatividade da categoria CQS 3 se queda pelos 39%, materialmente abaixo dos 66% a que ascende no caso dos soberanos. Este aspeto contribui para limitar os efeitos de revalorização no seio dos primeiros, bem como dos potenciais acréscimos dos coeficientes de risco para os requisitos de capital de *spread* e concentração.

No caso dos fundos de pensões, a proporção total de títulos em território de investimento é idêntica (93,4%), correspondendo, por isso, à larga maioria da carteira de dívida. No entanto, neste caso, denota-se uma menor concentração na categoria mais próxima do limiar. O *rating* médio da carteira do setor é de A-, e, portanto, com uma folga um pouco superior face à fronteira entre territórios *investment grade* e especulativo, mitigando a proporção de títulos mais diretamente passíveis de queda para o segundo conjunto em função de ações de *downgrade* associadas à pandemia de COVID-19.

No final de 2019, cerca de 1,6% dos fundos de pensões apresentavam *rating* médio da carteira abaixo de *investment grade*, o que configura uma melhoria face ao primeiro semestre desse ano (para o qual essa proporção era de 2,7%).

Figura 2.2 - Qualidade creditícia da carteira de investimentos a 31 de dezembro de 2019 (excluindo as carteiras de ativos afetos a seguros ligados).



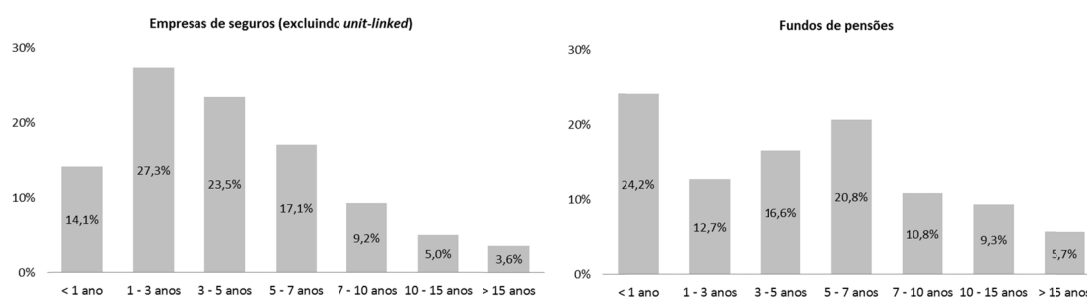
2.1.3 Perfil de durações

Para complementar a análise da sensibilidade da carteira obrigacionista do setor ao risco de variações dos *spreads*, é também relevante explorar o seu perfil de durações. A duração média da carteira obrigacionista do conjunto de empresas de seguros cifrava-se em cerca de 4,7 anos, no final de 2019. Deste modo, o universo analisado de empresas de seguros exhibe um perfil de durações relativamente limitadas, e com uma ordem de grandeza que se mantém estável há vários semestres (próxima dos 5 anos), apesar da crescente dificuldade de obtenção de rendibilidades atrativas, o que poderia sugerir uma predileção mais marcada por títulos de maior duração.

O facto descrito contribui para atenuar a sensibilidade da carteira de títulos de rendimento fixo das empresas de seguros a movimentações ascendentes dos prémios de risco, conforme observado – e passível de intensificação – sob o contexto pandémico, referindo-se ainda que as durações são tendencialmente mais limitadas no contexto da dívida privada (média inferior a 4 anos).

No âmbito dos fundos de pensões, a duração média da carteira obrigacionista é um pouco superior (em torno dos 6 anos). Apesar disso, atendendo ao perfil de longo prazo das responsabilidades deste setor, o perfil de durações descrito confere uma sensibilidade contida da carteira obrigacionista a movimentos dos respetivos *spreads*, ainda que não sejam, naturalmente, despreciandos.

Figura 2.3 - Durações da carteira de investimentos a 31 de dezembro de 2019 (excluindo as carteiras de ativos afetos a seguros ligados)



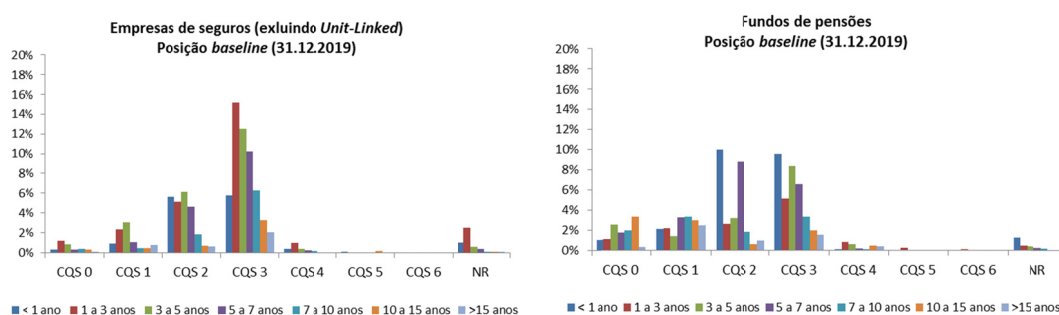
2.1.4 Distribuição combinada dos perfis de qualidade creditícia e de durações

Da análise conjugada da qualidade creditícia e da duração das carteiras obrigacionistas das empresas de seguros, denota-se a prevalência de títulos classificados como de *investment grade* com durações até 7 anos (cerca de 75% do universo de títulos em análise). Na amostra remanescente, predominam os títulos sem notação atribuída, com um peso de cerca de 4,9% do total, onde as durações são maioritariamente inferiores a 3 anos.

No evento de uma subida dos prémios de risco, conexas com a pandemia de COVID-19, o setor segurador está mais exposto por via do canal da qualidade creditícia, fruto de uma menor folga face ao terreno especulativo. Por outro lado, em termos do canal de durações, a concentração em torno de valores relativamente curtos desta variável contribui para mitigar a extensão dos efeitos de variação dos *spreads* na valorização dos títulos em carteira.

No que concerne aos fundos de pensões, os títulos classificados como de *investment grade* predominam também maioritariamente com durações até 7 anos (cerca de 70% do universo total), sendo a principal diferença, face ao caso segurador, a menor acumulação junto da fronteira do território de investimento. Neste caso, a vulnerabilidade a um contexto de aumento de *spreads* é menor pela via da qualidade creditícia, e um pouco maior pelo canal das durações.

Figura 2.4 - Distribuição combinada da qualidade creditícia e da duração da carteira de investimentos das empresas de seguros e dos fundos de pensões, a 31 de dezembro de 2019 (excluindo as carteiras de ativos afetos a seguros ligados)



Após explorar as características das carteiras de investimento que permitem uma primeira perceção da sua vulnerabilidade a choques transversais e generalizados, complementa-se a análise com um exame mais granular, explorando os grupos económicos e emittentes aos quais as posições correspondem.

O principal objetivo deste exercício é investigar a suscetibilidade das carteiras ao risco de fragmentação dos mercados financeiros, que já constituía uma preocupação em contexto pré-COVID-19, mas que é passível de amplificação em consequência da pandemia.

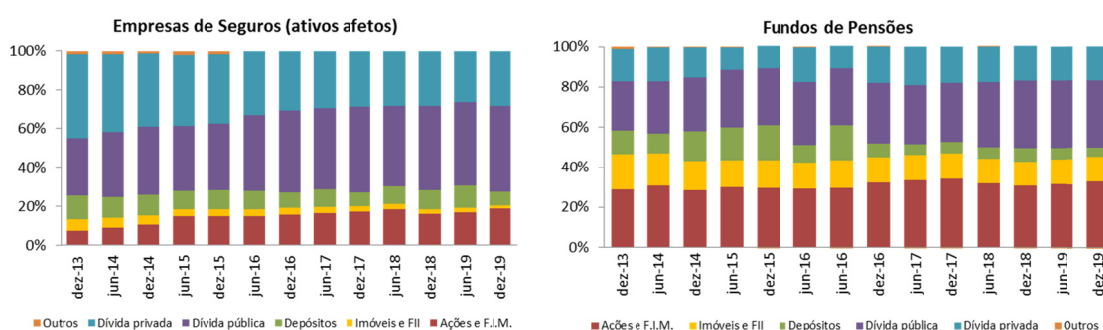
2.1.5 Vulnerabilidades específicas do mercado nacional a cenários de reversão dos prémios de risco/fragmentação dos mercados financeiros

No término de 2019, os ativos a representar as provisões técnicas das empresas de seguros nacionais ascendiam a cerca de 51,3 mil milhões de euros, enquanto o património dos fundos de pensões se cifrava em cerca de 22 mil milhões de euros.

No caso das empresas de seguros, a composição das carteiras de ativos revelava, na mesma data, uma estrutura idêntica a semestres anteriores.

Refira-se, no entanto, que, no universo de títulos detidos para representar carteiras de responsabilidades *unit-linked*, a proporção de títulos de dívida é menor (aproximadamente metade da carteira), em prol de maior peso em investimentos coletivos (cerca de um terço da carteira). Porém, para os títulos obrigacionistas, a concentração na categoria CQS 3 é ainda mais vincada (73%), e as durações mais curtas (média inferior a 4 anos). Estas diferenças estão amplamente ligadas à ausência de necessidade de gestão do SCR.

Figura 2.5 - Composição das carteiras de ativos a 31 de dezembro de 2019, por tipo de instrumento



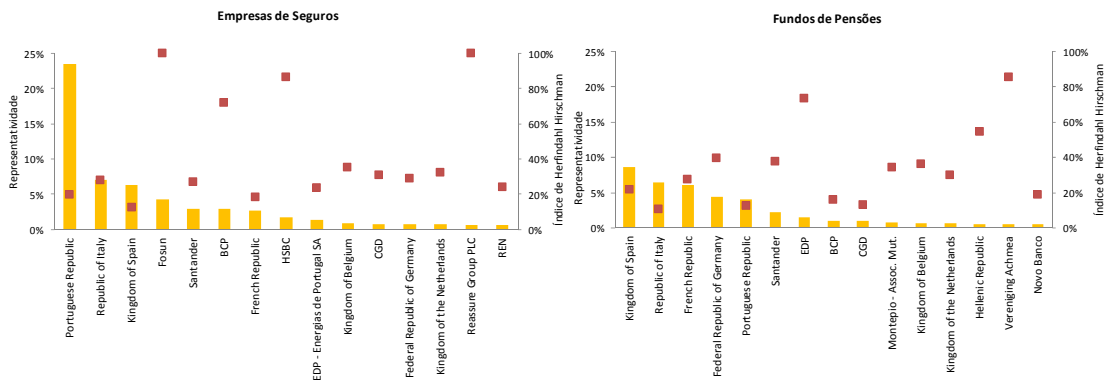
Não obstante as estratégias de *de-risking* gradualmente implementadas ao longo dos últimos anos, a análise das exposições por emitente, ou grupo económico, revela a persistência de uma proporção elevada de emittentes soberanos, e de ativos emitidos por grupos financeiros a operar em Portugal, e que detêm participações no setor segurador e de fundos de pensões. A exposição aos primeiros emittentes encontra-se tendencialmente mais disseminada pelos diversos operadores, ao passo que a exposição aos segundos emittentes tende a concentrar-se em subconjuntos mais restritos de entidades.

No contexto segurador, o peso agregado das cinco principais exposições ascende a 45,5%. As três primeiras exposições, todas relativas a títulos de dívida soberana, pesam 37,8%, continuando a revelar o contexto de um setor onde as principais contrapartes concorrem para uma proporção muito material dos portefólios.

Este perfil de concentração, apesar de se revelar económico do ponto de vista dos requisitos de capital – em virtude de isenção de cargas de capital para os riscos de *spread* e de concentração no caso dos títulos soberanos –, densifica vulnerabilidades. Em particular, para as três principais exposições (PT, IT e ES), implica vulnerabilidade acrescida a fenómenos de fragmentação dos mercados financeiros na União Europeia, decorrente do ressurgimento de preocupações com a sustentabilidade das finanças públicas.

No que toca aos fundos de pensões, a predominância muito mais moderada da principal exposição – o soberano Espanhol - determina que os pesos agregados dos principais emitentes sejam inferiores. As três principais exposições pesavam, combinadamente, 21%, e as primeiras cinco cerca de 30%. Foi também reforçada a presença do soberano Italiano no passado mais recente, mantendo-se a tendência de compressão da proporção do soberano doméstico.

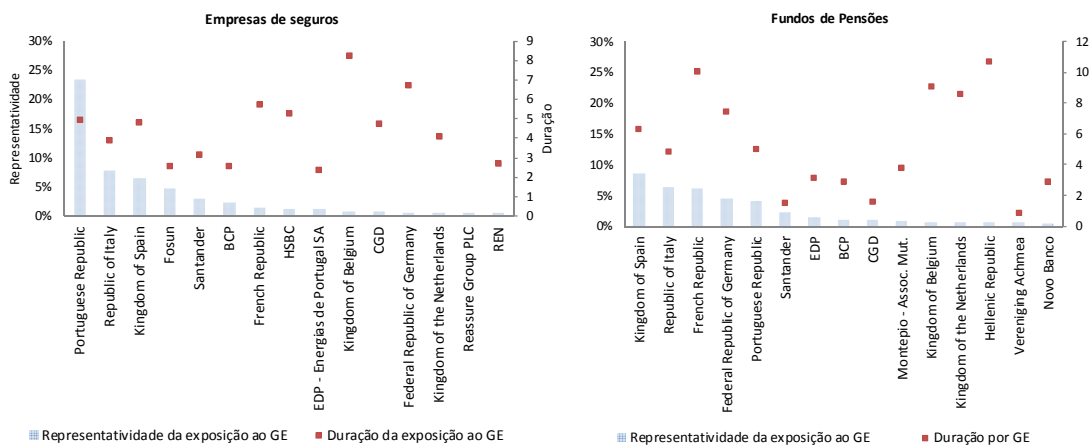
Figura 2.6 - Exposição por emitente / grupo económico e decorrente nível de concentração



As durações específicas para as principais exposições, por grupo económico, são tendencialmente superiores no caso dos fundos de pensões (valores médios ponderados, para o conjunto das 15 principais exposições, de 4,3 e 6 anos, respetivamente, para o caso segurador e dos fundos de pensões).

As durações mais longas estão tendencialmente associadas às exposições a emitentes soberanos.

Figura 2.7 - Exposição por emitente / grupo económico e respetivas durações



No caso do setor segurador, o peso do soberano doméstico revelou material acréscimo, em função das *yields* disponíveis, após a crise financeira de 2008-09 (antes da qual se

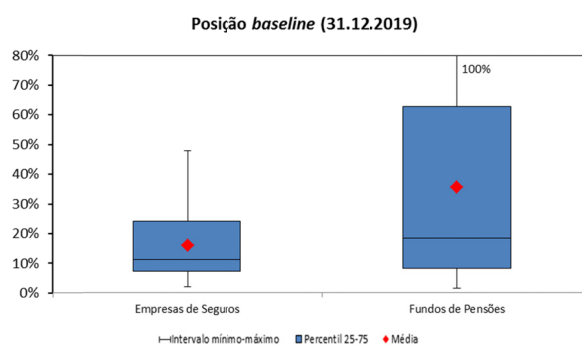
cifrava em cerca de 5% do total), sendo ainda alvo de acréscimo adicional com a entrada em vigor do regime de Solvência II, justificado pelo tratamento favorável aí previsto para a dívida soberana, bem como pela atratividade das *yields* nacionais nos anos iniciais de aplicação do regime, face às de outras economias europeias. Quanto aos soberanos Italiano e Espanhol, apresentavam, no final de 2019, um peso específico cerca de três vezes superior ao denotado no período pré-crise financeira de 2008.

Existe assim sensibilidade expressiva aos efeitos da pandemia por via da seleção, e sobretudo pela magnitude, das exposições às contrapartes mais representativas.

Para complementar o exame da propensão a concentração das carteiras de investimento do setor, apresenta-se a análise do índice de *Herfindahl Hirschman*, que revela, para o setor segurador, a conservação da concentração global dos investimentos por emitente/grupo económico num nível conotado como moderado, mas próximo do limiar inferior do intervalo. É importante reter que esta observação deriva do facto de as principais exposições soberanas, com elevado peso relativo para o universo total, se encontrarem disseminadas pelas várias empresas de seguros.

No contexto dos fundos de pensões, as circunstâncias são habitualmente distintas, com o nível de concentração por emitente/grupo económico em nível mais elevado, fruto da reduzida dimensão de uma parcela substancial dos fundos de pensões.

Figura 2.8 - Índice de *Herfindahl Hirschman*



2.2 Evolução do setor segurador

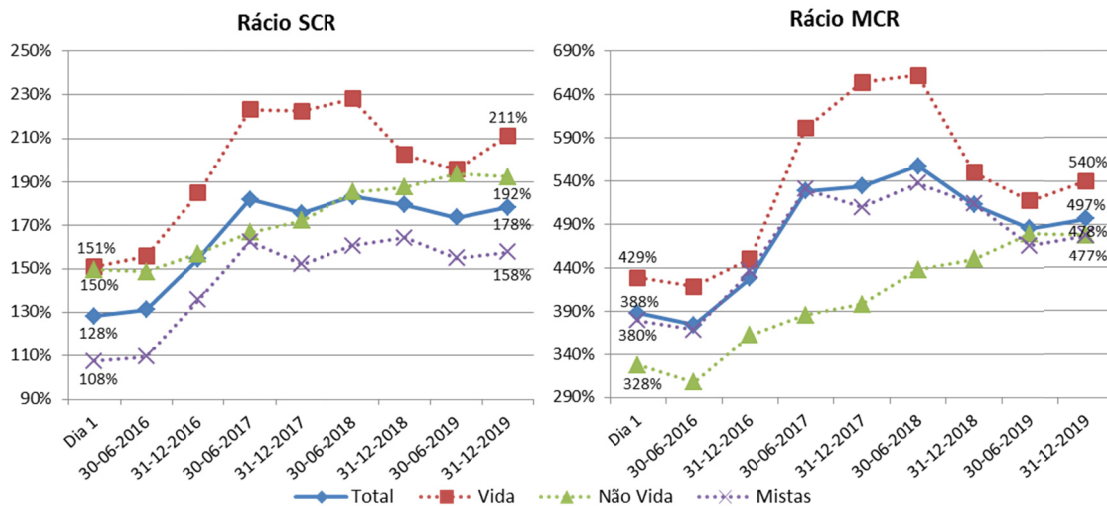
2.2.1 Solvabilidade

Previamente à emergência da pandemia de COVID-19, o setor segurador mantinha níveis de solvência globalmente satisfatórios.

Em 2019, o rácio de cobertura do SCR foi de 178%, dando continuidade à relativa estabilidade verificada desde meados de 2017, onde as flutuações não ultrapassaram os dez pontos percentuais. Ao efetuar a análise por ramo de atividade, constata-se que o

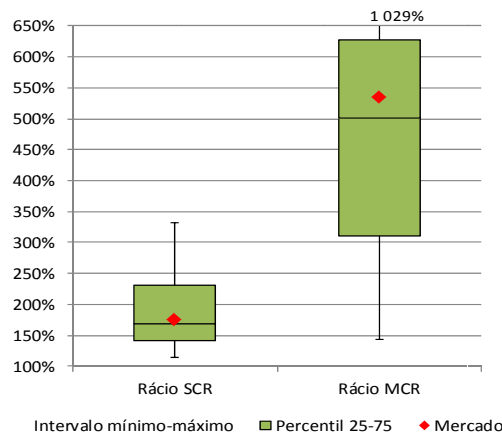
conjunto de empresas mistas apresenta o rácio de cobertura do SCR mais reduzido, com 158%, no final de 2019, tendência que também se verifica desde a entrada em vigor do regime Solvência II. Por sua vez, o conjunto de entidades que exploram exclusivamente o ramo Vida têm apresentado consistentemente rácios de cobertura do SCR superiores, embora com maiores oscilações desde 2018.

Figura 2.9 - Evolução semestral dos rácios de cobertura do SCR e do MCR



No final de 2019, todas as empresas de seguros apresentavam rácios de cobertura do SCR e do MCR superiores a 100%.

Figura 2.10 - Distribuição dos rácios de cobertura dos requisitos de capital a 31 de dezembro de 2019

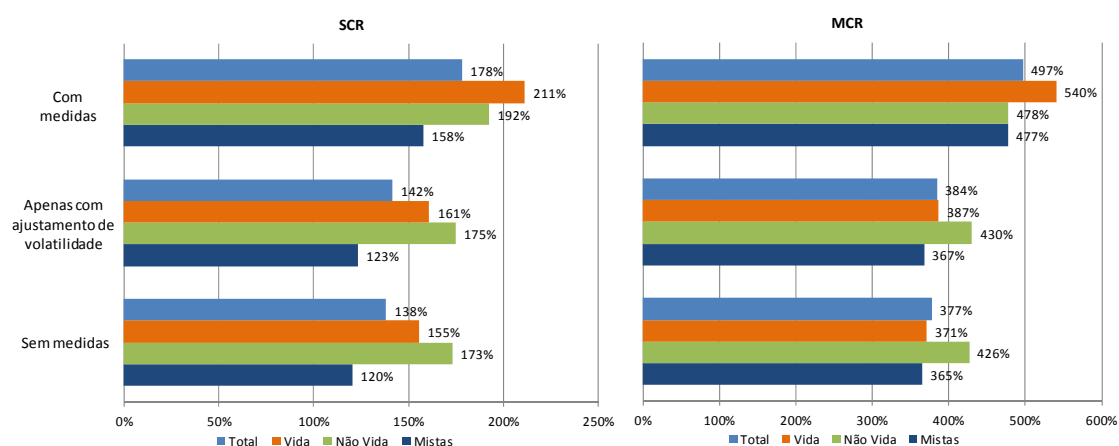


Tendo em consideração a importância que as medidas que integram o denominado pacote de garantias de longo prazo, no âmbito do regime Solvência II, – nomeadamente, o ajustamento de volatilidade (VA) e a dedução transitória às provisões técnicas (DTPT) – assumem nos rácios de cobertura do SCR e do MCR, importa avaliar o seu impacto.

Neste âmbito, a DTPT apresenta um efeito bastante superior ao do VA, sendo o impacto pouco material deste último fruto dos relativamente baixos prémios de risco dos títulos financeiros verificados no final de 2019. São as empresas de seguros que exploram exclusivamente o ramo Vida as que obtêm o maior benefício da utilização destas medidas, ao verem os respetivos rácios de cobertura do SCR e do MCR aumentarem 56 e 169 pontos percentuais, respetivamente. Para o total do mercado, os ganhos na posição de solvência são de 40 e 119 pontos percentuais, pela mesma ordem, revelando que as posições pré-pandemia, ainda que relativamente confortáveis, beneficiam de forma relevante do efeito da DTPT. É de notar que esta medida irá gradualmente esbater-se ao longo do tempo, constituindo a gestão desse efeito um desafio adicional para as empresas de seguros.

Importa esclarecer que foram consideradas todas as entidades supervisionadas pela ASF e não apenas as que aplicam pelo menos uma das medidas acima referidas, *i.e.* o VA e a DTPT, pelo que os impactos a nível individual serão tendencialmente mais elevados.

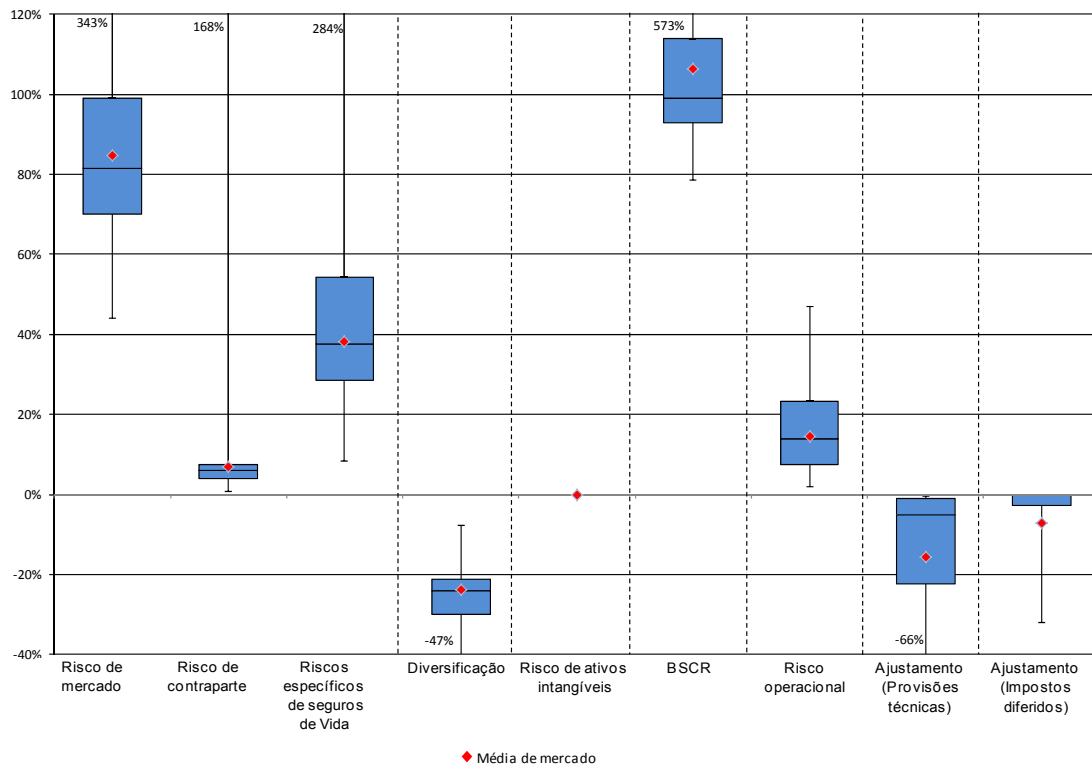
Figura 2.11 - Rácios de cobertura do SCR e do MCR com e sem as medidas que integram o pacote das garantias de longo prazo, a 31 de dezembro de 2019



De seguida, é analisada a distribuição do peso das principais componentes do SCR no final de 2019, por tipologia de empresas (Vida, Não Vida e mistas), e que constitui uma referência para a sensibilidade destes conjuntos de operadores aos diferentes tipos de riscos.

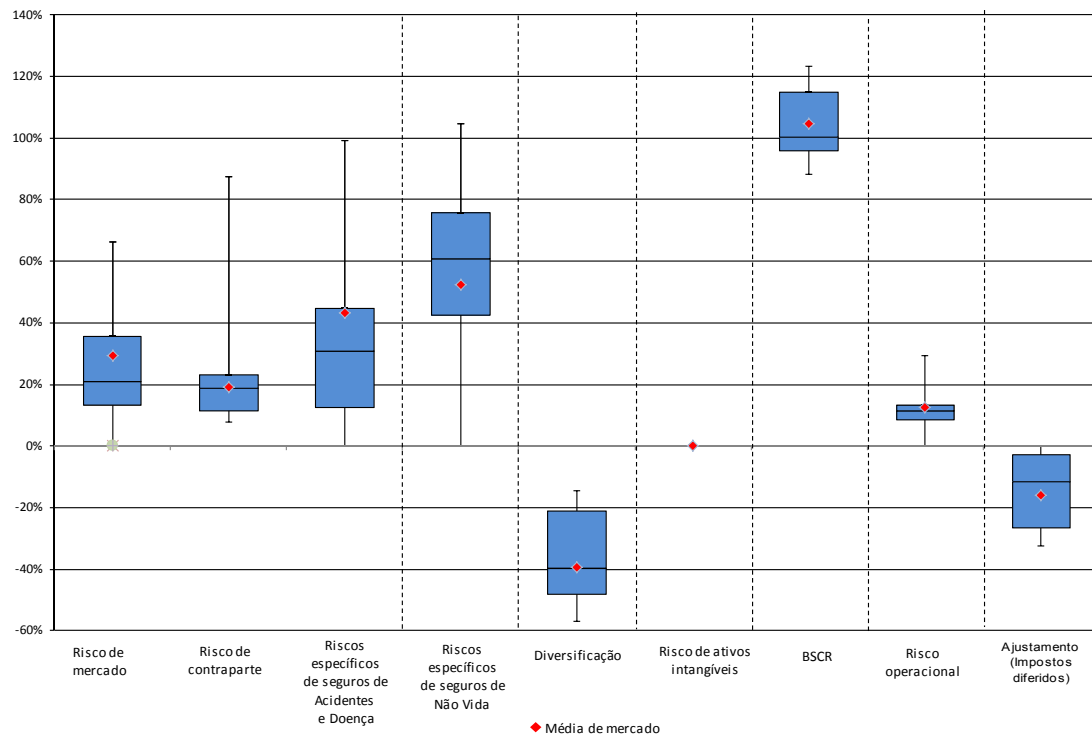
No que concerne às empresas que exploram exclusivamente o ramo Vida, verifica-se que os riscos de mercado se destacam dos restantes, com o seu peso médio no total do SCR a atingir os 84,6%. Em termos de importância, seguem-se os riscos específicos de seguros de Vida, com um peso de 38,2%, no final de 2019. Referência ainda para o risco de incumprimento da contraparte, que, na mesma data, representava 7%.

Figura 2.12 - Composição do SCR a 31 de dezembro de 2019 – Empresas Vida



Em relação ao grupo de empresas que exploram os ramos Não Vida, os riscos específicos de seguros são os mais significativos, assumindo pesos de 52,4% e 43,1% do SCR no final de 2019, respetivamente para as componentes de Não Vida e de Acidentes e Doença, seguindo-se o risco de mercado, com um peso de 29,4% do SCR.

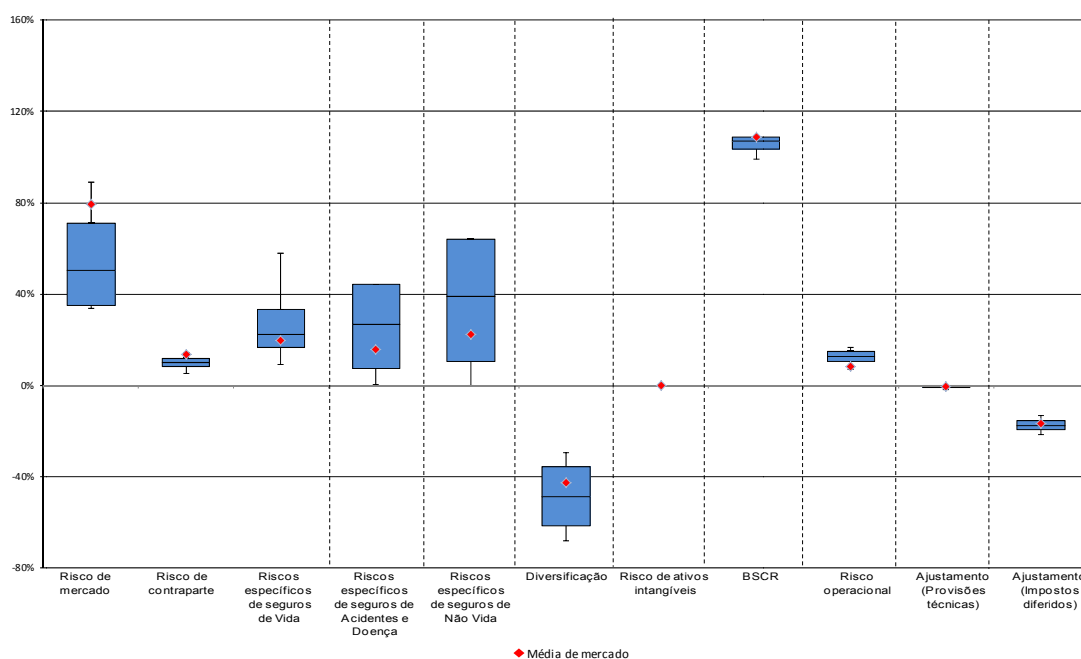
Figura 2.13 - Composição do SCR a 31 de dezembro de 2019 – Empresas Não Vida



No que respeita às empresas mistas, a análise é condicionada pelo número reduzido de empresas de seguros que constitui este conjunto, de apenas quatro.

À semelhança do que acontece com o conjunto das empresas de seguros que exploram exclusivamente o ramo Vida, os riscos de mercado apresentam o peso mais expressivo, de 79,3% do SCR, no final de 2019. Destaque ainda para os riscos específicos dos seguros Não Vida, que representam 22,6% do SCR.

Figura 2.14 - Composição do SCR a 31 de dezembro de 2019 – Empresas mistas



2.2.2 Rendibilidade

Na fase pré-COVID-19, a rendibilidade do setor segurador encontrava-se já sob pressão, derivada do ambiente prolongado de taxas de juro muito baixas, acrescido do risco de reinvestimento. Não obstante, em 2019, o mercado sob supervisão prudencial da ASF apresentou um resultado líquido global de 289,3 milhões de euros.

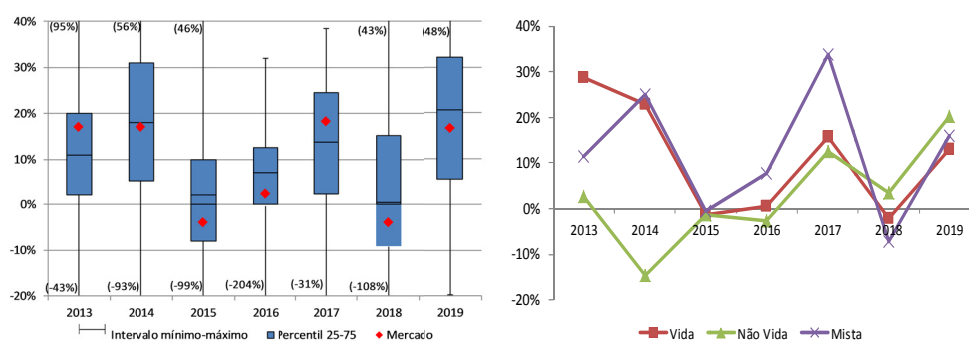
Do total de 40 empresas de seguros supervisionadas, somente cinco registaram resultados negativos nesse exercício, mas quase metade (17) obteve um resultado líquido inferior ao do exercício anterior.

No que concerne ao resultado integral, que traduz, grosso modo, a variação ocorrida nos capitais próprios durante o exercício, em 2019 foi atingido um total de 863,2 milhões de euros, para o qual contribuíram decisivamente os ganhos não realizados associados aos investimentos financeiros.

Em 2019, a rendibilidade integral dos capitais próprios¹ atingiu 17%, correspondendo a um dos três exercícios mais rentáveis dos últimos sete anos. Ao analisar a rendibilidade por ramo de atividade, verifica-se menor heterogeneidade em comparação com anos anteriores, com os conjuntos das empresas de seguros que exploram exclusivamente os ramos Não Vida e Vida a obterem, respetivamente, a rendibilidade mais elevada (23%) e a mais reduzida (14%).

¹ Corresponde ao rácio entre o resultado integral e a média do total de capitais próprios da empresa no ano em análise e no ano anterior.

Figura 2.15 - Rendibilidade integral dos capitais próprios

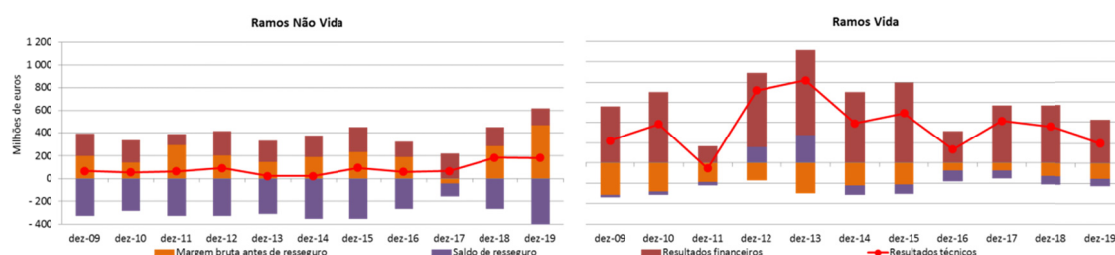


O resultado técnico global dos operadores supervisionados pela ASF atingiu 378,7 milhões de euros em 2019, refletindo, contudo, um resultado relativamente baixo em termos históricos para o ramo Vida (197 milhões de euros).

Para o ramo Vida, a função financeira desempenha um papel preponderante, em linha com a natureza e o caráter de longo prazo do negócio.

Dentro dos ramos Não Vida, em 2019, o resultado técnico cifrou-se em 182 milhões de euros, sendo, a par com o resultado do ano 2018, um dos mais elevados da última década. Os ramos/modalidades que mais contribuíram para o resultado técnico global foram Incêndio e Outros Danos e Doença, com 83,2 e 33,3 milhões de euros, respetivamente. Em sentido contrário, a modalidade Acidentes de Trabalho registou uma perda de 36,9 milhões de euros em 2019, depois de, em 2018, se ter invertido a longa tendência de prejuízos registados.

Figura 2.16 - Resultados técnicos



2.2.3 Ramo Vida

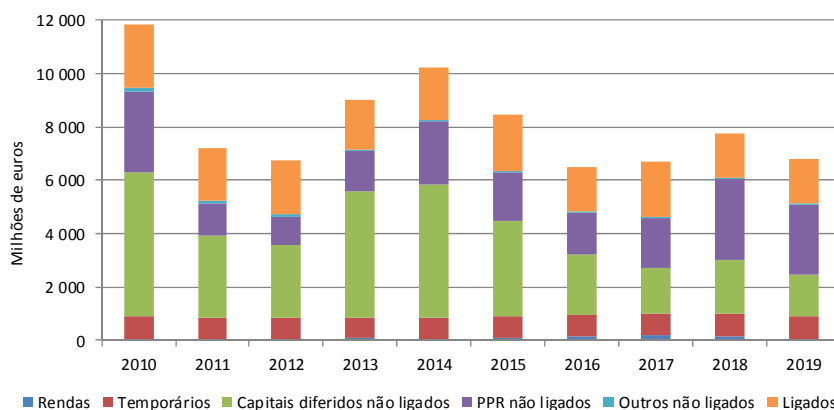
Na presente secção, será analisada a evolução da atividade do ramo Vida desde o período da crise financeira, a par da caracterização do contexto *baseline* sobre o qual incidiram os efeitos da pandemia de COVID-19.

2.2.3.1 Produção e resgates

A evolução da produção global de seguro direto do ramo Vida das empresas sob a supervisão prudencial da ASF é fortemente afetada pelo comportamento da produção

dos capitais diferidos e dos Planos Poupança-Reforma (PPR) não ligados, que, por sua vez, se encontra dependente de vários fatores, onde se incluem a influência negativa da envolvente macroeconómica e as estratégias de negócio adotadas pelas empresas de seguros, dependentes também das estratégias dos grupos económicos em que se inserem.

Figura 2.17 - Evolução da produção de seguro direto do ramo Vida



Nos anos mais recentes, a evolução do segmento Vida tem sido fortemente condicionada pelo ambiente prolongado de baixas taxas de juro, com reflexos negativos na atratividade da rendibilidade oferecida pelas empresas de seguros.

Ainda assim, nos dois últimos anos, os PPR não ligados têm conseguido captar um volume de entregas comparável com o nível verificado em 2010, passando a representar quase 40% do total da produção Vida, quando, em 2010, o respetivo peso era de cerca de 25%.

Embora a aposta na oferta de seguros ligados possa aliviar a pressão colocada pelas baixas taxas de juro, na perspetiva da gestão de riscos e da solvência das empresas de seguros, nos últimos anos não se tem observado um crescimento deste segmento. Pelo contrário, registaram-se variações negativas de 18% e 3,3%, respetivamente, em 2018 e 2019, o que poderá ser explicado pela preferência dos aforradores por produtos com garantias de capital ou de rendibilidade mínima, tradicionalmente disponibilizados pelas empresas de seguros.

No período em análise, o volume de resgates apresentou uma evolução de correlação tendencialmente negativa à da produção, tendo atingido os montantes mais elevados nos anos em que se observaram quebras na produção.

Esta realidade tem forçosamente implicações sobre a gestão de liquidez das empresas de seguros, com consequências na rendibilidade global das carteiras de investimento, bem como na possibilidade de ocorrência de perdas adicionais resultantes da venda de títulos em condições de mercado desfavoráveis.

Figura 2.18 - Evolução dos resgates

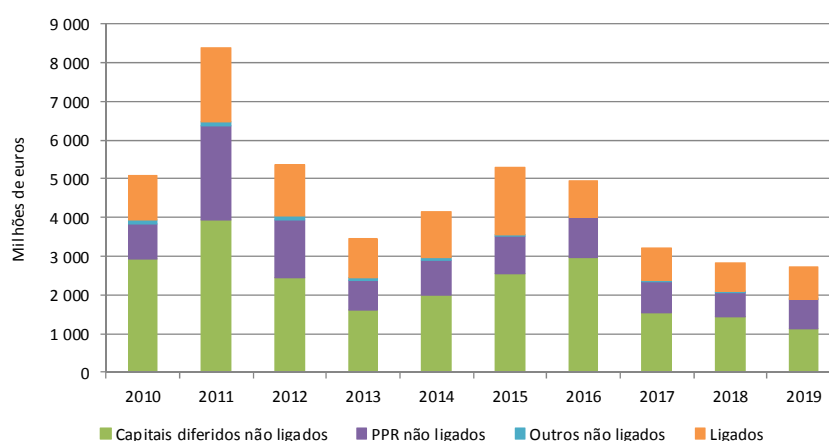
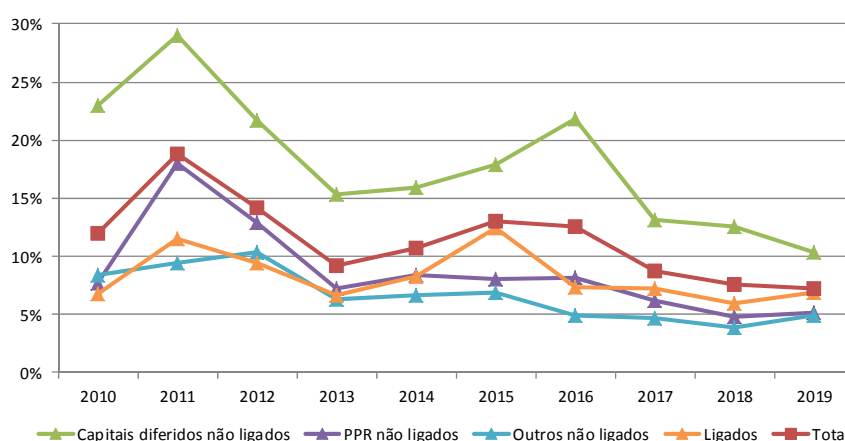


Figura 2.19 - Evolução das taxas de resgates



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

2.2.3.2 Seguros de vida risco temporários com prazo igual ou inferior a um ano

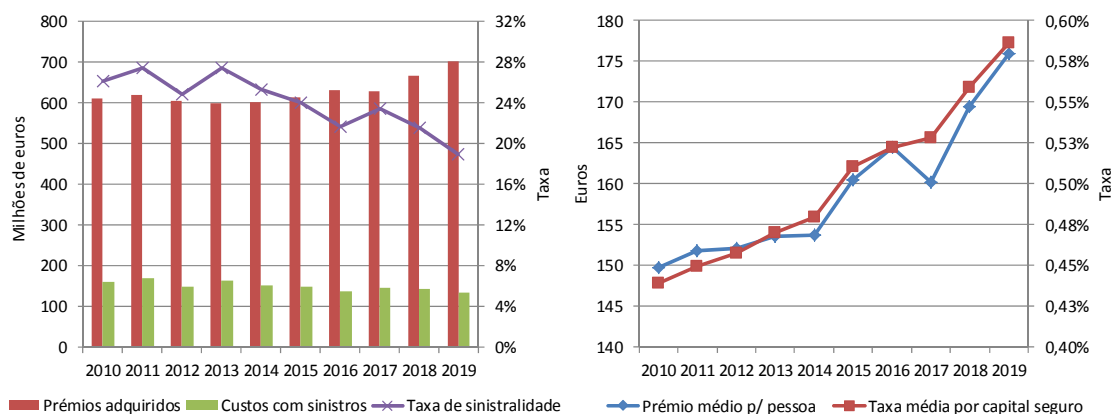
Os prémios adquiridos dos seguros temporários têm vindo a apresentar uma trajetória ascendente desde 2014, especialmente nos últimos dois anos, com crescimentos de quase 6%, o que poderá ser explicado pelo aumento da procura de crédito para aquisição de habitação, tendo em conta que os seguros temporários anuais renováveis estão usualmente associados à concessão desses créditos.

O número de pessoas seguras, que havia sofrido uma contração desde 2010, por influência do contexto económico que marcou esse período, viu a tendência inverter-se em 2016, passando a exibir um crescimento gradual, que, em 2019, se situou em 1,5%, correspondendo a quase 4 milhões de pessoas no final desse ano.

Relativamente aos custos com sinistros, não obstante a ocorrência de variações positivas em alguns anos, a tendência tem sido no sentido de diminuição, o que, em conjunto

com o aumento dos prémios nos últimos anos, tem contribuído para a descida da taxa de sinistralidade.

Figura 2.20 - Evolução da taxa de sinistralidade e dos prémios cobrados nos seguros de vida temporários com prazo igual ou inferior a um ano²



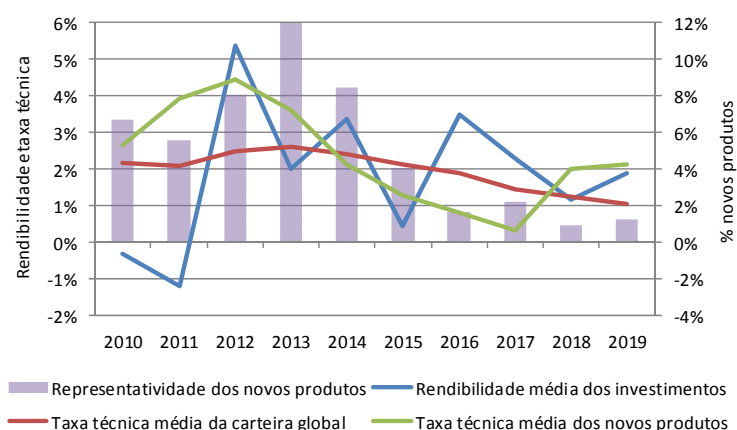
2.2.3.3 Seguros financeiros

A taxa técnica média dos seguros financeiros não ligados tem vindo a apresentar uma clara tendência de descida desde 2013, ano onde se apurou uma média de 2,6%, que compara com 1% em 2019.

Essa evolução reflete um comportamento de adaptação sucessiva da oferta aos baixos níveis de taxas de juro, ainda que tenha sido apurada nos últimos dois anos, para os novos produtos, uma taxa técnica média superior, de sensivelmente 2%. No entanto, é de salientar que tal se deve às características de alguns dos produtos que foram lançados, que influenciam significativamente o cálculo da média, dada a reduzida representatividade dos novos produtos nos anos mais recentes.

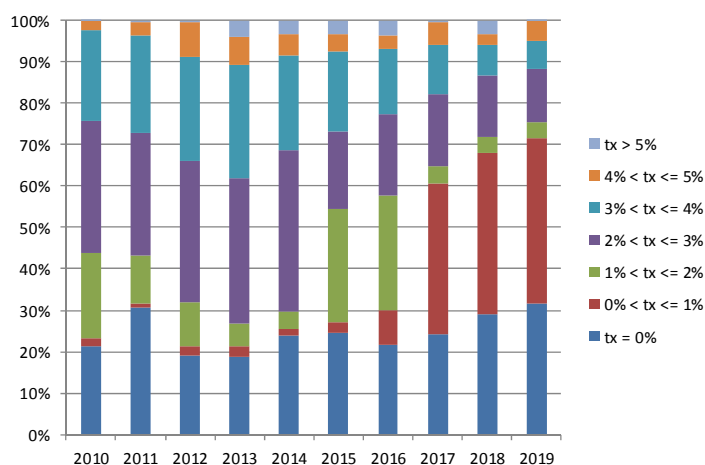
² Para assegurar a comparabilidade dos indicadores apresentados, esta análise não inclui a informação relativa à Metlife, que cessou a sua atividade em Portugal em 2013, após o início de atividade no ano 2012 da Metlife Europe, e à Liberty Seguros, S.A., que, em 2018, passou a sucursal de uma empresa de seguros com sede na União Europeia, deixando de estar sob a supervisão prudencial da ASF.

Figura 2.21 - Comparação das taxas técnicas médias e da rentabilidade no ramo Vida³



A distribuição da provisão matemática / passivos financeiros dos seguros financeiros não ligados em função do nível das taxas técnicas evidencia um aumento progressivo do peso da categoria de taxas iguais ou inferiores a 1% e diferentes de zero, em detrimento dos intervalos superiores, acumulando 40,1% do total em 2019, quando, em 2013, a respetiva proporção era de apenas 2,5%.

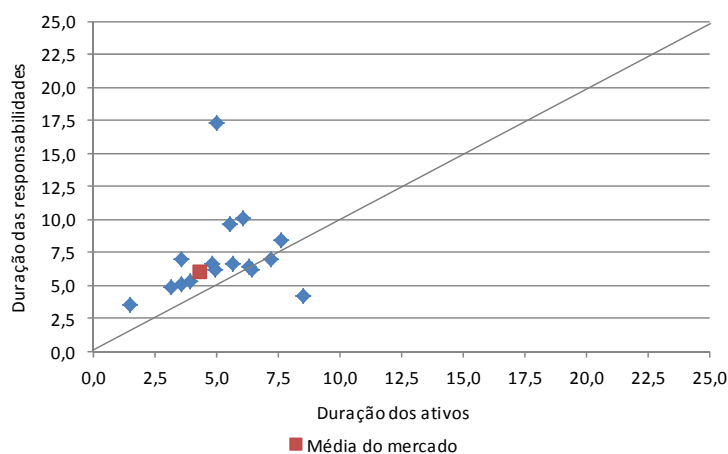
Figura 2.22 - Distribuição da provisão matemática / passivos financeiros dos seguros financeiros não ligados em função do nível das taxas técnicas.



Ainda relativamente aos seguros de vida não ligados, no final de 2019 apurou-se, em média, uma duração das responsabilidades de 6 anos e uma duração dos ativos de 4,3 anos. Note-se que, quanto maior esta diferença, maior será a exposição das empresas de seguros ao risco de variações descendentes do nível das taxas de juro.

³ As taxas técnicas médias foram calculadas com base nas taxas técnicas reportadas em relação aos seguros financeiros não ligados, incluindo capitais diferidos, PPR, mistos, *universal life* e operações de capitalização. Nesse cálculo considerou-se também os produtos cuja taxa técnica é igual a zero.

Figura 2.23 - Comparação da duração dos ativos e das responsabilidades, por entidade, no final de 2019



2.2.4 Ramos Não Vida

2.2.4.1 Produção e sinistralidade

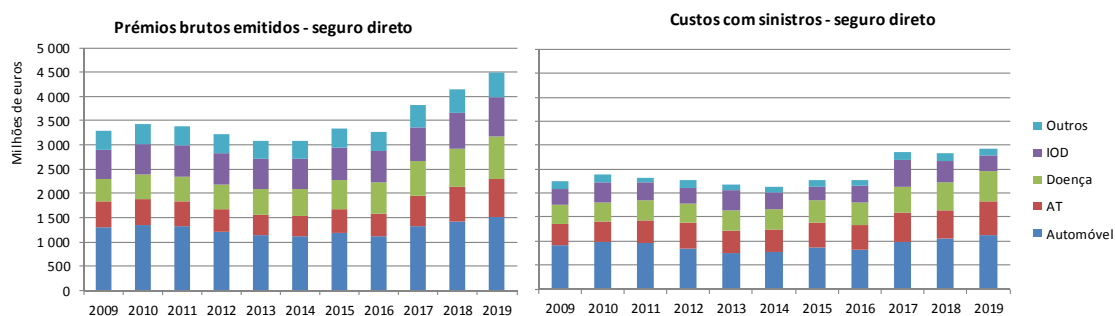
No final do ano de 2019, o montante total da produção de seguro direto do conjunto dos ramos Não Vida⁴ correspondeu a cerca de 4,5 mil milhões de euros. Numa perspetiva histórica, esse volume conheceu aumentos significativos apenas a partir de 2017, após um período de contração entre 2011 e 2014.

Na análise da evolução dos principais ramos Não Vida do mercado nacional na última década, é visível a perda de representatividade do ramo Automóvel, que passou de um peso de 39,2%, em 2009, para 33,7%, em 2019, embora mantendo-se claramente dominante, por contrapartida sobretudo do crescimento do ramo Doença, cujo peso aumentou 4,9 pontos percentuais no mesmo período, para 19,2%, em 2019. Este crescimento do ramo Doença colocou-o a par, em termos de representatividade, com os segmentos Acidentes de Trabalho e Incêndio e outros danos, que, combinadamente com o ramo Automóvel, reúnem uma quota de mercado global de 88,3%.

Relativamente aos custos com sinistros de seguro direto, o montante total em 2019 fixou-se em 2,9 mil milhões de euros.

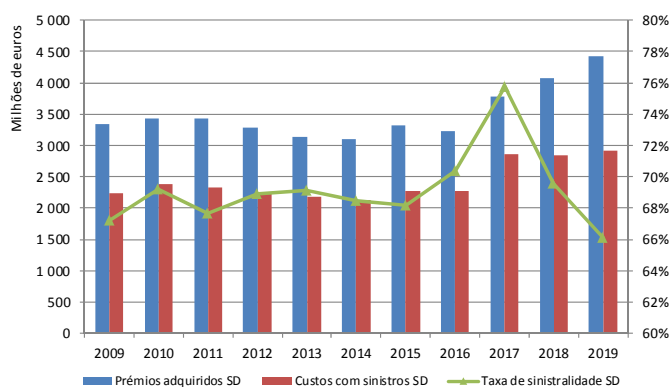
⁴ Os valores e variações apresentados ao longo desta secção dizem respeito à atividade global das empresas de seguros sob supervisão prudencial da ASF. Como tal, apesar de globalmente revelarem tendências análogas, não são diretamente comparáveis com os publicados no Painel de Riscos do Setor Segurador e no Relatório da Evolução da Atividade Seguradora. Adicionalmente, importa considerar que a Zurich Seguros e a Liberty Seguros passaram a operar em Portugal como sucursais de empresas de seguros sediadas em países da União Europeia, a partir de 2010 e 2018, respetivamente, saindo assim do âmbito de supervisão prudencial da ASF, pelo que não foram considerados os valores destas empresas durante o período em análise.

Figura 2.24 - Evolução da produção e dos custos com sinistros dos ramos Não Vida



A taxa de sinistralidade global dos ramos Não Vida estabeleceu-se nos 66,1% em 2019. Na última década, é de realçar o pico registado em 2017, que se deveu aos custos decorrentes dos incêndios de grandes proporções que assolaram o território nacional.

Figura 2.25 - Evolução da taxa de sinistralidade do conjunto dos ramos Não Vida



Nas próximas subsecções, é apresentada uma análise específica da evolução, na última década, dos segmentos de negócio de maior expressão no mercado português.

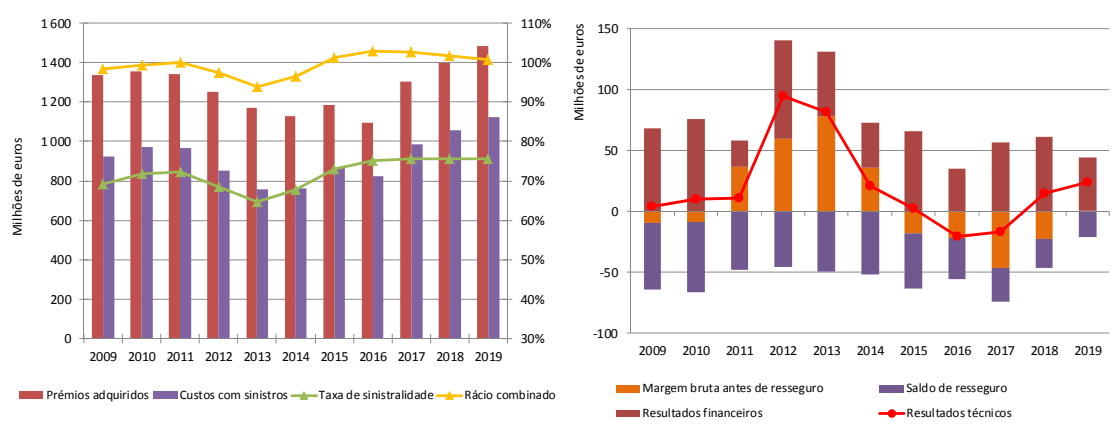
2.2.4.2 Ramo Automóvel

Em 2019, o volume de prémios adquiridos de seguro direto do ramo Automóvel fixou-se em quase 1,5 mil milhões de euros e os custos com sinistros atingiram 1,1 milhões de euros. Na última década, o volume de prémios apresentou uma clara tendência de descida na primeira metade, seguida de uma forte recuperação a partir de 2017. Apesar das oscilações da taxa de sinistralidade, é de realçar que os valores mais elevados da última década são registados a partir de 2016, estabilizando perto dos 76%, sendo apenas parcialmente compensado pela redução do rácio de despesas no mesmo período.

No que respeita à composição do resultado técnico, é evidente a deterioração da margem bruta antes de resseguro a partir de 2015, comparativamente com o período entre 2011 e 2014, embora com tendência de melhoria nos dois últimos anos. Regista-se também a redução significativa, desde 2014, do saldo de resseguro cedido.

É ainda de salientar a dependência estrutural dos resultados financeiros para a obtenção de resultados técnicos positivos neste ramo, tendo os primeiros sido particularmente voláteis no período em apreço.

Figura 2.26 - Evolução dos indicadores operacionais e dos resultados técnicos de Automóvel



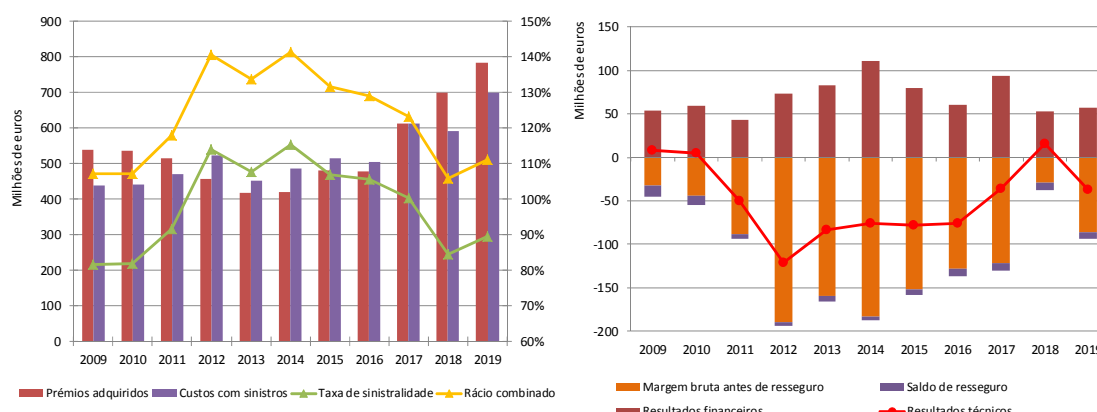
2.2.4.3 Modalidade de Acidentes de Trabalho

Em 2019, o montante total de prémios adquiridos de seguro direto da modalidade Acidentes de Trabalho foi de 783,3 milhões de euros, superando o montante dos custos com sinistros, que se fixou em 700 milhões de euros. Na última década, a taxa de sinistralidade registou valores particularmente elevados, superando os 100% entre 2012 e 2017, com o pico em 2014. É de notar ainda o registo dos valores mais baixos para os rácios de despesas nos últimos anos, em especial desde 2018, visível no estreitamento da diferença entre a taxa de sinistralidade e o rácio combinado.

Ao nível do resultado técnico global, observou-se o registo de valores negativos em todos os anos desde 2011, à exceção de 2018. Não obstante a tendência sustentada de melhoria desde 2014, o registo de 2019 veio demonstrar a necessidade e a importância de se manterem as políticas de realinhamento das tarifas com os riscos efetivamente assumidos pelas empresas de seguros.

Fruto da maior duração das responsabilidades, e do seu perfil ilíquido, a dependência e contribuição dos resultados financeiros para a formação de resultados técnicos positivos é superior para esta modalidade, estando, por isso, particularmente exposta aos riscos de mercado e à conjuntura de baixas taxas de juro.

Figura 2.27 - Evolução dos indicadores operacionais e dos resultados técnicos de Acidentes de Trabalho



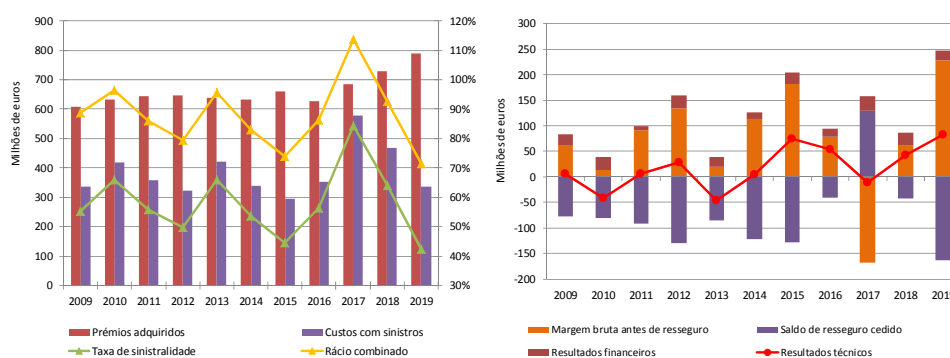
2.2.4.4 Grupo de ramos de Incêndio e Outros Danos

No âmbito do agregado de Incêndio e Outros Danos, os prémios adquiridos de seguro direto têm mantido alguma estabilidade ao longo da última década, variando entre 600 e 660 milhões de euros. Esse patamar apenas foi excedido nos últimos anos, a partir de 2017, verificando-se um crescimento rápido para 790 milhões de euros em 2019. As taxas de sinistralidade e os rácios combinados têm registado variações tendencialmente cíclicas, destacando-se o pico registado em 2017, decorrente do reconhecimento dos custos associados aos grandes incêndios ocorridos em Portugal nesse ano.

Tal como para os segmentos anteriormente analisados, regista-se uma melhoria da eficiência em termos de rácio de despesas para os anos mais recentes.

A evolução histórica dos resultados técnicos demonstra a elevada volatilidade patente neste grupo de ramos, decorrente da natureza e heterogeneidade dos riscos cobertos. Neste âmbito, destaca-se, pelas razões já mencionadas, o ano de 2017, onde o resseguro demonstrou a sua importância na gestão dos riscos deste segmento. Por outro lado, a componente financeira assume um contributo menos significativo.

Figura 2.28 - Evolução dos indicadores operacionais e dos resultados técnicos de Incêndio e Outros Danos



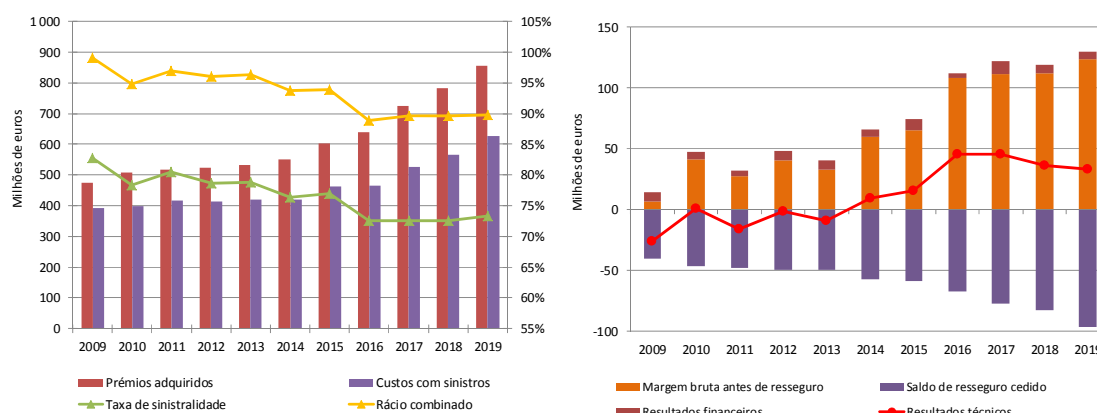
2.2.4.5 Ramo Doença

Como referido anteriormente, o volume de prémios adquiridos de seguro direto do ramo Doença tem vindo a denotar um aumento significativo ao longo da última década, em especial a partir de 2015, posicionando-se, no final de 2019, em 855,6 milhões de euros. Com o aumento de volume, a taxa de sinistralidade e o rácio combinado têm vindo a descer paulatinamente, estabilizando a partir de 2016 em torno de, respetivamente, 73% e 90%.

No que respeita ao resultado técnico, evidencia-se uma melhoria progressiva ao longo dos anos, com a verificação de resultados positivos consistentes a partir de 2014. Na composição do resultado técnico, espelhada no gráfico seguinte, é de notar que o elevado peso do saldo de resseguro cedido se deve ao efeito da utilização de plataformas de gestão baseadas em acordos de resseguro por alguns grupos e operadores.

Em resultado do perfil de curto prazo das responsabilidades, a componente financeira assume uma expressão relativamente reduzida, contribuindo pouco para a formação dos resultados técnicos do ramo.

Figura 2.29 - Evolução dos indicadores operacionais e dos resultados técnicos de Doença



2.3 Evolução do setor dos fundos de pensões

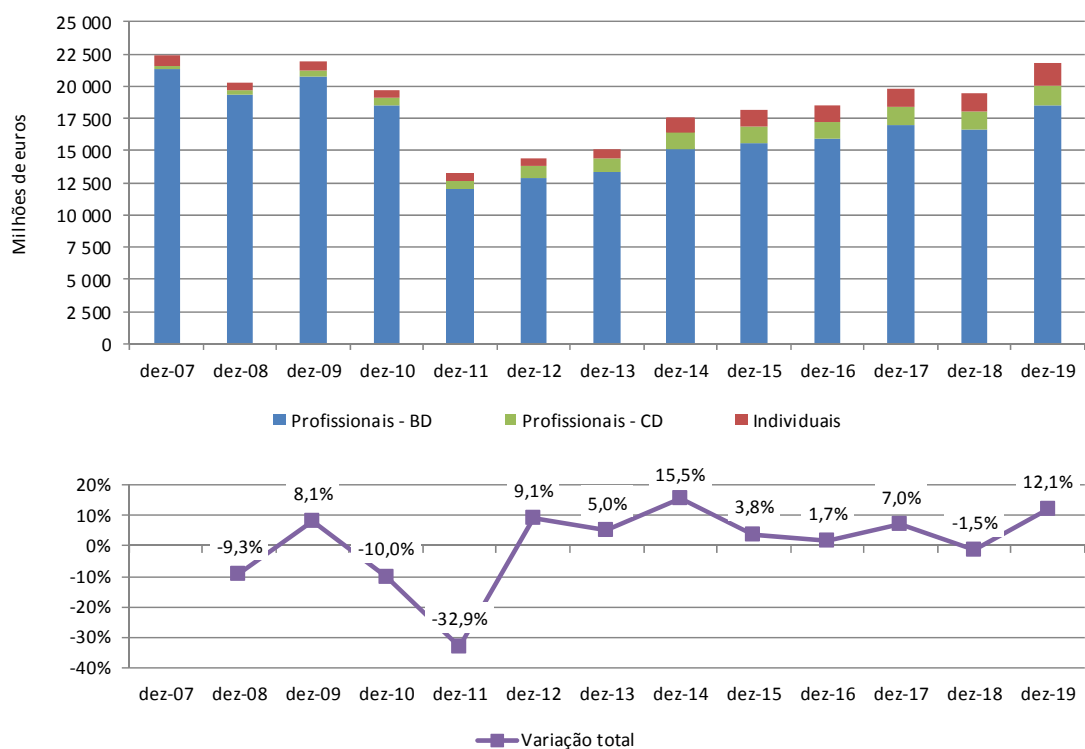
Na presente secção, serão caracterizadas as principais tendências evolutivas dos fundos de pensões desde a crise financeira, bem como traçado o contexto *baseline* sobre o qual viria a incidir a pandemia associada ao COVID-19.

O património dos fundos de pensões sofreu, ao longo dos anos, várias oscilações relevantes, destacando-se a contração de 9,3% registada em 2008, ano que ficou marcado pela instabilidade dos mercados financeiros internacionais, em resultado da

crise do *subprime*. Posteriormente, ocorreram duas quebras de natureza mais estrutural, a primeira em 2010, com a transferência de dois fundos de pensões do setor das telecomunicações para a Caixa Geral de Aposentações, e a segunda, de maior magnitude, justificada pela transferência de ativos de fundos de pensões do setor bancário para a Segurança Social em 2011.

Desde então, os montantes geridos têm vindo a apresentar um crescimento sustentado, com exceção do ano 2018, em que se verificou um decréscimo de 1,5%, por influência do comportamento desfavorável dos mercados financeiros, tendo o setor exibido uma recuperação de 12,1% em 2019, atingindo um volume próximo do observado em 2009. É de assinalar, no entanto, que o peso dos planos de benefício definido (BD) no total do valor dos ativos sob gestão é inferior em 2019 (de 84,9%, face a 94,9% em 2009).

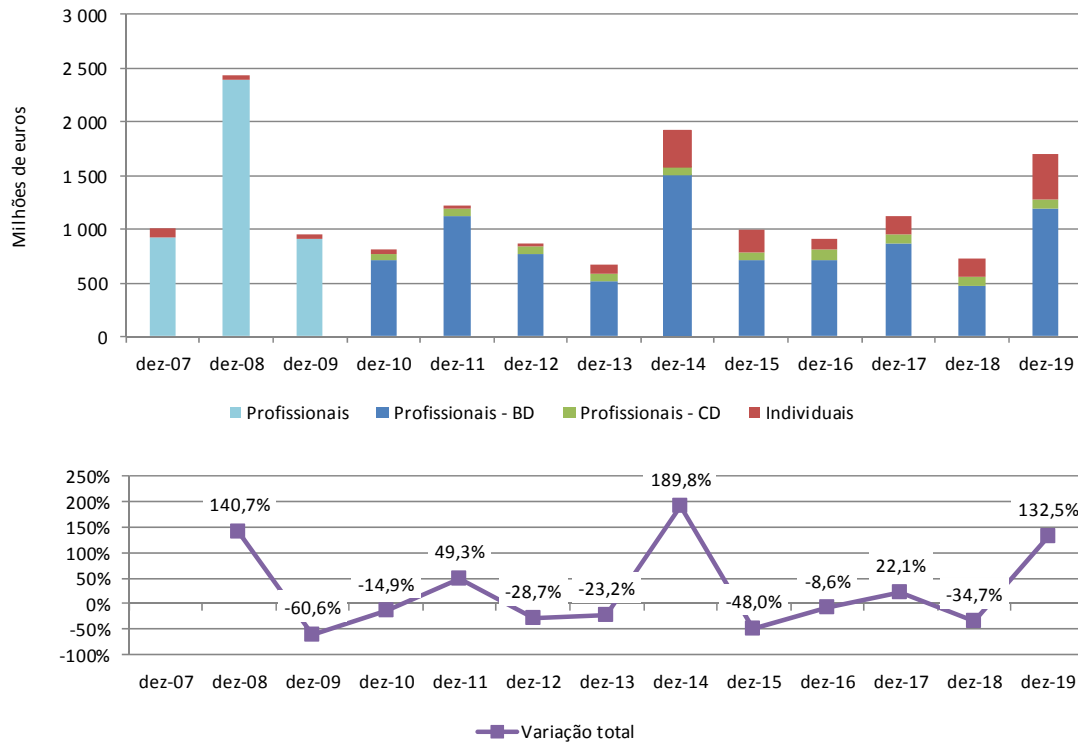
Figura 2.30 - Evolução do montante dos fundos de pensões



O volume das contribuições é fortemente ditado pelas necessidades de financiamento dos planos de BD, tendo o valor mais elevado sido registado em 2008, fruto do desempenho financeiro negativo das carteiras de investimento nesse ano, e nos anos 2014 e 2019, para fazer face ao aumento do valor das responsabilidades decorrente da revisão em baixa das taxas de desconto aplicadas, atendendo à conjuntura de baixas taxas de juro.

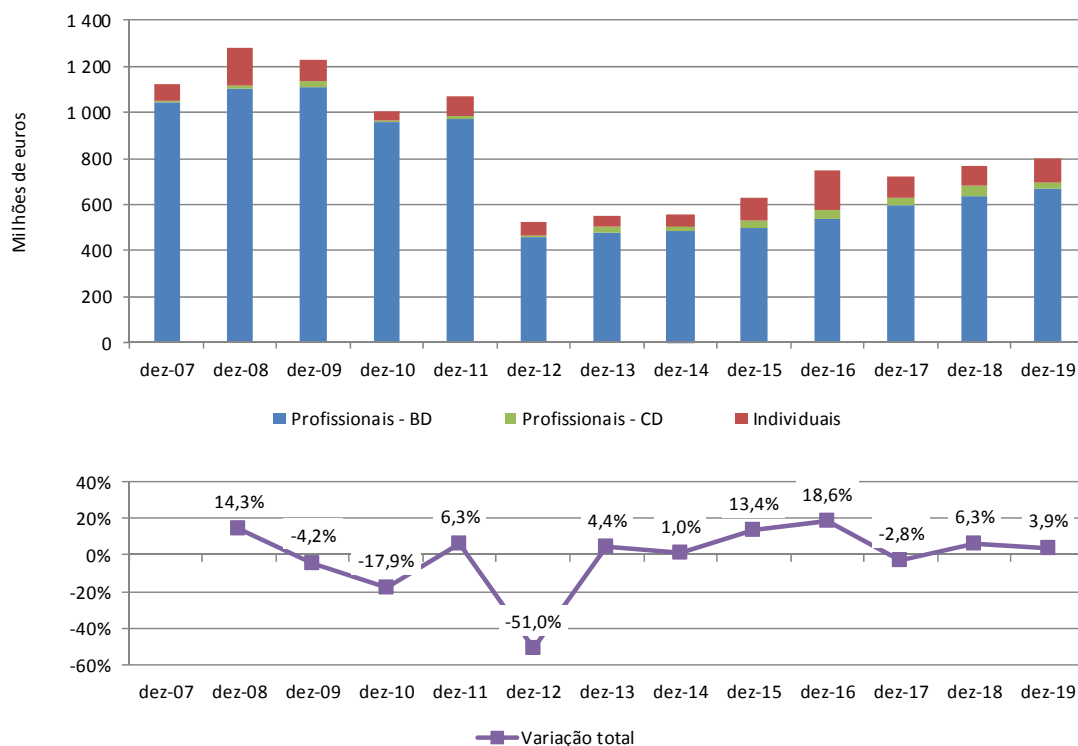
Em relação a 2014 e a 2019, observaram-se também acréscimos significativos das contribuições para os planos individuais, essencialmente explicados pelo comportamento das entregas relativas a adesões individuais a um conjunto restrito de fundos abertos.

Figura 2.31 - Evolução do montante das contribuições



Após a quebra estrutural dos volumes geridos pelo setor em 2012, devido à transferência das responsabilidades com pensões em pagamento dos fundos de pensões do setor bancário para a Segurança Social, os benefícios pagos apresentaram, até 2019, uma tendência de aumento gradual, com algumas oscilações, sobretudo ao nível dos planos individuais.

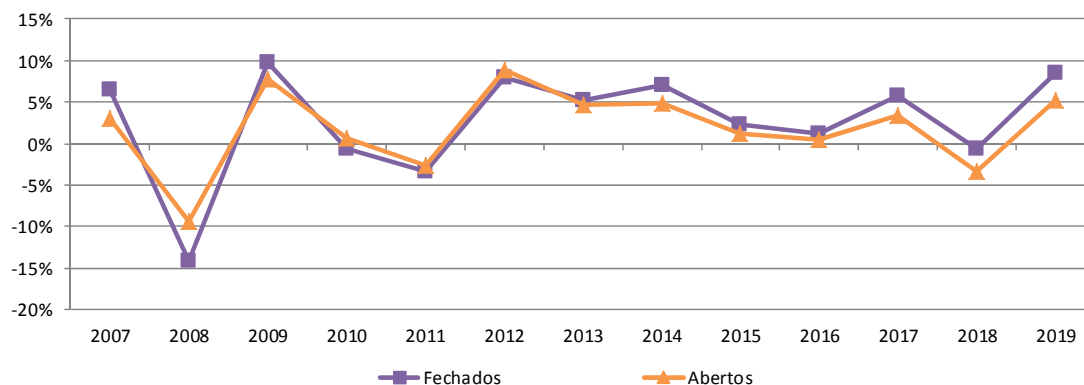
Figura 2.32 - Evolução do montante dos benefícios pagos



A rentabilidade média dos fundos de pensões tem-se situado, na maioria dos anos em análise, em terreno positivo, sendo a principal exceção o ano 2008, período em que se registou uma rentabilidade média negativa de quase -14%.

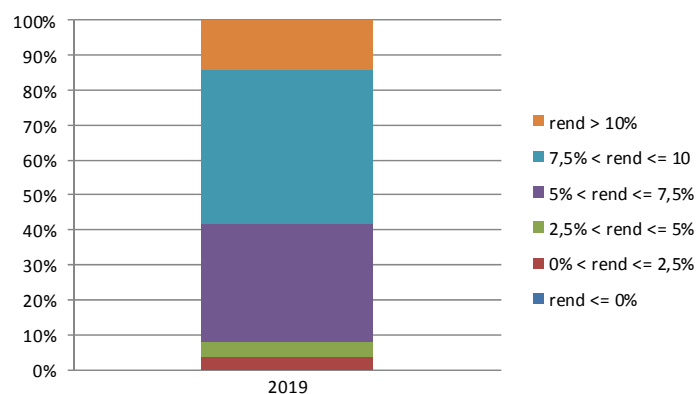
Em 2019, a rentabilidade média atingiu os 8%, refletindo um desempenho financeiro bastante mais positivo do que o verificado em 2018, ano relativamente ao qual se apurou uma rentabilidade média negativa, de -1%, fortemente penalizada pelos desenvolvimentos nos mercados próximo do final desse ano.

Figura 2.33 - Evolução da rentabilidade média dos fundos de pensões



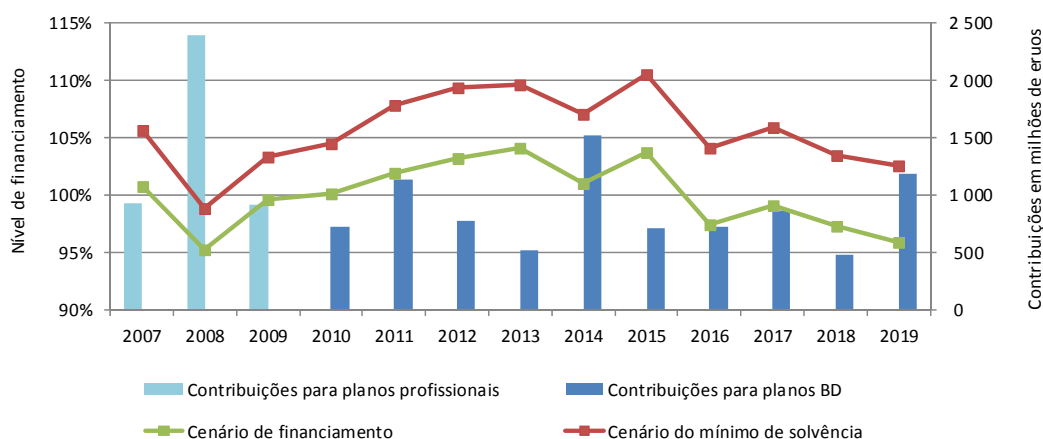
O desempenho financeiro positivo de 2019 foi transversal ao setor, tendo a quase totalidade dos fundos de pensões obtido uma rentabilidade positiva, na grande maioria dos casos acima dos 5%.

Figura 2.34 - Distribuição dos montantes geridos em função da rentabilidade dos fundos de pensões em 2019



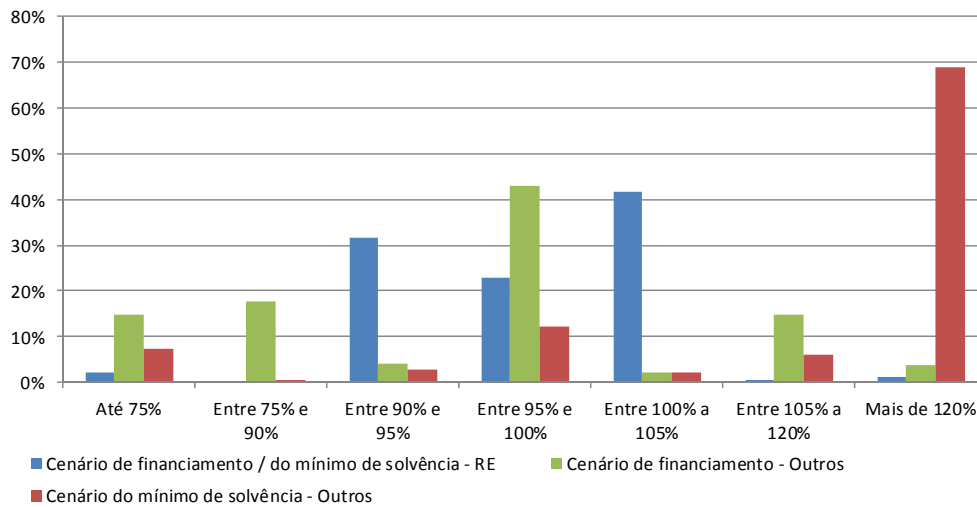
Nos últimos dois anos, o nível de financiamento médio dos planos de BD apresentou uma ligeira deterioração, tendo, para o final de 2019, sido apurado um rácio agregado de 96% para o cenário de financiamento e de 103% para o cenário do mínimo de solvência.

Figura 2.35 - Evolução do nível de financiamento dos planos de BD⁵ e das respetivas contribuições



⁵ O nível de financiamento é, em primeiro lugar, calculado por plano / associado, através do quociente entre a respetiva quota-parte no património do fundo de pensões e a soma do valor atual das pensões em pagamento (para os beneficiários) e das responsabilidades com serviços passados (para os participantes), sendo os resultados agregados com base numa média ponderada pelo valor das responsabilidades. No caso dos planos sujeitos a exigências mínimas previstas em regulamentação específica e que conduzam a responsabilidades superiores às resultantes da aplicação das regras do nível mínimo de solvência estabelecidas na Norma Regulamentar da ASF n.º 21/1996, de 5 de dezembro, foram consideradas essas exigências para efeitos de cálculo do nível de financiamento.

Figura 2.36 - Distribuição do valor das responsabilidades em função do nível de financiamento em 2019

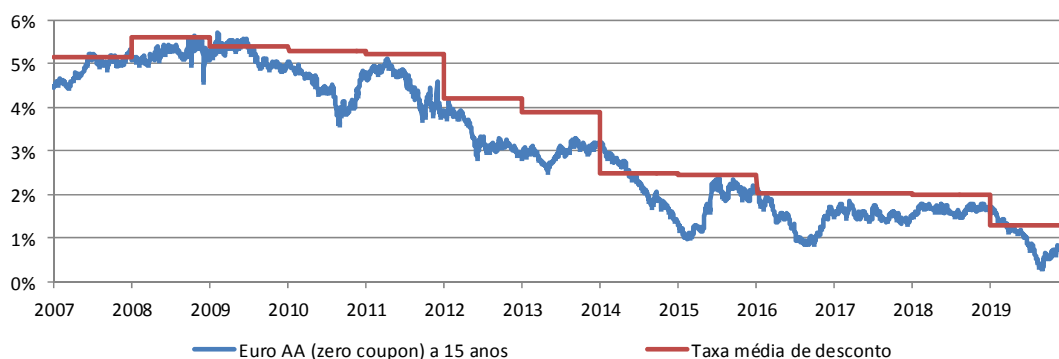


Nota: RE – Planos sujeitos a exigências mínimas previstas em regulamentação específica para as atividades bancárias e seguradora

No contexto do cenário de financiamento, a taxa de desconto aplicada na avaliação das responsabilidades é, em termos gerais, definida com referência às taxas de juro das obrigações privadas com notação de crédito de qualidade creditícia AA.

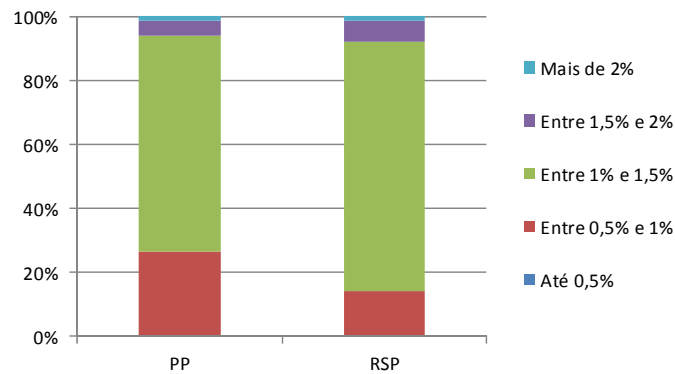
Ao longo da última década, as taxas de referência têm vindo a exibir uma tendência de descida, acompanhada por uma diminuição gradual do nível médio das taxas de desconto aplicadas. A revisão em baixa mais acentuada ocorreu em 2014, tendo a taxa média de desconto decrescido 1,4 pontos percentuais nesse ano. Em 2019, esse indicador apresentou uma redução de 0,7 pontos percentuais face ao ano anterior, cifrando-se em 1,3%.

Figura 2.37 - Evolução das taxas de desconto aplicadas no cenário de financiamento



Fonte: Euro AA a 15 anos – Bloomberg

Figura 2.38 - Distribuição do valor das responsabilidades em função da taxa de desconto aplicada em 2019

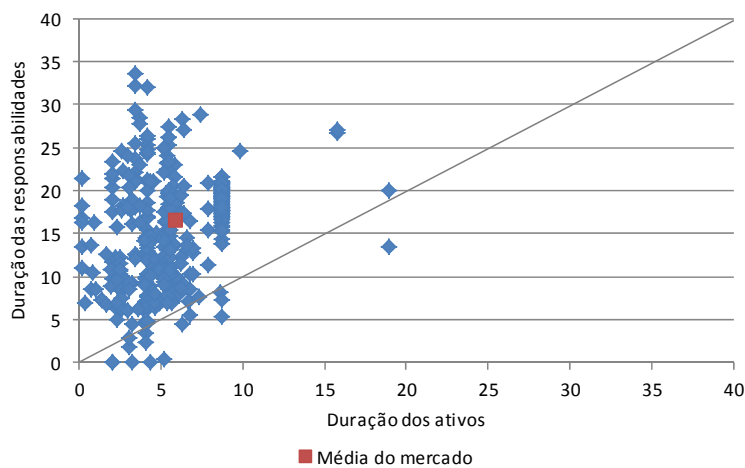


Nota: PP – pensões em pagamento, RSP – responsabilidades por serviços passados

As responsabilidades associadas aos planos de BD assumem geralmente uma natureza de médio a longo prazo, pelo que a duração média das responsabilidades é tendencialmente superior à duração média dos ativos, o que expõe os fundos de pensões ao risco de variações negativas do nível das taxas de juro.

Relativamente ao final de 2019, a duração média dos ativos situou-se nos 5,9 anos e a duração média das responsabilidades nos 16,5 anos, o que se traduz num diferencial de 10,6 anos.

Figura 2.39 - Comparação da duração dos ativos e das responsabilidades por plano / associado no final de 2019



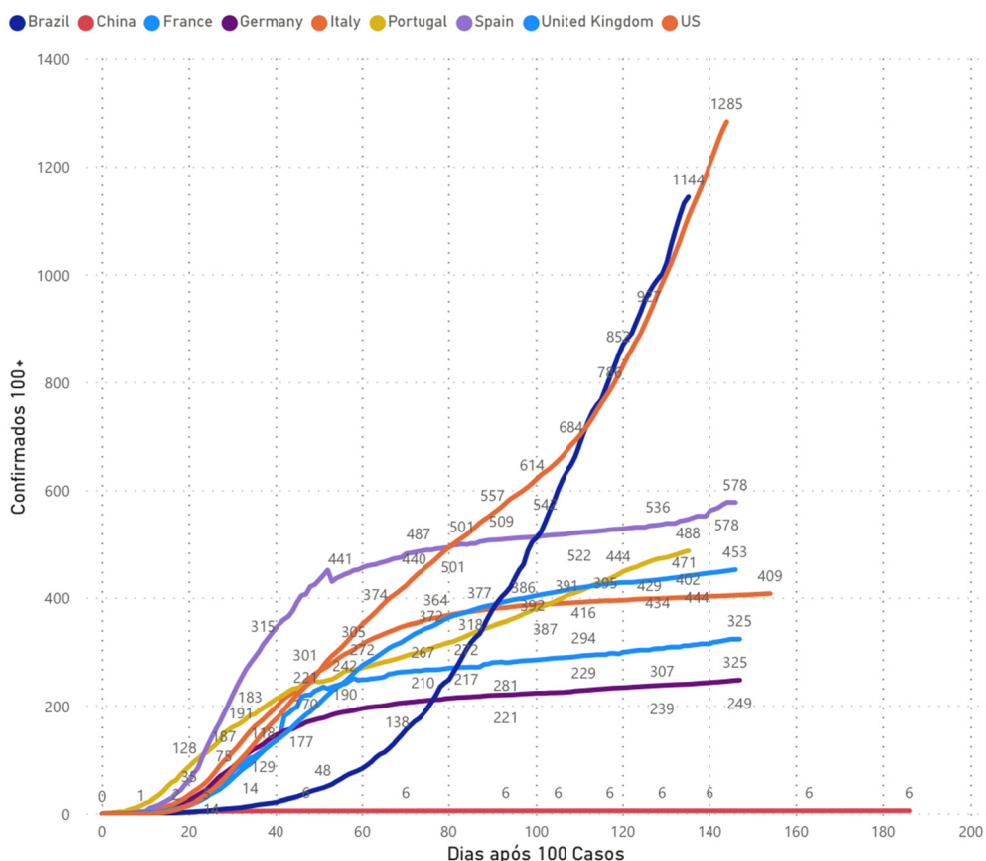
3 Impactos da pandemia associada ao surto de COVID-19 no setor segurador e dos fundos de pensões

No presente capítulo, serão analisados os impactos decorrentes da pandemia associada ao coronavírus nos setores sob a esfera de supervisão da ASF, ao longo do ano de 2020, iniciando pelos efeitos na envolvente macroeconómica, seguidos da aferição dos impactos específicos nos negócios segurador e de gestão de fundos de pensões.

No que se refere aos números da pandemia de COVID-19, esta regista um total de casos confirmados já acima dos 17 milhões a nível global (mais de 50 mil em Portugal), com o número de fatalidades conexas acima de 670 mil (cerca de 1 700 em Portugal).

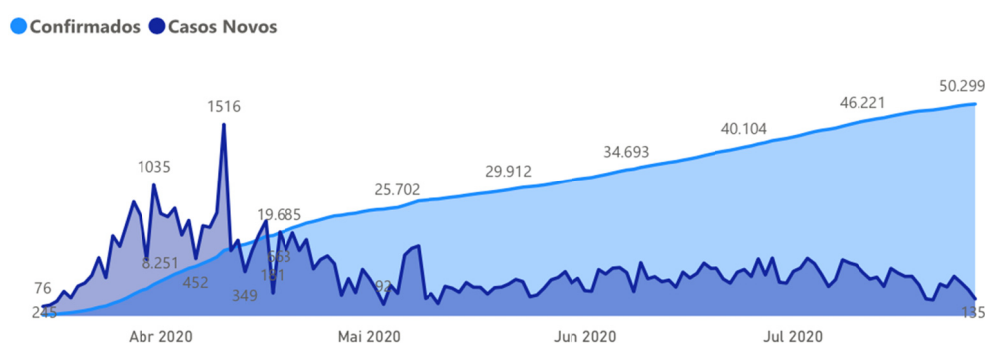
O período de desconfinamento gradual tem sido pautado por receios e incertezas quanto ao recuperar de ímpeto do contágio, bem como quanto a uma possível segunda vaga.

Figura 3.1 - Evolução da pandemia de COVID-19 no contexto global. Número de casos confirmados por 100 mil habitantes



Fonte: COVID-19 Insights: 2020 COTEC | NOVA Information Management School (consulta a 28 de julho de 2020).

Figura 3.2 - Evolução dos números da pandemia de COVID-19 a nível nacional



Fonte: COVID-19 Insights: 2020 COTEC | NOVA Information Management School (consulta a 28 de julho de 2020).

3.1 Envolvente macroeconómica

Em seguida, são analisados os impactos da pandemia ao nível da envolvente macroeconómica, bem como a sua articulação com os principais riscos a que os setores segurador e dos fundos de pensões estão expostos.

3.1.1 Crescimento económico

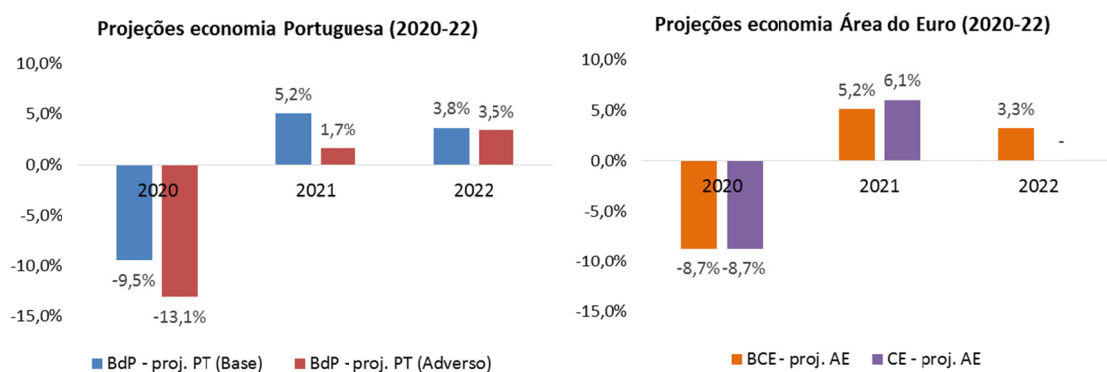
O episódio de saúde pública de escala global, aliado às medidas de confinamento decorrentes, levaram à paralisação de parte substancial da atividade económica, interferindo, quer com a oferta, quer com a procura. Estes efeitos remeteram o crescimento económico para um paradigma de profunda recessão.

As diversas projeções económicas, sequencialmente elaboradas, sinalizavam a entrada em terreno de recessão, salientando a profunda incerteza e a possível materialização de riscos de *downside*. Com o passar dos meses em contexto pandémico, o acréscimo de informação relevante, disponível para inserção nos exercícios de projeção, conduziu à confirmação de uma recessão de proporções históricas, acompanhada da degradação do mercado laboral e do aprofundamento dos níveis de endividamento.

As projeções de junho do Banco de Portugal para a economia nacional sinalizam uma recessão de 9,5% para o ano de 2020, materialmente acima do estimado em março pela mesma instituição, com substancial contribuição dos ajustes descendentes efetuados ao consumo privado, procura interna e exportações. No mesmo exercício, para um contexto de adversidade adicional, é ainda indicada a possibilidade de uma recessão a ascender a 13,1%.

Também no caso das projeções para a área do euro se denota um acréscimo gradual de pessimismo, com as estimativas de junho do BCE a sinalizarem uma recessão de 8,7%. Neste caso, salientam-se as profundas revisões em baixa da formação bruta de capital fixo e das exportações.

Figura 3.3 - Projeções económicas para Portugal e para a área do euro para o horizonte 2020-22



Fonte: BCE (*Eurosystem staff macroeconomic projections* - junho 2020), Banco de Portugal (*Boletim Económico* de junho 2020), Comissão Europeia (*Summer 2020 forecast (interim)* - julho 2020).

As projeções de junho do FMI consumam o agravamento da recessão também a nível global, aproximando-se dos 5% para o ano de 2020. O conjunto das economias avançadas revela recessão mais elevada (8%), que ascende a mais de 10% nos casos da área do euro e do Reino Unido. Relativamente à China, as previsões ainda apontam para a permanência em terreno positivo (+1%), embora com uma taxa muito inferior ao habitualmente patenteadado.

Figura 3.4 - Estimativas do FMI para a economia mundial

| Taxa de variação anual (%) | Projeções de junho 2020 | | | Variação face às projeções de abril 2020 (p.p) | |
|--|-------------------------|-------------|------------|--|-------------|
| | 2019 | 2020 | 2021 | 2020 | 2021 |
| PIB real | | | | | |
| Economia mundial | 2,9 | -4,9 | 5,4 | -1,9 | -0,4 |
| Economias avançadas | 1,7 | -8,0 | 4,8 | -1,9 | 0,3 |
| EUA | 2,3 | -8,0 | 4,5 | -2,1 | -0,2 |
| Japão | 0,7 | -5,8 | 2,4 | -0,6 | -0,6 |
| Área do Euro | 1,3 | -10,2 | 6,0 | -2,7 | 1,3 |
| Reino Unido | 1,4 | -10,2 | 6,3 | -3,7 | 2,3 |
| Outras economias avançadas | 1,7 | -4,8 | 4,2 | -0,2 | -0,3 |
| Economias de mercados emergentes e em desenvolvimento | 3,7 | -3,0 | 5,9 | -2,0 | -0,7 |
| Países Europeus em desenvolvimento | 2,1 | -5,8 | 4,3 | -0,6 | -0,1 |
| Países Asiáticos em desenvolvimento | 5,5 | -0,8 | 7,4 | -1,8 | -1,1 |
| China | 6,1 | 1,0 | 8,2 | -0,2 | -1,0 |
| Médio Oriente e Ásia Central | 1,0 | -4,7 | 3,3 | -1,9 | -0,7 |
| América Latina e Caraíbas | 0,1 | -9,4 | 3,7 | -4,2 | 0,3 |
| Brasil | 1,1 | -9,1 | 3,6 | -3,8 | 0,7 |
| África Subariana | 3,1 | -3,2 | 3,4 | -1,6 | -0,7 |

Fonte: FMI (*World Economic Outlook – update junho 2020*).

Para a economia nacional, a quebra de 9,5% projetada pelo Banco de Portugal para o Produto Interno Bruto (PIB) em 2020 está ligada à degradação da generalidade das componentes – com exceção do consumo público –, destacando-se, particularmente, as massivas quebras na formação bruta de capital fixo, bem como das exportações e importações.

Figura 3.5 - Estimativas do Banco de Portugal para a economia nacional

| Taxa de variação anual, em percentagem | 2019 | BE junho 2020 | | | BE - março 2020 (Cenário adverso) | | |
|--|------------|---------------|------------|------------|-----------------------------------|------------|------------|
| | | 2020 (p) | 2021 (p) | 2022 (p) | 2020 (p) | 2021 (p) | 2022 (p) |
| PIB | 2,2 | -9,5 | 5,2 | 3,8 | -5,7 | 1,4 | 3,4 |
| Consumo privado | 2,2 | -8,9 | 7,7 | 3,0 | -4,8 | 1,8 | 3,7 |
| Consumo público | 1,1 | 0,6 | 0,7 | 0,8 | 3,0 | -2,0 | 1,1 |
| Formação bruta de capital fixo | 6,3 | -11,1 | 5,0 | 4,5 | -14,9 | 3,4 | 9,3 |
| Procura interna | 2,8 | -8,2 | 6,0 | 2,9 | -5,5 | 1,4 | 4,2 |
| Exportações | 3,7 | -25,3 | 11,5 | 11,2 | -19,1 | 7,4 | 5,6 |
| Importações | 5,2 | -22,4 | 13,5 | 8,5 | -18,7 | 7,5 | 7,4 |
| Índice harmonizado de preços no consumidor (IHPC) | 0,3 | 0,1 | 0,8 | 1,1 | -0,1 | 0,5 | 0,7 |

Fonte: Banco de Portugal (Boletim Económico junho 2020).

3.1.2 Rendimentos e emprego

Destacam-se também os efeitos da pandemia no mercado laboral, conduzindo a uma esperada amplificação da taxa de desemprego em Portugal, que vinha registando uma redução continuada nos anos anteriores, e que, em resultado do COVID-19, se projeta vir a aproximar-se dos 10%.

A deterioração de rendimentos associada contribui para o constrangimento acentuado da liquidez das famílias, da sua capacidade de cumprimento das obrigações de crédito e de canalização para consumo e investimento. Estes aspetos interferem negativamente com o setor financeiro, criando vulnerabilidades ao nível do setor creditício, e condicionando as perspetivas futuras de produção do setor segurador.

Os efeitos nocivos no emprego são também visíveis à escala da área do euro, constituindo um aspeto de central importância também no caso dos Estados Unidos da América, onde os níveis de desemprego escalaram de mínimos de 50 anos (3,5%) para níveis pós-2.^a Guerra Mundial (14,7% em abril, e 13,3% em maio)⁶.

Para os anos posteriores a 2020, perspetiva-se a recuperação dos efeitos experienciados no ano da pandemia, embora, mesmo no termo do horizonte de projeção, sem se vislumbrar a convergência da inflação para o patamar desejado de 2%.

Figura 3.6 - Efeitos da pandemia de COVID-19 na inflação e emprego para os próximos três anos: Portugal e AE.

| | Portugal | | | | Área Euro | | | |
|-------------------|----------|----------|----------|----------|-----------|----------|----------|----------|
| | 2019 | 2020 (p) | 2021 (p) | 2022 (p) | 2019 | 2020 (p) | 2021 (p) | 2022 (p) |
| Inflação | 0,3 | 0,1 | 0,8 | 1,1 | 1,2 | 0,3 | 0,8 | 1,3 |
| Desemprego | 6,5 | 10,1 | 8,9 | 7,6 | 7,6 | 9,8 | 10,1 | 9,1 |

Fonte: BdP (atualiz. 16.06.2020) Fonte: BCE (atualiz. 04.06.2020)

3.1.3 Défice orçamental e dívida pública

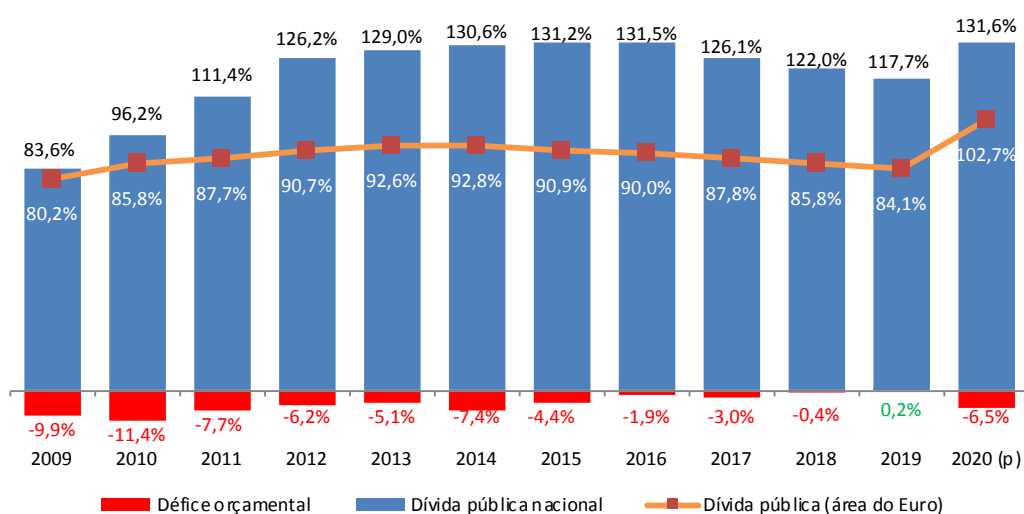
As medidas empreendidas pelos governos, com o intuito de conter a extensão dos efeitos da pandemia na saúde pública, na atividade económica e no emprego, contribuem para o aumento dos níveis de endividamento público, e penalizam a execução orçamental para o ano de 2020. O défice nacional para este ano é projetado em 6,5%, o mais elevado desde 2014. O nível de endividamento da área do euro deverá transcender o seu PIB no ano de 2020, e o seu défice orçamental deverá escalar para 8,5%⁷.

⁶ Relatório semestral de política monetária da FED (junho de 2020).

⁷ De acordo com as projeções da Comissão Europeia, divulgadas a 6 de maio de 2020.

Sobretudo no caso de países que já no contexto pré-pandemia revelavam níveis mais elevados de endividamento, esta agudização adicional tende a renovar os receios quanto à sustentabilidade da sua dívida, podendo constituir um fator motivador de alargamento de *spreads* no futuro, que vai sendo contido pelas perspectivas de soluções de financiamento comum na União Europeia, incluindo a atribuição de subvenções, bem como pela intervenção do BCE ao nível das políticas monetárias.

Figura 3.7 - Dívida pública e défice orçamental em percentagem do PIB – Portugal e área do euro, e projeções da Comissão Europeia



Fontes: INE, Banco de Portugal, Eurostat, Projeções da Comissão Europeia.

Para o ano de 2021, a Comissão Europeia projetou (no exercício divulgado em maio) que o nível de endividamento nacional voltaria a cair, para 124,4% (98,8% para a área do euro), e o défice orçamental para 1,8% (3,5% na área do euro).

Caixa 1 - Breve descritivo das principais medidas adotadas para apoio às empresas e famílias face aos impactos do COVID-19, com especial relevância para o setor segurador e dos fundos de pensões⁸

Seguros de crédito com garantia pública

O seguro de crédito com garantia do Estado é, por excelência, um instrumento de política pública para patrocinar a diversificação dos mercados de exportação e a internacionalização do setor empresarial. Com o intuito de apoiar as empresas exportadoras, o governo reforçou o montante disponível das linhas de seguros de crédito com garantia pública, já existentes, e que cobrem transações com países que não são membros da Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico.

Assim, o Orçamento do Estado de 2020 previa um teto de 2 mil milhões de euros de garantias do Estado a seguros de crédito e outros instrumentos, tendo este limite sido aumentado em mil milhões de euros, o que representa 0,47% do PIB nacional em 2019, devido aos efeitos da pandemia, através da Lei n.º 13/2020 de 7 de maio. Foram ainda aumentados os *plafonds* das linhas de seguros de crédito à exportação com garantias de Estado, para riscos não seguráveis, para determinados setores de atividade, num total de 250 milhões de euros.

Ainda neste âmbito, o Programa de Estabilização Económica e Social prevê, no quadro de flexibilização introduzida pela Comissão Europeia em matéria de auxílios de Estado, no contexto COVID-19, a criação de mecanismos de partilha de riscos entre empresas, seguradores e o Estado, nas vertentes de exportação e de transações no mercado nacional, num montante alocado de 2 mil milhões de garantias para cobertura pública.

Outros Estados Membros da União Europeia, como a Alemanha, a Bélgica, a Dinamarca, a França e os Países Baixos, decidiram, igualmente, reforçar os seus mecanismos de apoio às transações comerciais através do seguro de crédito.

Flexibilização do regime de pagamento dos prémios de seguros

Considerando o relevante papel económico-social que o seguro desempenha, através do Decreto-Lei n.º 20-F/2020, de 12 de maio, flexibilizou-se,

⁸ Uma análise mais abrangente e detalhada destas medidas pode ser consultada na Nota publicada pelo Conselho Nacional de Supervisores Financeiros, disponível em: https://www.asf.com.pt/NR/rdonlyres/DE435003-1550-4049-A159-6C3FCF4E96DE/0/Notasobreasprincipaismedidasadotadasparamitiga%C3%A7%C3%A3odosimpactosdapandemiadeCOVID19_umaaan.pdf.

temporariamente e a título excecional, o regime de pagamento do prémio, convertendo-o num regime de imperatividade relativa, ou seja, admitindo que seja acordado entre as partes um regime mais favorável ao tomador do seguro. Foi, assim, estabelecido um regime excecional e temporário relativo ao pagamento do prémio de seguro e aos efeitos da diminuição provisória, total ou parcial, do risco da atividade coberto pelo contrato de seguro. Deste modo, as partes podem acordar o pagamento do prémio em data posterior à do início da cobertura dos riscos, o afastamento da resolução automática ou da não prorrogação em caso de falta de pagamento, o fracionamento do prémio, a prorrogação da validade do contrato de seguro, a suspensão temporária do pagamento do prémio e a redução temporária do montante do prémio em função da redução temporária do risco.

Adicionalmente, os tomadores de seguros que desenvolvem atividades que se encontrem suspensas ou cujos estabelecimentos ou instalações ainda se encontrem encerrados por força de medidas excecionais e temporárias adotadas em resposta à pandemia da doença COVID-19, ou aqueles cujas atividades se reduziram substancialmente (redução de 40% do volume de faturação) em função do impacto direto ou indireto dessas medidas, podem solicitar o reflexo dessas circunstâncias no prémio de seguros que cubram riscos da atividade. Esta medida abrange, entre outros, seguros de responsabilidade civil profissional, seguros de responsabilidade civil geral, seguros de acidentes de trabalho, seguros de acidentes pessoais, designadamente o seguro desportivo obrigatório, ou ainda seguros de assistência, enquanto seguros relativos a riscos que cobrem atividades.

No âmbito da União Europeia, outros países tomaram igualmente medidas ao nível da criação de regimes de moratória dos prémios de seguros, nomeadamente, a Bélgica, a França, a Croácia e a Itália.

Alargamento temporário das condições de reembolso sem penalização fiscal dos PPR

A Lei n.º 7/2020, de 10 de abril, de acordo com a redação dada pela Lei n.º 18/2020, de 29 de maio, veio permitir que, até ao final de setembro de 2020, os participantes dos PPR possam solicitar o reembolso antecipado dos valores aplicados, sem penalização fiscal, até ao limite mensal do indexante dos apoios sociais (IAS), ou seja, 438,81 euros por mês, quando um dos membros do seu agregado familiar esteja em situação de isolamento profilático ou de doença, de assistência a filhos ou netos, *lay-off*, desemprego ou cessação de atividade.

Limitações às distribuições de dividendos⁹

A ASF publicou as Cartas-Circulares n.º 2/2020 e 4/2020, recomendando que as empresas de seguros e as entidades gestoras de fundos de pensões restringissem todas as ações no âmbito da política de gestão de capital que impliquem a descapitalização da entidade, com ênfase nas distribuições de dividendos e operações de financiamento intragrupo.

Por seu turno, a Autoridade Europeia dos Seguros e Pensões Complementares de Reforma (EIOPA) emitiu uma declaração dirigida às empresas de seguros recomendando a suspensão temporária da distribuição de dividendos, bem como a recompra de ações como forma de remuneração do acionista. Após a publicação desta recomendação da EIOPA, que a ASF divulgou no seu sítio da Internet para informação ao mercado, a ASF emitiu uma nova Carta-Circular com vista a reiterar que, à luz do princípio de gestão sã e prudente de uma empresa de seguros, no atual momento de instabilidade dos mercados financeiros e incerteza quanto à futura situação do negócio e da solvência, não devem ser, nesta fase, aprovadas ou concretizadas quaisquer distribuições de dividendos.

A nível europeu, grande parte dos países difundiu pelas empresas de seguros a operar no respetivo mercado a recomendação emitida pela EIOPA, tendo a maioria transmitido recomendações às empresas de seguros neste âmbito. No que concerne ao setor dos fundos de pensões, apesar de não haver informação tão completa a nível europeu, foi possível verificar que algumas autoridades de supervisão emitiram recomendações similares às adotadas para o setor segurador.

⁹ Não se tratando de uma medida para apoio direto às empresas e famílias, foi, contudo, incluída na Caixa, fruto da sua relevância.

3.1.4 Política monetária

Em virtude dos efeitos decorrentes do surto pandémico, o BCE intensificou as suas medidas monetárias de natureza acomodatória. Estas visam primordialmente (i) a preservação da liquidez nos mercados financeiros, (ii) a estabilização dos preços, e (iii) a promoção de condições altamente favoráveis de financiamento aos agentes económicos e às famílias. Refira-se que este tipo de orientação de política monetária é comum à generalidade dos bancos centrais, atendendo aos impactos globais do COVID-19.

De modo a assegurar os objetivos referidos, o BCE intensificou a compra de ativos – com destaque para o *Pandemic Emergency Purchase Programme* (PEPP), anunciado em 750 mil milhões de euros, e depois expandido em mais 600 mil milhões de euros.

A instituição promoveu também medidas de *easing* quanto à elegibilidade de colaterais, inclusivamente face a contextos de *downgrade*, e apoiou as autoridades macroprudenciais de jurisdições da União Europeia no alívio de instrumentos macroprudenciais do setor bancário, o que se estima ter libertado 20 mil milhões de euros de capital dos bancos para efeitos de financiamento à economia, ou absorção de perdas.

Foram também conduzidas operações adicionais de refinanciamento¹⁰ a condições especialmente favoráveis, em particular para as instituições bancárias que cumpram os limiares de concessão de crédito à economia em contexto COVID-19.

Paralelamente, o BCE anunciou o EUREP¹¹, de modo a assegurar liquidez em euros a um conjunto de bancos centrais fora da área do euro, em tempos de crise, reduzindo o risco de episódios de *sell-off* de títulos denominados em euros, bem como *spill-overs* de outras economias para a área do euro.

Quanto à ação da FED, nos Estados Unidos de América, destaca-se a colocação do referencial de taxas de juro próximo de zero (0,25%, a 15 de março de 2020, quando no final de 2019 era de 1,75%, e no final de 2018 de 2,50%), a par da recuperação da ferramenta de *forward guidance*, usada entre 2007 e 2009, para sinalizar as perspetivas futuras das taxas de juro, isto é, a sua manutenção em níveis muito reduzidos. Paralelamente, foram criados vários programas específicos de acesso a liquidez, visando as famílias, os agentes económicos e os governos estatais e municipais.

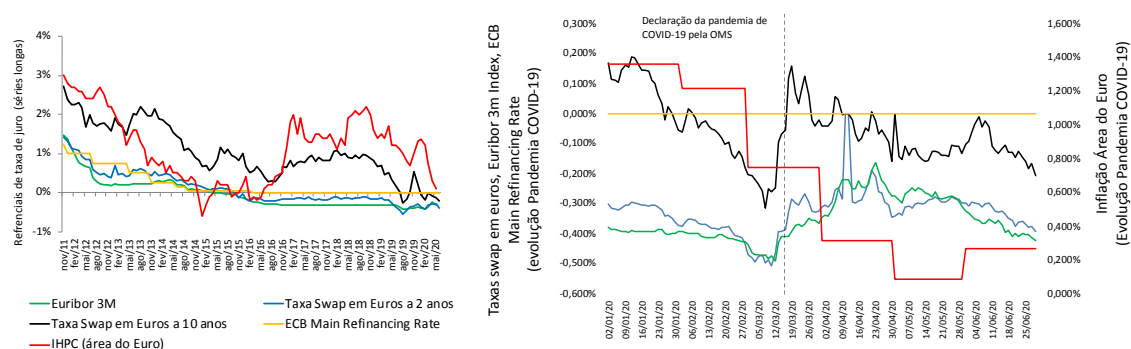
¹⁰ (i) PELTROs (*pandemic emergency long-term refinancing operations*), conduzidas a taxas altamente acomodatórias, 25 pontos base abaixo da taxa média do ECB *Main Refinancing Rate* (posicionado em 0%); (ii) redução de 25 pontos base nas operações de refinanciamento de longo prazo (TLTRO III – *Targeted long-term refinancing operations*), para -0,5% entre junho de 2020 e junho de 2021, e, assim, 50 pontos base abaixo da taxa média de referência aplicada no Eurosistema no mesmo período.

¹¹ *Eurosystem repo facility for central banks*.

3.1.5 Taxas de juro e de inflação

Atendendo às medidas monetárias empreendidas em reação aos impactos do COVID-19, os referenciais de taxas de juro revelam afundamento adicional – para curto e longo prazo – enquanto a inflação diverge do objetivo de 2% visado em contexto pré-pandemia.

Figura 3.8 - Evolução dos referenciais de taxas de juro e de inflação. Série longa e evolução diária no primeiro semestre de 2020.

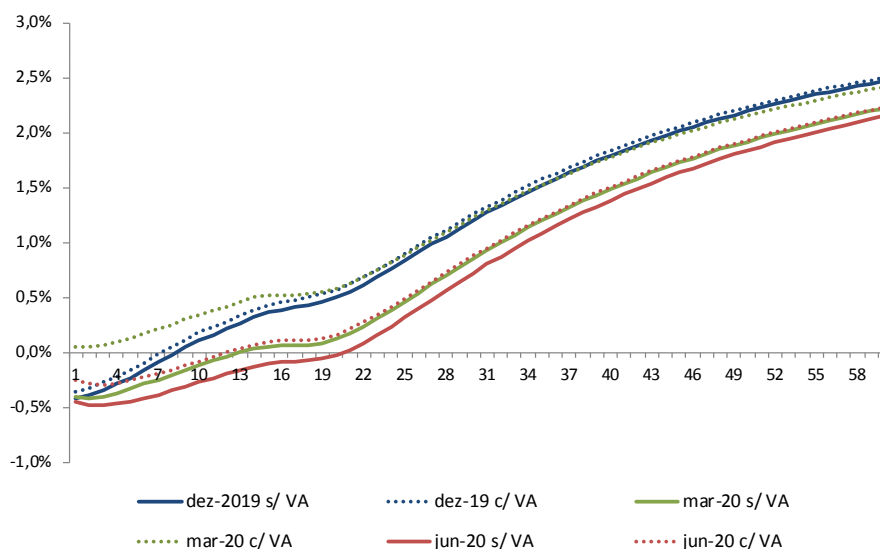


Fonte: BCE, Bloomberg.

Deste modo, consolidam-se as expectativas de permanência do ambiente de taxas de juro extremamente baixas (*“lower-for-longer”*), que já constituía uma das principais problemáticas para os setores segurador e dos fundos de pensões antes da pandemia, pressionando as métricas de solvência/financiamento das responsabilidades, bem como a rentabilidade.

Este aspeto é também observável na evolução da estrutura temporal de taxas de juro publicada pela EIOPA, e que serve como referência para o desconto dos passivos das empresas de seguros. As curvas sem ajustamento de volatilidade (VA) afundaram consideravelmente ao longo do primeiro semestre de 2020, em função das medidas monetárias empreendidas pelo BCE, ao passo que o VA revelou um efeito mais expressivo no período de maior volatilidade dos mercados financeiros, com amenização subsequente.

Figura 3.9 - Evolução das estruturas temporais de taxa de juro sem risco da EIOPA, no primeiro semestre de 2020, incluindo as curvas com VA.



3.2 Evolução dos mercados financeiros

Previamente ao eclodir da pandemia, as valorações dos títulos financeiros encontravam-se tendencialmente em alta. Contudo, atendendo às vulnerabilidades existentes – maioritariamente de índole geopolítica – o risco de reversão abrupta dos prémios de risco era apontado como um dos principais a incidir sobre as carteiras de investimento.

3.2.1 Mercados obrigacionistas

O choque pandémico veio reacender as preocupações quanto ao risco de fragmentação dos mercados financeiros, podendo fomentar o alargamento de diferenças entre as principais economias e as mais periféricas, ou penalizar países cujas economias sejam particularmente impactadas pelo COVID-19. Face às especificidades do mercado segurador e de fundos de pensões nacional, as variações dos prémios de risco dos títulos de rendimento fixo são especialmente relevantes, com as preocupações dirigidas aos soberanos de Portugal, Itália e Espanha.

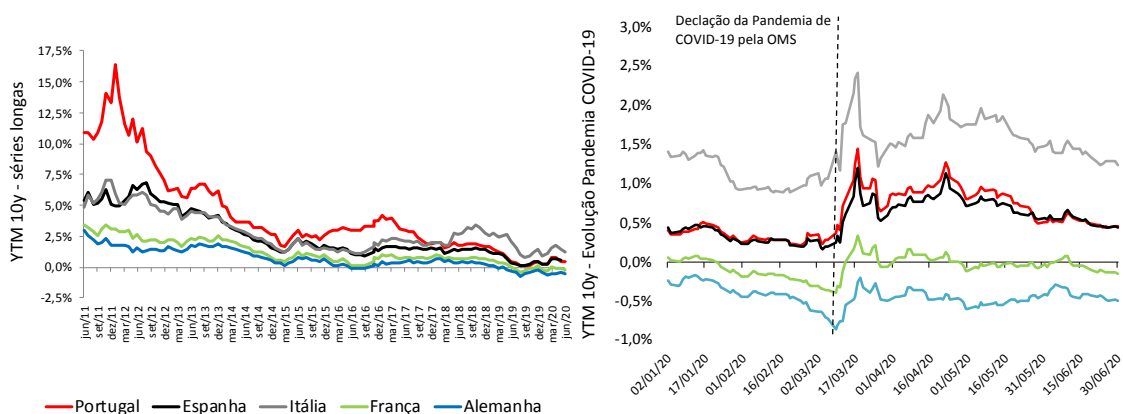
Com a materialização do choque na segunda metade de março, e a implementação das medidas de confinamento devido à severidade da epidemia, na fase em que o território europeu se apresentava como um dos mais atingidos, as *yields* e os *credit default swaps* (CDS) monitorizados, de forma mais próxima, denotaram um pico notório.

Não obstante, posteriormente, verificou-se um efeito de amenização, fortemente ligado às medidas de política monetária implementadas pelo BCE. Nessa trajetória de recuperação, verificaram-se alguns episódios de volatilidade, articulados com a vertente geopolítica, dirigidos a receios de fragmentação na resposta da União Europeia face aos efeitos da pandemia na economia (p.e. impasses quanto a uma resposta unificada (*common borrowing*), ou o escrutínio quanto à legitimidade das medidas do BCE pelo tribunal federal constitucional alemão, no início de maio).

Sem prejuízo da relevância das variações ocorridas na valoração dos títulos em carteira, é importante reter a perspetiva da magnitude dos valores máximos de 2020 face à série mais longa, onde se constata que, em resultado das medidas de política monetária implementadas pelos bancos centrais, os picos gerados pela pandemia são de magnitude limitada quando comparados com os de anos anteriores, evidenciando-se custos de financiamento mais reduzidos do que os observados na fase de recuperação da crise financeira.

Refira-se, por fim, o acordo atingido a 21 de julho de 2020 no Conselho Europeu¹² para uma resposta europeia comum aos efeitos da pandemia. O pacote total supera os 1 800 mil milhões de euros¹³, contemplando um Fundo de Recuperação de 750 mil milhões de euros, dos quais 390 mil milhões em subvenções. A verba destinada a Portugal deverá ser na ordem dos 45 mil milhões de euros para os próximos 10 anos, com cerca de um terço da mesma a fundo perdido, a que acrescem 12 mil milhões de euros do atual programa Portugal 2020, ainda em execução.

Figura 3.10 - Evolução das YTM a 10 anos dos principais emittentes soberanos. Série longa e evolução diária no primeiro semestre de 2020

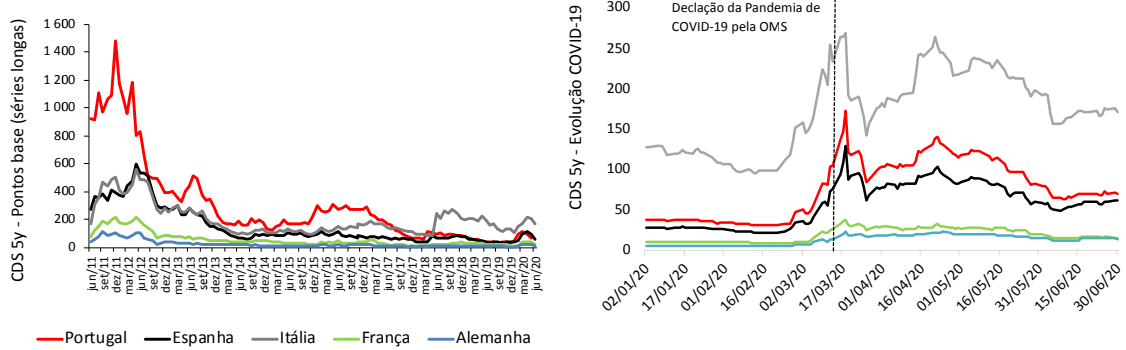


Fonte: Bloomberg.

¹² Fonte: <https://www.consilium.europa.eu/media/45109/210720-euco-final-conclusions-en.pdf>.

¹³ Pacote total de 1 824,3 mil milhões de euros, combinando uma moldura plurianual (*Multiannual Financial Framework* (MFF) de 1 074,3 mil milhões de euros e um Fundo de Recuperação (*Next Generation EU* (NGEU)) de 750 mil milhões de euros.

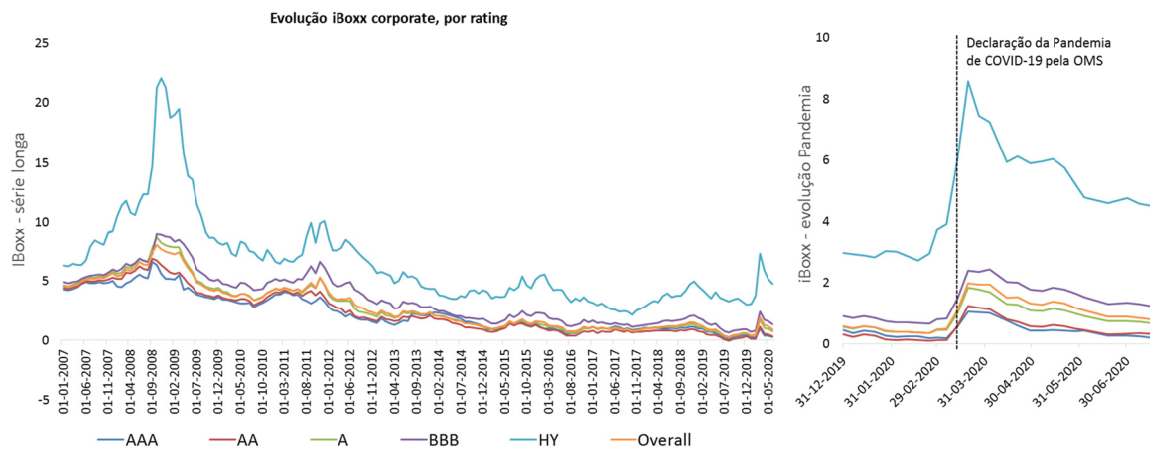
Figura 3.11 - Evolução dos CDS a 5 anos dos principais emittentes soberanos. Série longa e evolução diária no primeiro semestre de 2020



Fonte: Bloomberg.

Os índices *iBoxx* relativos à dívida privada denotam também uma evolução similar à das *yields* da dívida pública, com a amplitude das variações superior no caso dos títulos conotados como *high yield*.

Figura 3.12 - Evolução do *iBoxx* euro corporate, por *rating*. Série longa e evolução no primeiro semestre de 2020



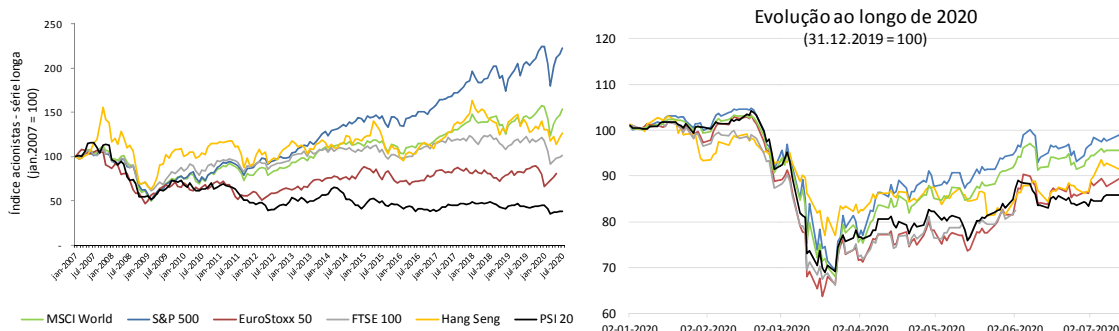
Fonte: iBoxx, IHS Markit.

3.2.2 Mercados acionistas

Os mercados acionistas foram os primeiros a experienciar um choque abrupto, na segunda quinzena de março, quando os investidores internalizaram nas suas perceções o carácter pandémico do vírus, e a entrada numa realidade de confinamento que iria paralisar a maioria da atividade económica.

Nesse período, as perdas comparativamente ao termo de 2019 ascenderam ao intervalo 25-35%, com recuperação assinalável, ainda que parcial, desde então, através de um segundo trimestre robusto. Refira-se que os índices norte-americanos, e, por conseguinte, os globais, têm revelado uma capacidade de retoma superior aos europeus e do Reino Unido, enquanto o índice asiático Hang Seng tem tido a sua recuperação condicionada pelos conflitos China/Hong Kong.

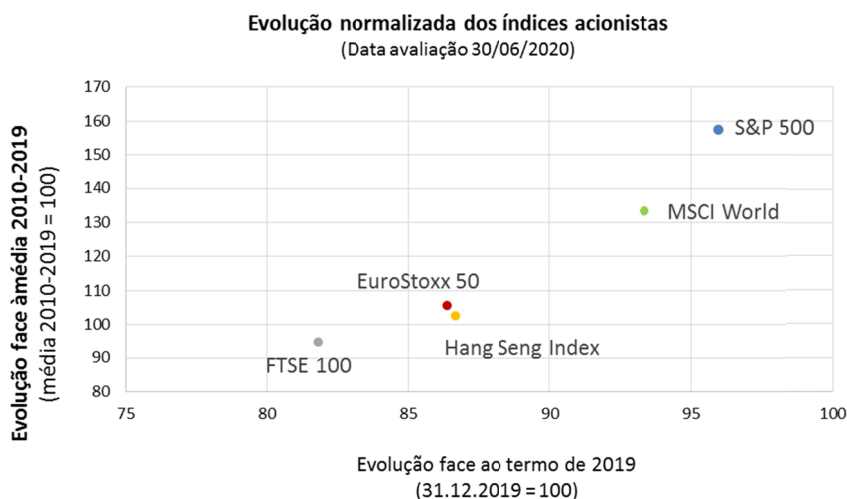
Figura 3.13 - Evolução dos índices acionistas. Série longa e evolução diária em 2020



Fonte: Bloomberg e cálculos da ASF.

Observando a evolução histórica desde a crise financeira, bem como a evolução durante o ano de 2020, constata-se que o mercado acionista norte-americano revela uma dinâmica de crescimento mais acentuada, bem como maior recuperação face aos impactos da pandemia.

Figura 3.14 - Evolução dos índices acionistas. Efeitos da pandemia de COVID-19 face ao termo de 2019, e aos níveis médios desde a crise financeira.



Fonte: Bloomberg e cálculos da ASF.

Refira-se que subsistem vulnerabilidades suscetíveis de interferência rápida nos mercados acionistas, podendo desencadear episódios de volatilidade neste segmento.

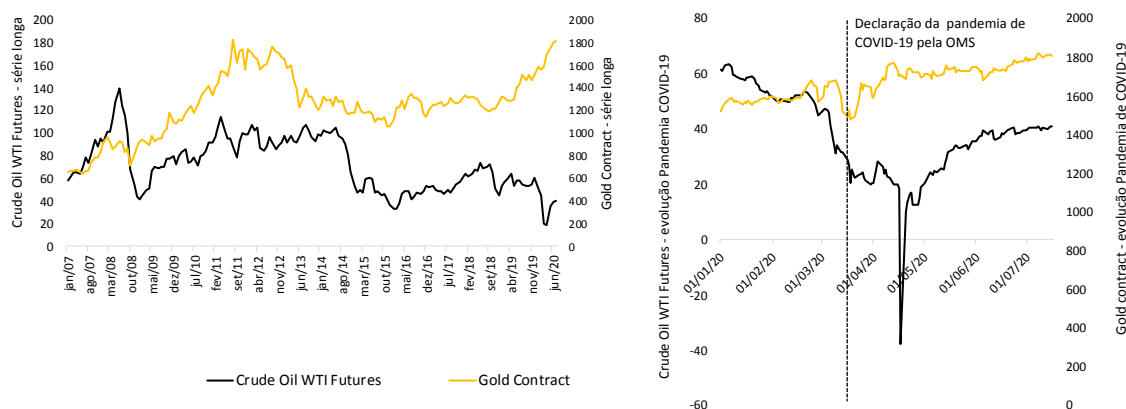
Destacam-se os episódios de tensão social (p.e. as tensões raciais nos EUA, e com ramificações para outras geografias, bem como as revisões em baixa do crescimento e recuperação económicos, ou os retrocessos e receios no processo de desconfinamento gradual, com o retorno a subidas acentuadas do número diário de infetados).

3.2.3 Commodities

A evolução dos preços do petróleo¹⁴ e do ouro¹⁵ ajudam também a explicar a evolução das perceções ao longo do período de pandemia. O primeiro registou uma queda histórica ao longo de 2020, fruto dos efeitos da paralisação da economia nas necessidades energéticas, em particular a drástica redução das deslocações de pessoas e mercadorias. Em virtude da continuidade da produção aliada à quebra do consumo, geraram-se importantes dificuldades de armazenamento, que, em combinação com a turbulência geopolítica em torno desta matéria-prima¹⁶, contribuíram inclusivamente para um episódio de incursão em terreno negativo.

Em sentido contrário, o ouro registou uma assinalável apreciação, fruto do seu papel de refúgio face aos receios dirigidos a outras classes de ativos, atingindo máximos históricos.

Figura 3.15 - Evolução das cotações de *commodities*.



Fonte: Bloomberg.

¹⁴ Crude Oil WTI Futures.

¹⁵ Gold Contract.

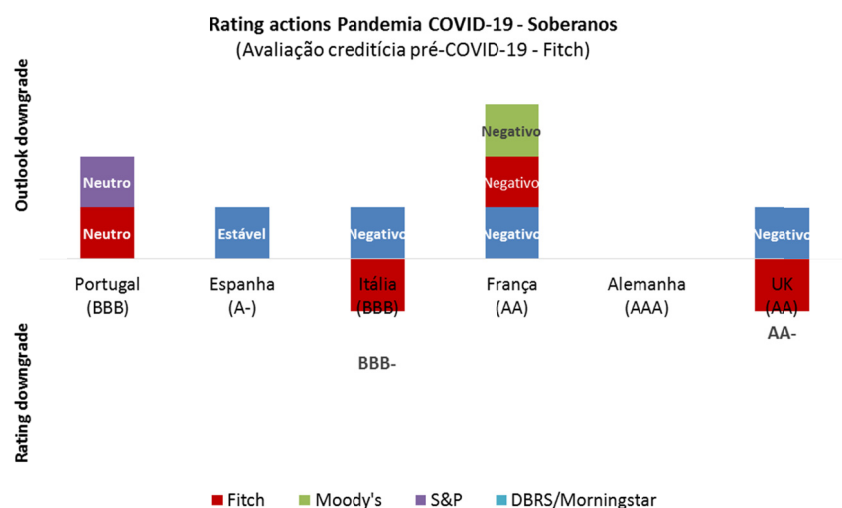
¹⁶ Envolvendo Rússia, Médio-Oriente e países produtores do continente Americano.

3.2.4 Revisões de avaliação de qualidade creditícia por parte das agências de notação

Ao longo do primeiro semestre de 2020, verificaram-se algumas revisões creditícias no domínio dos soberanos, no sentido descendente, embora resultantes também de problemáticas pré-COVID-19 (instabilidade governativa e preocupações relativamente à sustentabilidade das finanças públicas em Itália, e *Brexit*). No entanto, na maioria dos casos a emergência da pandemia acarretou avaliações em baixa das perspetivas futuras de revisão.

Figura 3.16 - Avaliação creditícia dos soberanos no termo de 2019, e revisões ao longo de 2020

| País Emitente | 31.12.2019 | | | | Outlook | | | |
|---------------|------------|---------|-------|------|----------|----------|----------|----------|
| | S&P | Moody's | Fitch | DBRS | S&P | Moody's | Fitch | DBRS |
| Portugal | BBB | Baa3 | BBB | BBBH | Positivo | Positivo | Positivo | Estável |
| Espanha | A | Baa1 | A- | A | Estável | Estável | Estável | Positivo |
| Itália | BBB | Baa3 | BBB | BBBH | Negativo | Estável | Negativo | Estável |
| França | AA | Aa2 | AA | AAA | Estável | Positivo | Estável | Estável |
| Alemanha | AAA | Aaa | AAA | AAA | Estável | Estável | Estável | Estável |

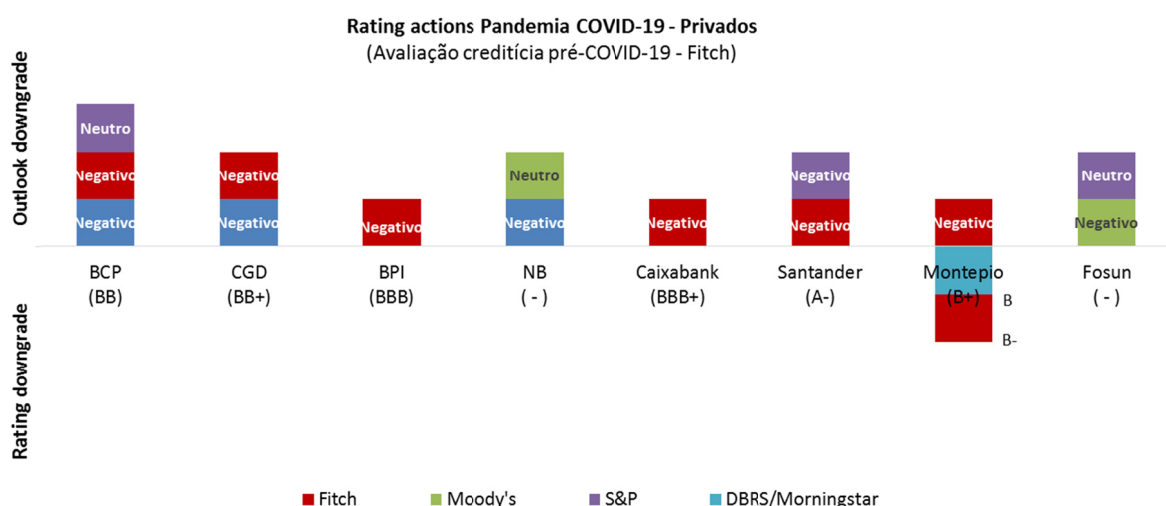


Fonte: Bloomberg.

Quanto às instituições bancárias com presença relevante no território nacional, as reapreciações materializaram-se, até à data, apenas ao nível do *outlook* de revisão, assinalando uma perspetiva generalizada de potenciais revisões creditícias em baixa, à exceção do Banco Montepio, que viu a sua notação revista em baixa pelas agências Fitch e DBRS/Morningstar em junho/julho. O término do período temporário de moratórias de crédito tenderá a contribuir para colocar pressão adicional sobre o quadro descrito.

Figura 3.17 - Avaliação creditícia de instituições bancárias com presença relevante no território nacional no termo de 2019, e revisões ao longo de 2020

| Emitente | 31.12.2019 | | | | Outlook | | | |
|------------|------------|---------|-------|------|----------|----------|---------|----------|
| | S&P | Moody's | Fitch | DBRS | S&P | Moody's | Fitch | DBRS |
| BCP | BB | Baa2 | BB | BBBL | Positivo | Estável | Estável | Estável |
| CGD | NR | Ba1 | BB+ | BBB | NR | Estável | Estável | Estável |
| Novo Banco | NR | B1 | NR | BH | NR | Positivo | NR | Positivo |
| Caixabank | BBB+ | Baa1 | BBB+ | A | Estável | Estável | Estável | Estável |
| Santander | A | A2 | A- | AH | Estável | Estável | Estável | Estável |
| Montepio | NR | Ba3 | B+ | BB | NR | Estável | Estável | Negativo |
| Fosun | BB | Ba2 | NR | NR | Positivo | Estável | NR | NR |



Fonte: Bloomberg.

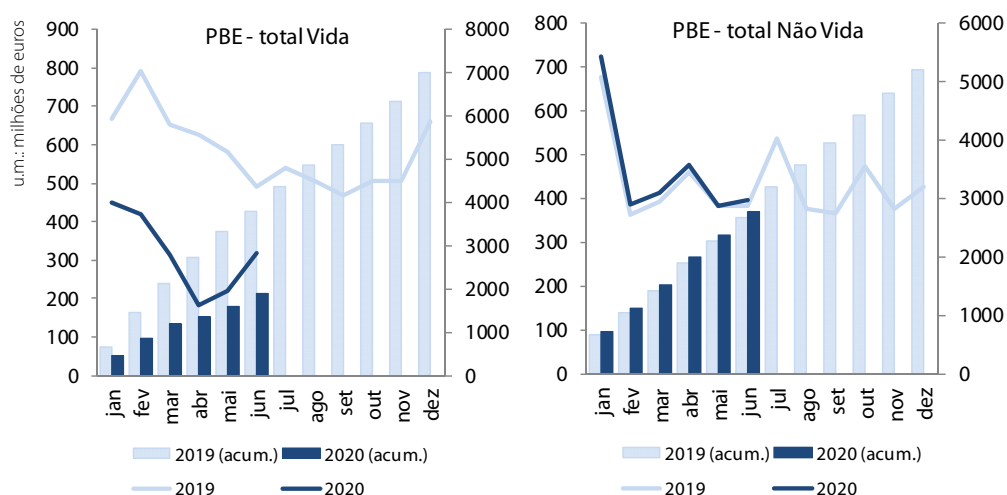
3.3 Impactos no setor segurador

Para além da volatilidade e depreciação do valor das carteiras de investimentos das empresas de seguros, os efeitos económicos, sociais e laborais do COVID-19 vieram trazer incerteza sobre as perspetivas futuras da produção, resgates e custos com sinistros, bem como suscitar o potencial alargamento do *protection gap*, i.e. do volume de perdas económicas potenciais não cobertas por mecanismos de seguro.

Até junho de 2020, os dados reportados pelas empresas de seguros revelam um decréscimo acentuado da produção do ramo Vida face ao período homólogo de 2019 (-50%), notando-se, todavia, que a tendência de decréscimo já havia sido iniciada antes do surto de COVID-19, sendo explicada, em grande medida, pela alteração das estratégias de negócio de um conjunto de operadores, em resposta ao ambiente

prolongado de baixas taxas de juro. Por sua vez, nos ramos Não Vida, observa-se um aumento do volume de prémios face ao acumulado de junho de 2019 (4,5%).

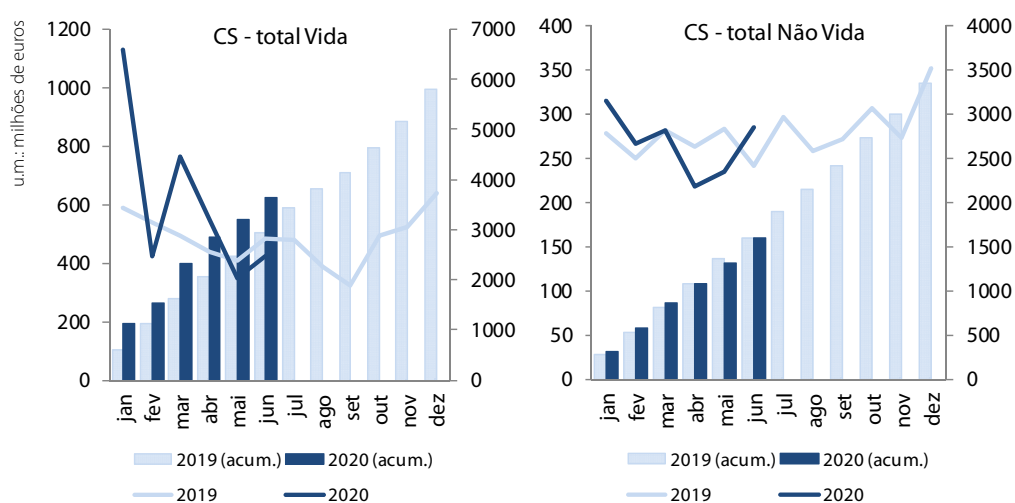
Figura 3.18 - Evolução dos prémios brutos emitidos – totais Vida e Não Vida¹⁷



No que respeita aos custos com sinistros, destaca-se igualmente o ramo Vida, com um acréscimo visível durante o primeiro semestre de 2020.

Para os ramos Não Vida, comparativamente com o ano anterior, observaram-se, nos meses de abril e maio, volumes inferiores de custos com sinistros face aos registados em igual período de 2019, levando ao abrandamento do ritmo de crescimento do total acumulado. A essa evolução não serão alheios os efeitos das medidas de restrição impostas no contexto do estado de emergência.

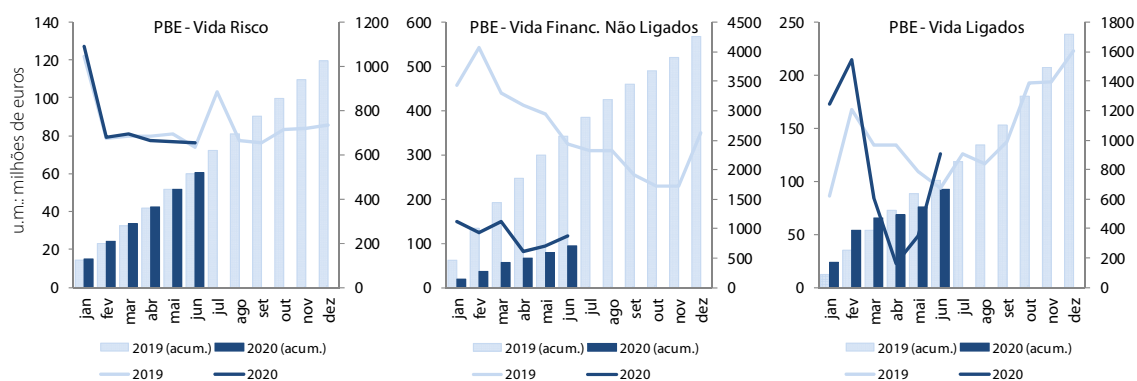
Figura 3.19 - Evolução dos custos com sinistros – totais Vida e Não Vida



¹⁷ A informação considerada nesta secção considera o total de produção e de custos com sinistros das empresas de seguros nacionais e das sucursais de empresas de seguros com sede na União Europeia.

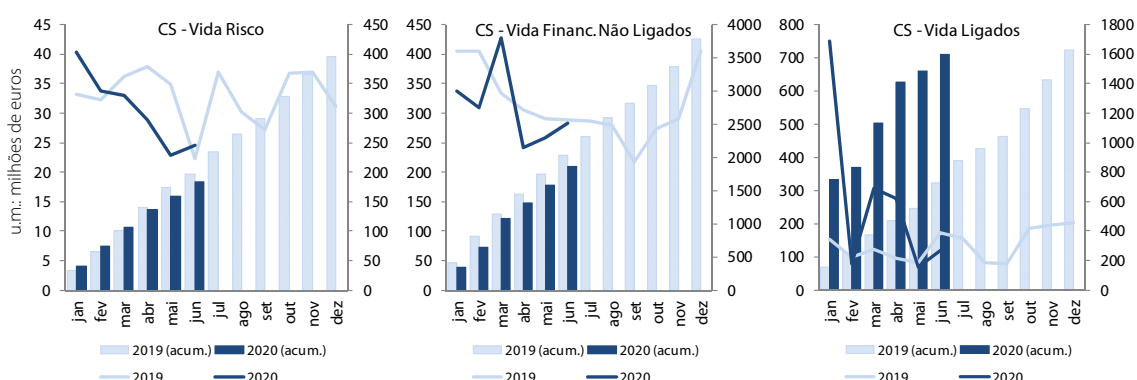
Como referido, no ramo Vida, a produção acumulada até junho de 2020 apresentou um decréscimo expressivo, que se deveu sobretudo aos seguros financeiros não ligados (-72,1%). Relativamente aos seguros ligados, verifica-se um padrão substancialmente diferente do observado em 2019, com quedas abruptas registadas nos meses de março a maio, que levaram a uma variação negativa global, de -7,8%, do total acumulado a junho de 2020.

Figura 3.20 - Evolução mensal da produção do ramo Vida



O acréscimo dos custos com sinistros no ramo Vida, observado durante o primeiro semestre de 2020, justifica-se pelo comportamento dos seguros ligados, com forte influência do pico registado em janeiro – que corresponde a uma observação localizada numa empresa –, sendo de realçar ainda os parciais de março e abril, já em contexto de pandemia, o primeiro dos quais influenciado também pelo incremento dos resgates de seguros não ligados. Não obstante, o volume acumulado de vencimentos mantém-se superior ao de resgates, correspondendo a perto de 60% do total de custos com sinistros a junho de 2020.

Figura 3.21 - Evolução mensal dos custos com sinistros do ramo Vida



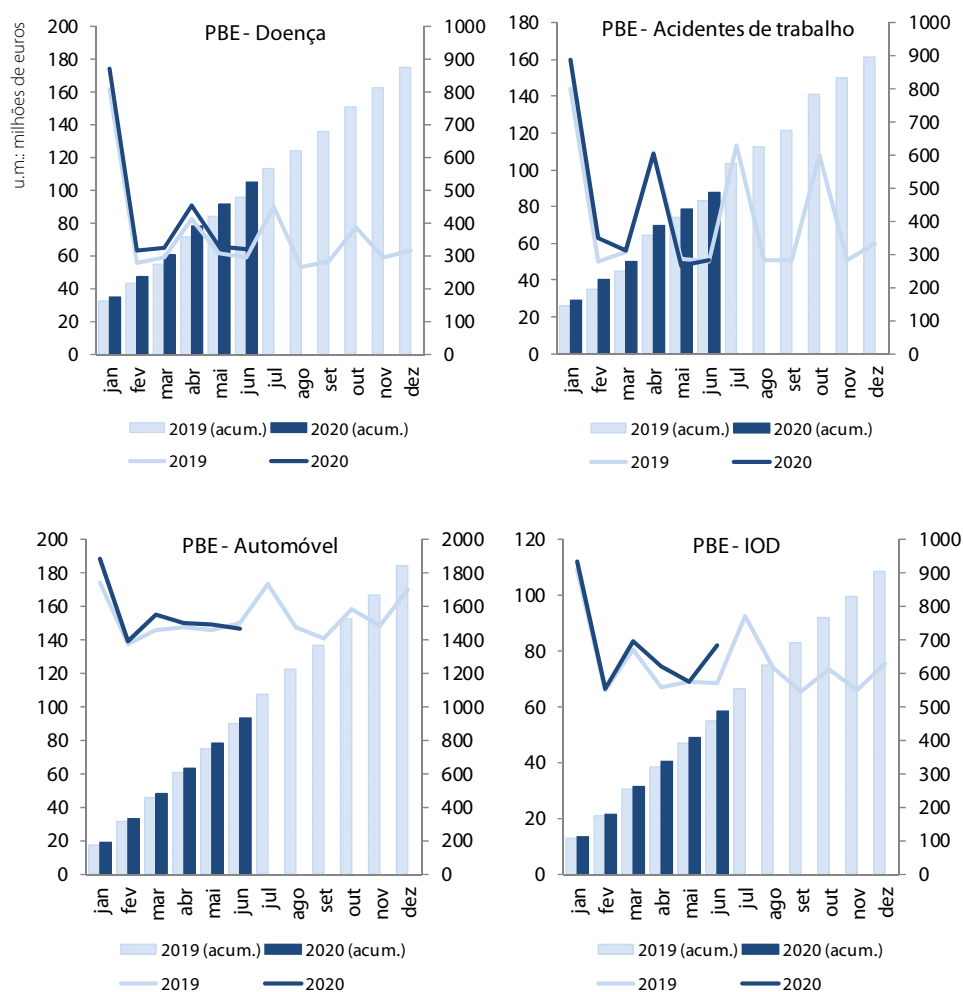
A produção acumulada, até junho de 2020, dos ramos Não Vida apresentou um crescimento de 4,5% face ao mesmo período de 2019, tendo contribuído para este aumento os segmentos Doença (9,5%), Incêndio e Outros Danos (6,2%), Acidentes de

Trabalho (5,5%) e Automóvel (3,0%), e com padrões relativamente semelhantes aos observados no ano transato.

Não obstante, da comparação homóloga dos volumes de prémios para o primeiro e segundo trimestres, denotam-se deteriorações na evolução da produção de Acidentes de Trabalho e Automóvel, com o primeiro a registar taxas de 11,5% e -1,6%, respetivamente, no primeiro e segundo trimestres, e o segundo a registar taxas de 5,3% para 0,6%, pela mesma ordem. Em sentido contrário, regista-se o caso de Incêndio e Outros Danos, que alcançou crescimentos de 2,9% e 10,4% nos primeiro e segundo trimestres de 2020, respetivamente, face ao período homólogo de 2019.

Para além dos três segmentos anteriormente referidos e do ramo Doença – que não evidenciou diferenças materiais entre trimestres –, regista-se a evolução igualmente descendente dos restantes seguros, com a passagem de uma taxa de crescimento homóloga de 2,0% no primeiro trimestre, para um decréscimo de -6,1% no segundo trimestre.

Figura 3.22 - Evolução mensal da produção dos ramos Não Vida

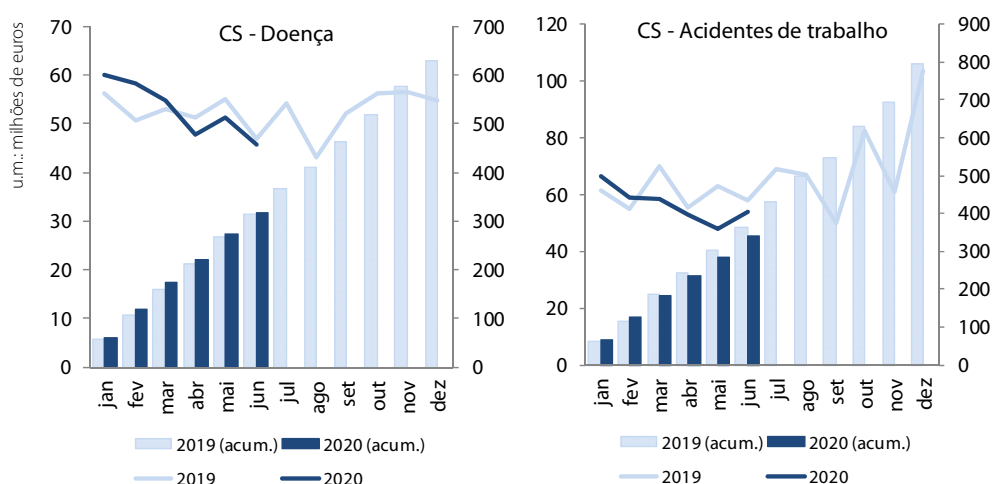


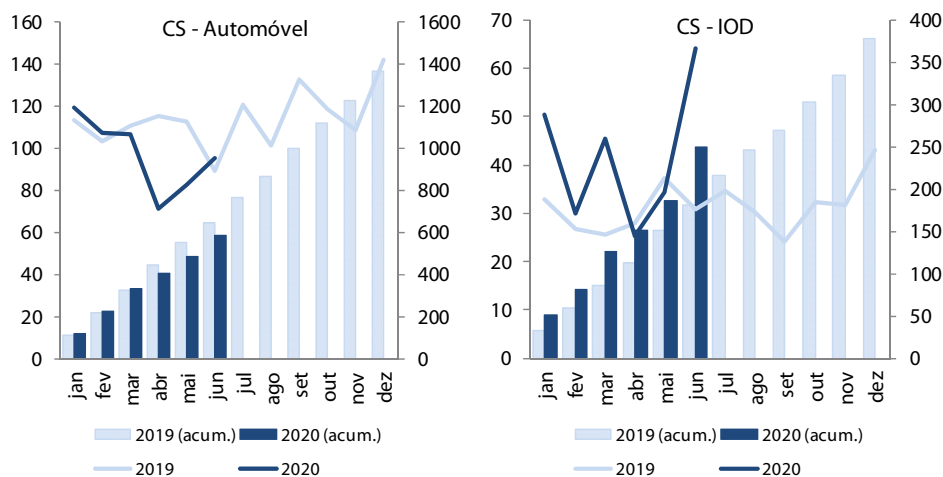
Durante o período em análise, os custos com sinistros do conjunto dos ramos Não Vida registaram um acréscimo residual de 0,2% face ao mesmo período de 2019, destacando-se o segmento de Incêndio e Outros Danos (+37,5%), o ramo Automóvel (-9,6%) e a modalidade de Acidentes de Trabalho (-6,5%). As evoluções registadas nestes dois últimos segmentos são marcadamente diferentes quando analisadas por trimestre, obtendo-se, para Automóvel, variações homólogas de 1,9% e -21,5% para os primeiro e segundo trimestres, respetivamente, e, para Acidentes de Trabalho, de -1,4% e -12,0%, pela mesma ordem.

Para o ramo Doença, apesar de a variação homóloga dos custos com sinistros no primeiro semestre ser positiva (1,5%), registam-se também variações descendentes dos volumes por trimestre de 8,0% e -5,4%, respetivamente, para o primeiro e segundo trimestres.

Evidenciam-se assim melhorias na sinistralidade registada durante o período de confinamento para três dos quatro principais segmentos analisados, o que está diretamente relacionado com as alterações na exposição aos riscos cobertos. Contudo, deve notar-se a natureza temporária destes efeitos, sendo expetável a retoma para níveis de sinistralidade próximos dos registados num quadro de normalidade. No entanto, tendo em conta a atual persistência de condicionantes significativas para a atividade económica e a vida em sociedade, a incerteza sobre a evolução futura da sinistralidade é elevada, existindo mesmo fatores que a possam vir a agravar – por exemplo, no seguro automóvel, a sinistralidade rodoviária decorrente de um maior recurso a viatura própria por condutores não habituais, ou, no seguro de doença, a maior frequência ou gravidade de problemas de saúde resultantes do adiamento da realização de consultas ou exames, em ambos os casos por receios de contágio por exposição a aglomerados de pessoas.

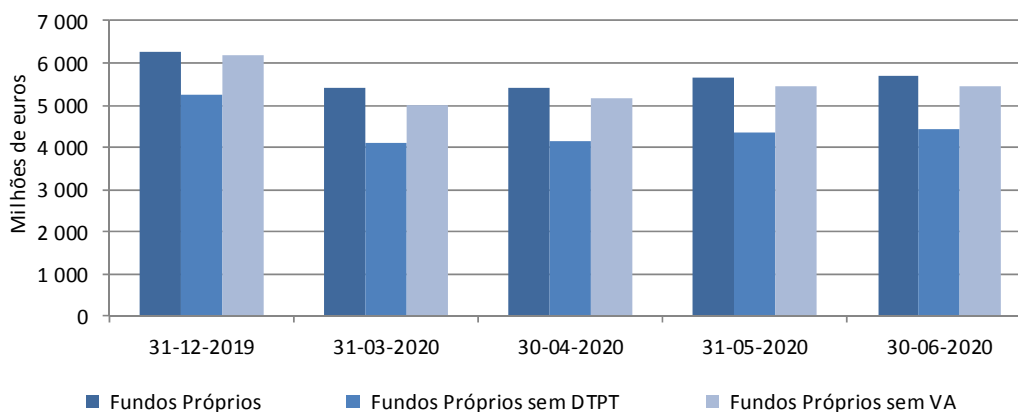
Figura 3.23 - Evolução mensal dos custos com sinistros dos ramos Não Vida





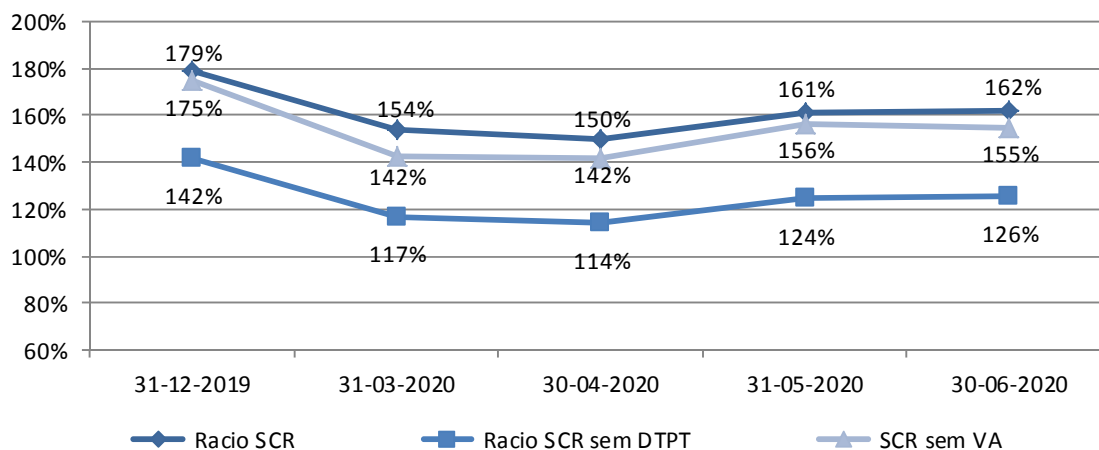
De acordo com os reportes extraordinários enviados pelas empresas de seguros à ASF, evidenciou-se uma redução dos fundos próprios elegíveis para a cobertura do SCR de 568 milhões de euros, entre dezembro de 2019 e junho de 2020. Esta evolução foi transversal à grande maioria dos operadores e centrada na queda abrupta dos mercados financeiros em março de 2020.

Figura 3.24 - Fundos Próprios Elegíveis para cobertura do SCR



No final do primeiro trimestre de 2020, observou-se uma queda do rácio global de solvência de 25 pontos percentuais face à posição no final do ano de 2019. No entanto, nos meses subsequentes, é visível uma recuperação gradual, refletindo a valorização dos títulos acionistas, assim como o decréscimo da generalidade das *yields* de dívida pública e privada, mantendo-se, contudo, o efeito desfavorável de redução da estrutura temporal das taxas de juro sem risco. No final de junho de 2020, o rácio global de cobertura do SCR alcançou 162%, ainda assim inferior em 17 pontos percentuais ao registo do final de 2019.

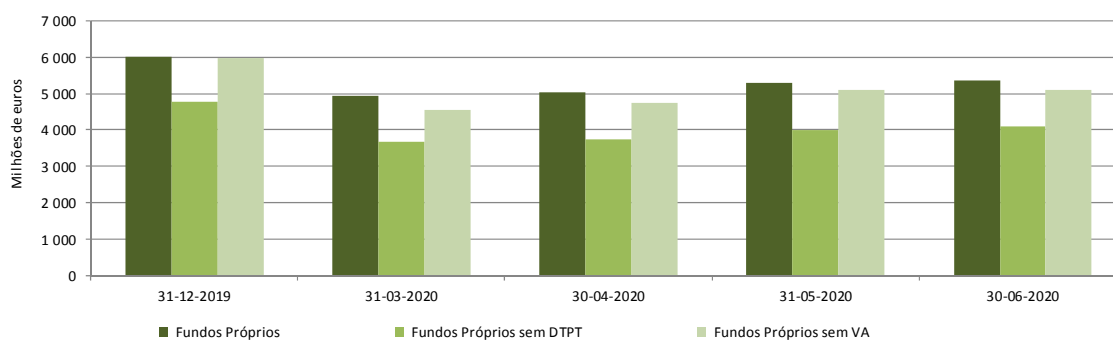
Figura 3.25 - Rácio de cobertura do SCR



No que respeita às medidas relativas às garantias de longo prazo, registou-se um alargamento do efeito do VA, conforme expectável num contexto de queda dos mercados financeiros (neste caso, com a subida de *spreads* a coexistir com níveis extremamente reduzidos de taxas de juro sem risco), bem como um aumento da dependência da dedução transitória às provisões técnicas (DTPT).

Neste âmbito, refira-se que algumas empresas de seguros solicitaram a aprovação da ASF para a utilização do VA temporário¹⁸, com data de efeito a 30 de junho de 2020, o que deverá contribuir para mitigar os impactos sobre a posição de solvência agregada do mercado segurador.

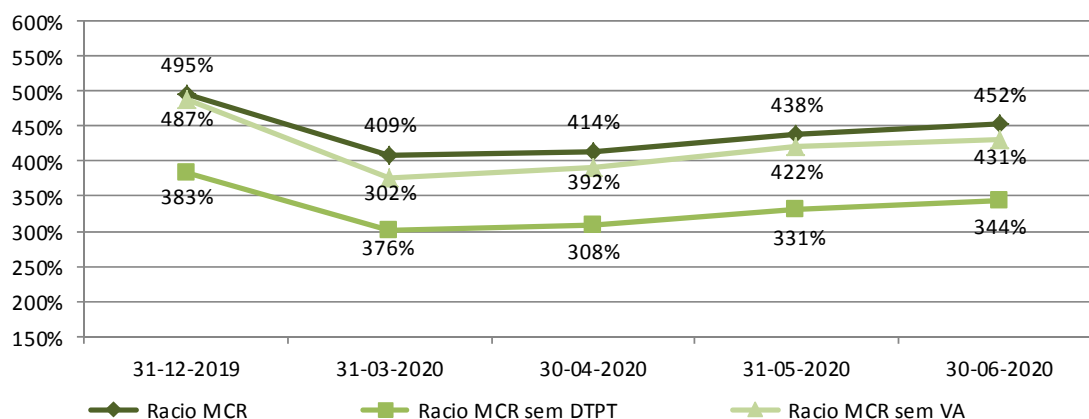
Figura 3.26 - Fundos Próprios Elegíveis para cobertura do MCR



¹⁸ A norma regulamentar n.º 6/2020-R, de 4 de junho, prevê, em casos excecionais devidamente justificados, a possibilidade de submissão de novos pedidos de aplicação do regime transitório relativo às taxas de juro sem risco e da DTPT, bem como de dispensa temporária da verificação de critérios e da apresentação de certos elementos dos pedidos para a aplicação do VA à estrutura temporal das taxas de juro sem risco relevante:

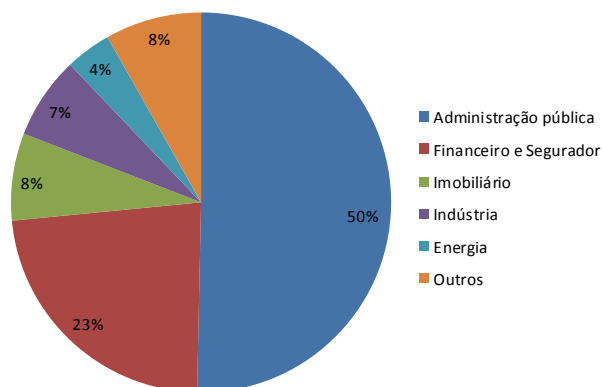
https://www.asf.com.pt/NR/rdonlyres/BF6106DB-1554-4931-AA39-AC2A3FC138E0/0/NormaRegulamentar6_2020_altera%C3%A7%C3%A3odaNormaRegulamentar6_2015.pdf

Figura 3.27 - Rácio de cobertura do MCR



Tendo em consideração a concentração dos ativos detidos pelas empresas de seguros por setor de atividade, a 31 de março de 2020, o setor segurador português, numa perspetiva global, não parece estar significativamente exposto às atividades que sofreram o maior embate direto das medidas de confinamento – designadamente, aviação, casinos e jogos e turismo –, alertando-se, todavia, que, como grandes investidores institucionais, não estarão imunes a perdas decorrentes dos efeitos de segunda ordem e das consequências macroeconómicas sobre o emprego e o endividamento das empresas financeiras e não financeiras.

Figura 3.28 - Concentração de ativos por setor de atividade económica



Caixa 2 - Análise de sensibilidade a cenários de *downgrade* das notações externas de risco de crédito – potenciais impactos sobre o setor segurador

Os investimentos em dívida pública e privada estão hoje sob forte pressão e, em muitos casos, poderá não ser possível evitar uma queda do nível do *rating* que lhes está associado, o que terá impacto na desvalorização do valor desses ativos, com reflexo na posição de solvência das empresas de seguros.

De modo a avaliar os impactos potenciais sobre a carteira de títulos de dívida detida pelo setor segurador português, foram testados dois cenários que refletem potenciais choques nos custos de financiamento de mercado. O cenário 1 reflete, de forma transversal, os receios em torno da sustentabilidade da dívida, afetando os custos de financiamento em diferentes geografias e maturidades, com um aumento das *yields* de 100 pontos base nos títulos de dívida pública portuguesa, espanhola e italiana e em todos os títulos de dívida privada. O cenário 2 foca-se nos títulos de dívida classificados com CQS 3, sendo testado um aumento mais severo das *yields*, de 200 pontos base, para todos os títulos de dívida com notação de risco de crédito no referido patamar (*BBB*).

No final do primeiro trimestre de 2020, as exposições¹⁹ das carteiras de investimentos das empresas de seguros a títulos de dívida obrigacionista, pública e privada, correspondiam a cerca de 44% e 27%, respetivamente, denotando aumentos de 2 e 1 pontos percentuais, pela mesma ordem, face a dezembro de 2019. Em março de 2020, aproximadamente 58% da carteira de títulos de dívida detida pelo setor segurador apresentava uma notação de risco de crédito de *BBB* (mais 2,3 pontos percentuais face ao trimestre anterior), sendo que a grande maioria diz respeito a títulos de dívida pública portuguesa e italiana.

¹⁹ Os valores apresentados têm como base a carteira total de investimentos das empresas de seguros, a 31 de março de 2020, incluindo os afetos a seguros ligados. Não foram consideradas as exposições indiretas, devido a limitações de informação.

Figura 3.29 - Caracterização da componente obrigacionista das carteiras de investimento das empresas de seguros, no final do primeiro trimestre de 2020

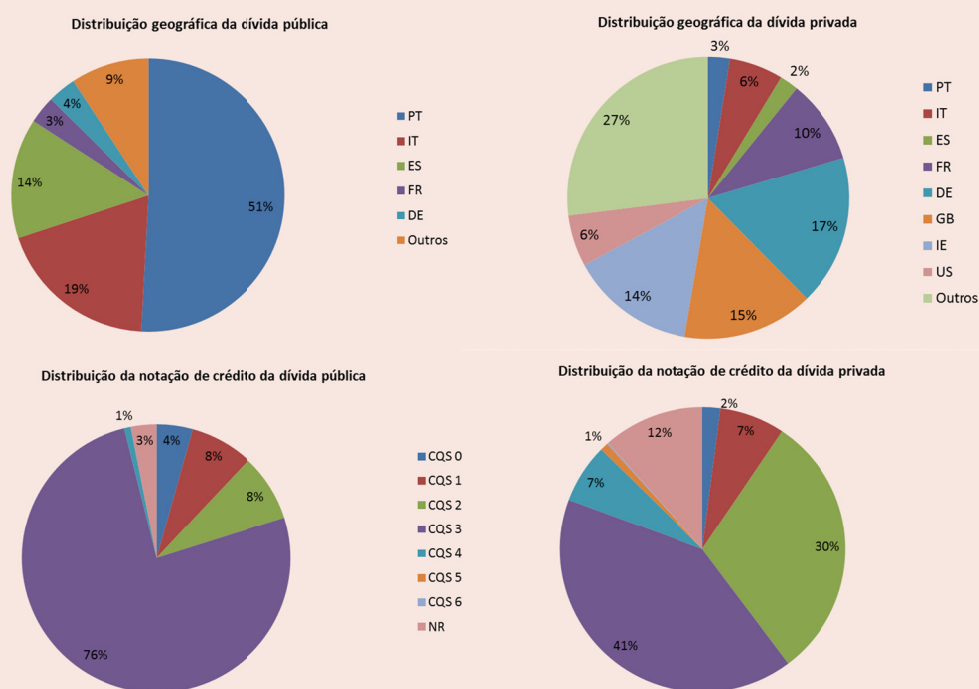
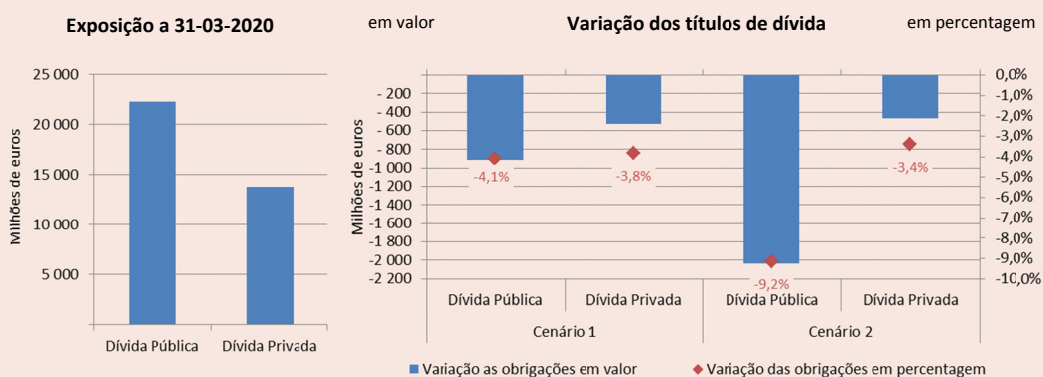


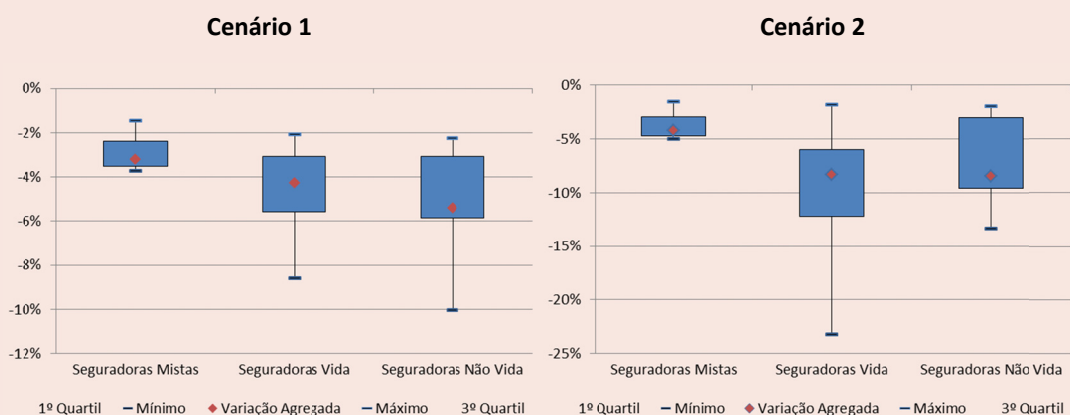
Figura 3.30 - Impactos agregados no valor dos títulos das empresas de seguros sujeitos ao choque



Em termos globais, verifica-se que o cenário 2 é mais severo do que o cenário 1, gerando um impacto agregado total de -6,9%, face a -4,0%.

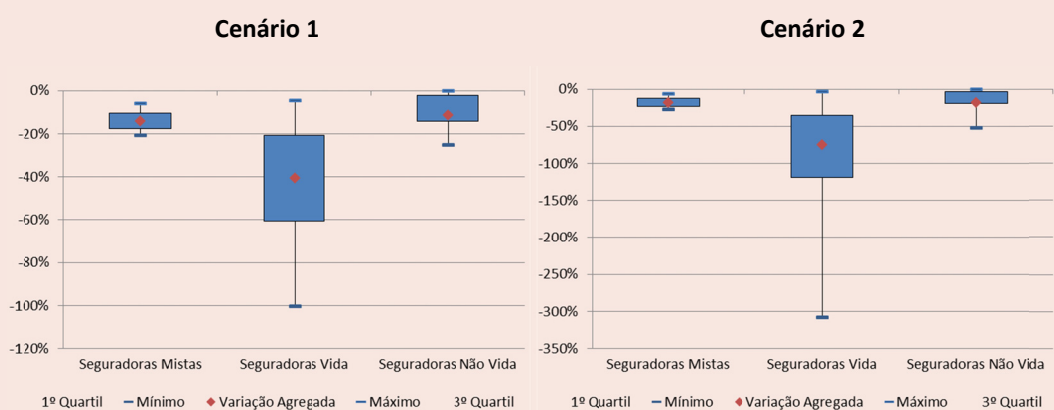
As empresas de seguros que operam exclusivamente nos ramos Não Vida estão tendencialmente mais expostas a um alargamento geral dos prémios de risco (nos moldes do cenário 1), enquanto o cenário 2 gera impactos mais substanciais no caso das empresas de seguros que operam exclusivamente no ramo Vida.

Figura 3.31 - Impactos individuais no valor dos títulos das empresas de seguros sujeitos ao choque



Da comparação dos impactos individuais com o valor dos fundos próprios de cada empresa de seguros, e excluindo os produtos ligados, são as entidades Vida as mais penalizadas pela materialização de ambos os cenários. Não obstante, salienta-se que a análise apresentada confere apenas uma visão parcial das interações e impactos totais, dada a impossibilidade de incorporar aspetos mitigantes, como a capacidade de absorção das provisões técnicas e dos impostos diferidos, bem como ações de *de-risking* a implementar pelas empresas de seguros.

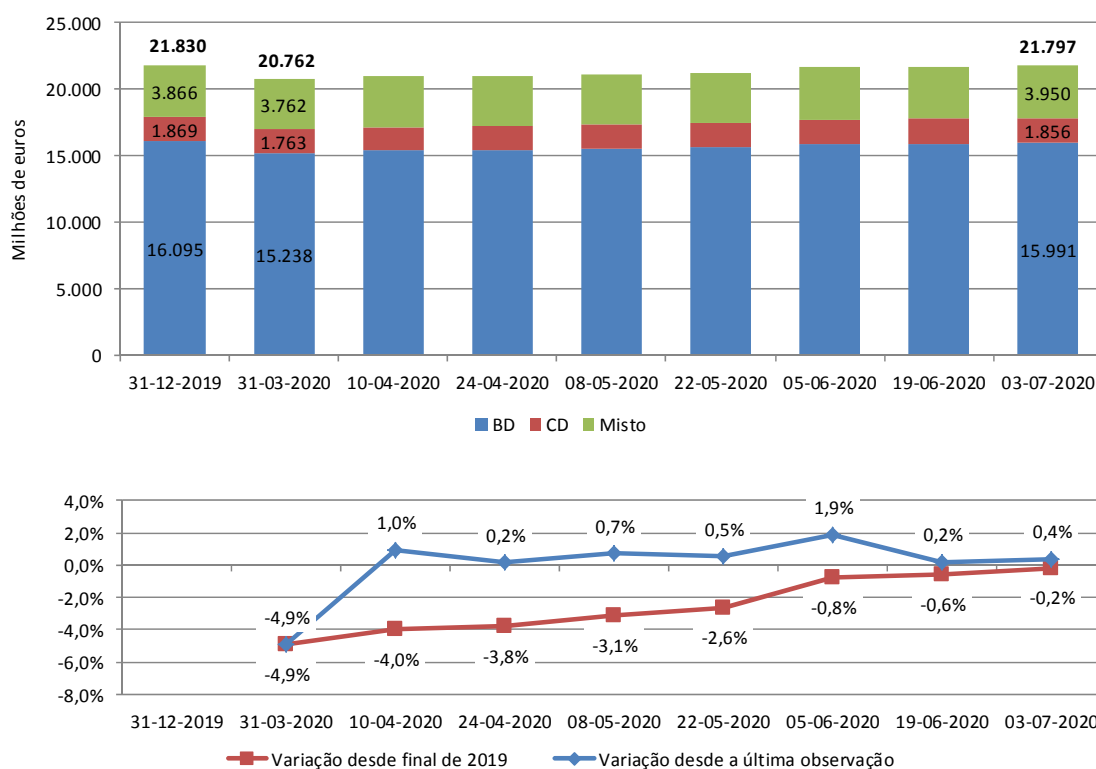
Figura 3.32 - Distribuição dos impactos individuais sobre o valor dos fundos próprios das empresas de seguros



3.4 Impactos no setor dos fundos de pensões

Refletindo a evolução dos mercados financeiros durante o período em análise, o valor sob gestão dos fundos de pensões apresentou uma quebra de 4,9% no primeiro trimestre de 2020, tendo, desde então, sido registada uma recuperação gradual, conforme se ilustra na figura seguinte.

Figura 3.33 - Evolução do montante dos fundos de pensões

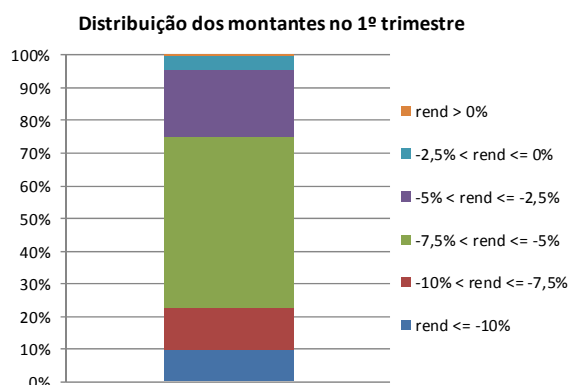


Em comparação com o trimestre homólogo, as contribuições e os benefícios pagos aumentaram nos primeiros três meses de 2020, respetivamente, 63,9% e 9,6%, para 560,5 milhões de euros e 204,9 milhões de euros.

É de realçar que o volume de entregas relativas a adesões individuais quase triplicou face ao primeiro trimestre de 2019, em resultado do comportamento observado em três fundos abertos em particular. Tal terá contribuído para o acréscimo de 2,9% dos montantes geridos no âmbito das adesões individuais, ainda que o desempenho financeiro, no mesmo período, tenha sido negativo.

Com efeito, no primeiro trimestre do ano, a rentabilidade média do setor dos fundos de pensões situou-se nos -6,3%, tendo-se apurado uma rentabilidade igual ou inferior a -5% em relação a cerca de 75% do valor total do património dos fundos de pensões.

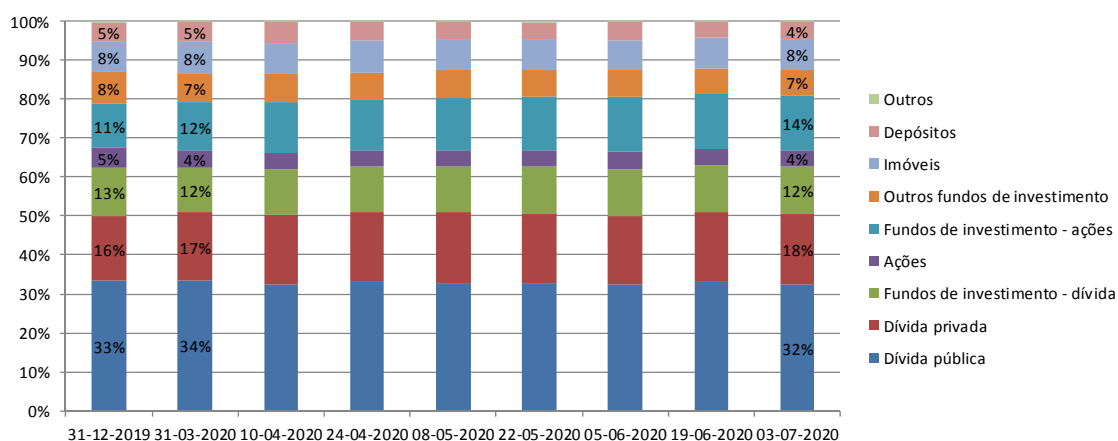
Figura 3.34 - Rendibilidade dos fundos de pensões no primeiro trimestre de 2020²⁰



A distribuição da carteira de investimentos dos fundos de pensões, em função das principais categorias de ativos, manteve-se relativamente estável durante o período em análise.

No entanto, é de referir que a quebra de 4,9% apurada no primeiro trimestre do ano de 2020 decorreu essencialmente da desvalorização dos títulos de dívida pública (-4,6%) e dos fundos de investimento, com exceção dos fundos de investimento baseados em ações (-12,9%). Relativamente à componente acionista, enquanto a exposição direta contraiu 19,6%, o valor dos fundos de investimento baseados em ações apresentou um acréscimo de 4,2%, o que deverá refletir um reforço do investimento nesta categoria por um número reduzido de fundos de pensões.

Figura 3.35 - Composição da carteira de investimentos

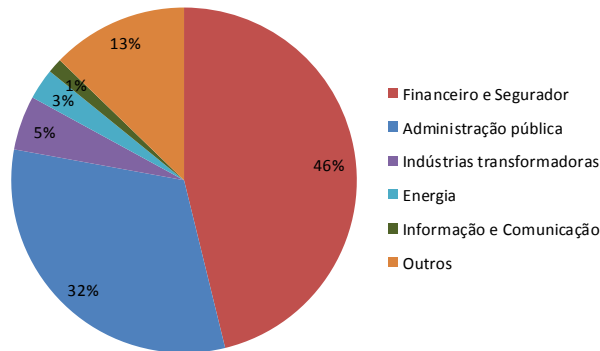


De um modo global, considerando a alocação dos investimentos a 31 de março de 2020, o setor dos fundos de pensões não apresenta uma exposição significativa às atividades mais diretamente afetadas pelas medidas de combate ao COVID-19, como sejam os

²⁰ A rendibilidade média apresentada corresponde à média ponderada pelo valor dos fundos de pensões ou da respetiva quota-parte.

setores da aviação, casinos e jogos e turismo, não estando, contudo, isento dos efeitos indiretos ou de segunda ordem.

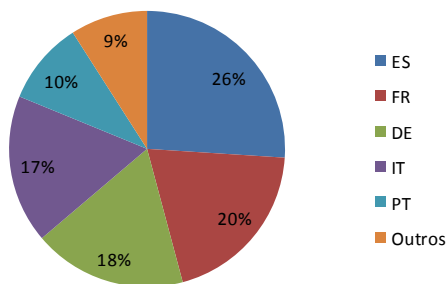
Figura 3.36 - Distribuição dos ativos por setor de atividade económica no final do primeiro trimestre de 2020



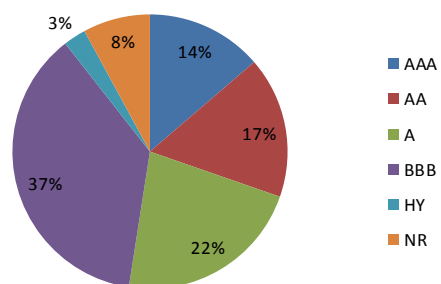
Em relação à componente obrigacionista, que representava, no final de março de 2020, sensivelmente metade da carteira de investimentos dos fundos de pensões, 37% correspondia a títulos com notação de risco de crédito de BBB, com vulnerabilidade acrescida a um cenário de revisão em massa das notações externas de risco de crédito.

Figura 3.37 - Caracterização da componente obrigacionista das carteiras de investimento dos fundos de pensões no final do primeiro trimestre de 2020

Distribuição geográfica da dívida pública



Distribuição por rating das obrigações

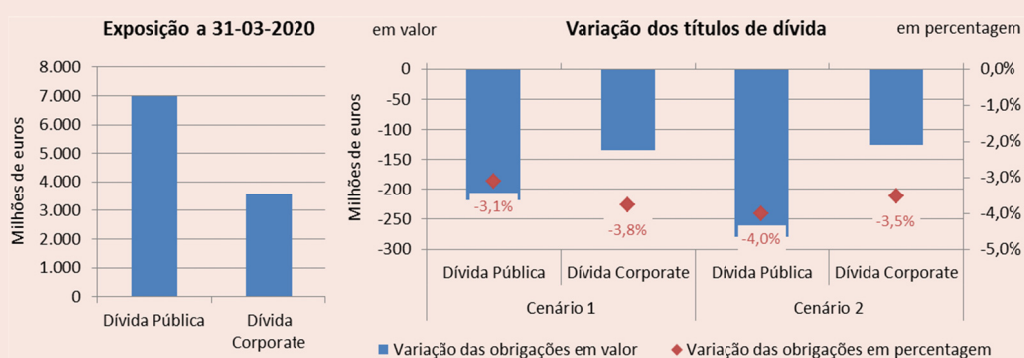


Caixa 3 - Análise de sensibilidade a cenários de *downgrade* das notações externas de risco de crédito – potenciais impactos sobre o setor de fundos de pensões

À semelhança da análise realizada para o setor segurador (Caixa 2) apresenta-se, em seguida, os resultados para idênticos dois cenários de *downgrade* dos títulos de dívida, designadamente:

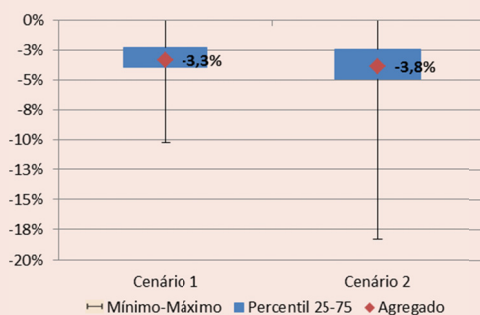
- Cenário 1 – Subida da *yield curve* em 100 pontos base para todos os títulos de dívida privada e para os títulos de dívida pública de Portugal, Itália e Espanha;
- Cenário 2 – Subida da *yield curve* em 200 pontos base para todos os títulos de dívida pública e privada com notação de risco de crédito BBB.

Figura 3.38 - Impactos agregados no valor dos títulos dos fundos de pensões sujeitos ao choque



A materialização do cenário 2 mostrar-se-ia mais gravosa, com um impacto agregado de -3,8% sobre o valor da componente obrigacionista (que compara com -3,3% do cenário 1), e com maior dispersão de impactos por fundo de pensões.

Figura 3.39 - Impactos individuais no valor dos títulos dos fundos de pensões sujeitos ao choque



No que respeita ao valor das responsabilidades dos planos de BD, as *yields* da dívida privada com notação de risco AA – referencial usado pela generalidade do mercado para a definição das taxas de desconto a aplicar na avaliação das responsabilidades no cenário de financiamento – apresentaram um comportamento bastante volátil no primeiro semestre de 2020, com uma subida expressiva na segunda quinzena de março, a que se seguiu um decréscimo gradual para níveis próximos dos observados no final de 2019.

Figura 3.40 - Evolução das *yields* da dívida privada AA, para a maturidade de 15 anos



Dada a incerteza quanto à evolução futura das taxas de referência e de outros pressupostos financeiros, não é possível determinar, à data, qual o sentido e a magnitude que eventuais ajustamentos nos pressupostos de avaliação poderão ter sobre o valor das responsabilidades, face à situação verificada no final de 2019.

Como tal, não é possível estimar a pressão adicional que as necessidades de financiamento dos planos de BD poderão colocar sobre os associados de fundos de pensões, sendo expetável que a crise económica decorrente do impacto do surto pandémico COVID-19 possa também afetar negativamente a sua capacidade de financiamento.

De igual modo, é provável que fatores como o aumento da taxa de desemprego e a redução do rendimento disponível das famílias venham a ter um efeito negativo no volume das contribuições voluntárias para os planos de pensões, aspeto que a ASF continuará a monitorizar.

4 Análise temática

4.1 Resultados nacionais do exercício europeu de *Stress Test* das IORP

4.1.1 Enquadramento

No início de abril de 2019, a EIOPA lançou o terceiro exercício europeu de *Stress Test* ao setor das Instituições de Realização de Planos de Pensões Profissionais (IORP), com data de referência de 31 de dezembro de 2018²¹. Em Portugal, as IORP correspondem aos fundos de pensões que financiam planos de pensões profissionais, abrangendo, portanto, fundos de pensões fechados e adesões coletivas a fundos de pensões abertos.

O principal objetivo do *Stress Test* foi o de analisar a resiliência e potenciais vulnerabilidades do setor das IORP a nível europeu, abrangendo tanto os planos de BD / híbridos (módulo BD), como os planos de contribuição definida (CD) puros (módulo CD).

Uma das áreas *core* do exercício consistiu na avaliação do impacto de um cenário adverso de evolução dos mercados financeiros sobre a situação de financiamento e a sustentabilidade dos planos de pensões incluídos no módulo BD, considerando, por um lado, as bases de avaliação e os requisitos de financiamento definidos a nível nacional, e, por outro, a metodologia comum de avaliação proposta pela EIOPA, que permite apresentar uma visão mais comparável dos resultados obtidos nos diferentes países.

No âmbito do módulo BD, procurou-se ainda investigar a forma como os mecanismos de recuperação nacionais possibilitam a absorção dos choques ao longo do tempo, através de uma análise da distribuição dos *cash flows* relativos ao apoio financeiro do associado e aos mecanismos de ajustamento dos benefícios, com o intuito de compreender o efeito indireto que o cenário adverso pode ter sobre os associados, participantes e beneficiários e, conseqüentemente, o risco de propagação dos choques à economia real.

Quanto ao módulo CD, para além da mensuração do impacto do cenário adverso no valor das carteiras de investimento das IORP, realizou-se também um exercício de simulação para estimar o efeito dos choques nos benefícios futuros a receber pelos participantes.

O *Stress Test* foi ainda complementado por duas análises transversais a todas as IORP.

Uma das análises visou explorar as potenciais reações das IORP ao cenário adverso em termos da alocação esperada das carteiras de investimento, de modo a identificar potenciais comportamentos comuns que possam ser relevantes para a estabilidade dos mercados financeiros.

²¹ O relatório da EIOPA foi publicado a 17 de dezembro de 2019 e pode ser consultado em: https://www.eiopa.europa.eu/occupational-pensions-stress-test-2019_en

Por outro lado, pela primeira vez num exercício europeu, realizou-se uma análise em matéria de fatores ESG²², com vista a efetuar um ponto de situação das práticas já implementadas pelas IORP nesse âmbito e, numa ótica quantitativa, aferir a exposição das carteiras de investimento das IORP aos diferentes setores económicos, no sentido de estimar, ainda que com reconhecidas limitações, a pegada de carbono desses investimentos.

Nos próximos pontos serão apresentados os principais resultados para o conjunto de fundos de pensões portugueses que participaram neste exercício, incluindo, sempre que relevante, a comparação com os correspondentes resultados a nível europeu. É de ressaltar que, pela sua representatividade na amostra, o agregado europeu é fortemente dominado pelos resultados da Holanda no que se refere ao módulo BD, ao passo que a Itália é o país com maior peso relativamente ao módulo CD²³.

4.1.2 Âmbito de participação

O *Stress Test* foi conduzido em 19 países do Espaço Económico Europeu²⁴, incluindo Portugal. Em relação à taxa de participação, a EIOPA estabeleceu, para o módulo BD, uma percentagem mínima de 60% do total de ativos desse subsetor e, para o módulo CD, de 50% do total de ativos desse subsetor.

Em Portugal, o *Stress Test* é aplicável aos fundos de pensões que financiam planos profissionais. No final de 2018, este segmento de mercado equivalia, em termos de montantes geridos, a 9% do PIB nacional, cobrindo cerca de 3% da população ativa portuguesa.

A nível nacional, o exercício contou com a participação de 7 fundos de pensões no módulo BD e de 17 fundos de pensões no módulo CD, combinando assim um total de 24 fundos de pensões distribuídos por oito entidades gestoras. Em termos do volume de ativos, a taxa de participação nacional foi igual a 75,4%, no módulo BD, e a 51,5%, no módulo CD, superando as percentagens mínimas estabelecidas pela EIOPA.

4.1.3 Caracterização do cenário adverso

O cenário adverso de evolução dos mercados financeiros foi desenvolvido pelo Comité Europeu do Risco Sistémico (ESRB), em colaboração com o BCE²⁵. Os choques testados

²² *Environmental, social and governance.*

²³ Em termos do volume de ativos, a Holanda tem um peso de 77% na amostra do módulo BD e, a Itália, um peso de 52% na amostra do módulo CD.

²⁴ AT, BE, CY, DE, DK, ES, FI, FR, GR, IE, IT, LI, LU, NL, NO, PT, SE, SI e SK.

²⁵ https://www.eiopa.europa.eu/sites/default/files/financial_stability/occupational_pensions_stress_test/2019/esrb_adverse_scenario_for_eiopa_iorp_esma_mmf_stress_testing_exercises_in_2019.pdf

visaram refletir um cenário de reavaliação abrupta e significativa dos prémios de risco, caracterizado por:

- uma subida da estrutura temporal das taxas de juro sem risco, sobretudo no curto prazo;
- um choque significativo aos *spreads* de obrigações emitidas por soberanos europeus, incluindo Portugal;
- um aumento significativo dos *spreads* das obrigações privadas; e
- uma queda abrupta do preço dos ativos enquadrados nas categorias *equity* e *property*.

A título de referência, são apresentados, em seguida, os principais choques testados.

Figura 4.1 - Choques relativos às taxas de juro sem risco

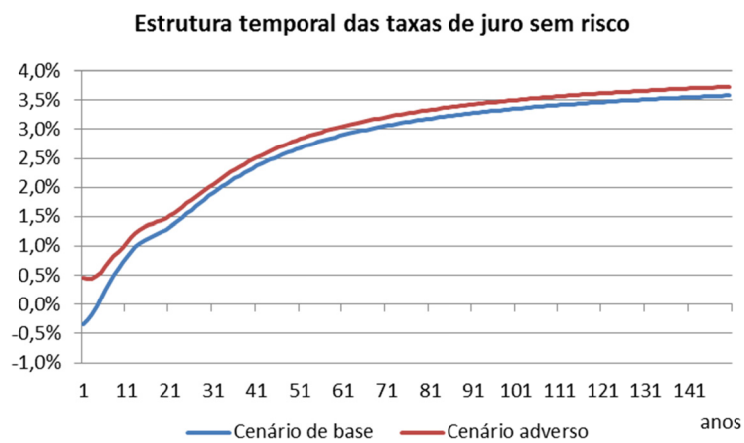


Figura 4.2 - Choques relativos às *yields* das obrigações soberanas e privadas

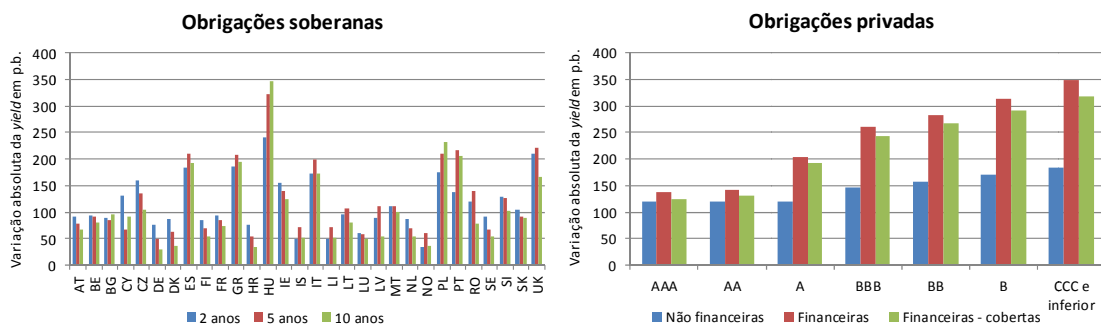


Figura 4.3 - Choques relativos ao imobiliário

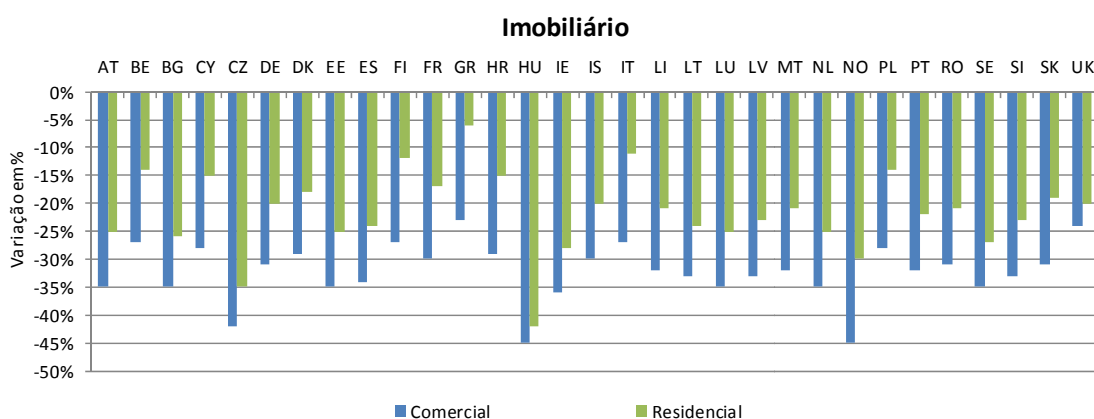


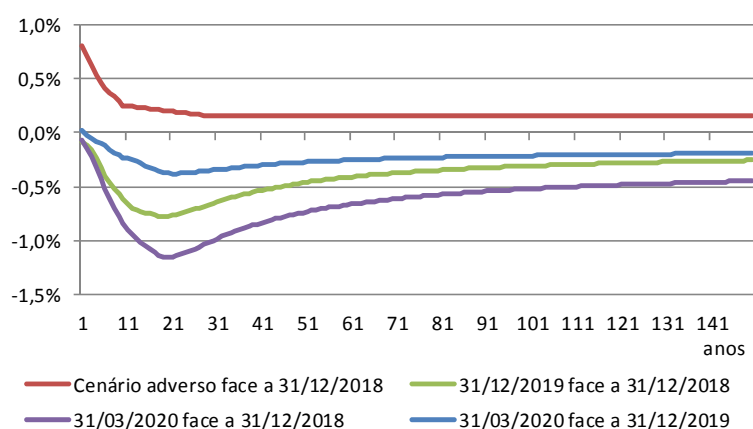
Figura 4.4 - Choques relativos a outras classes de ativos

| Variação em % | |
|--|------|
| REITs (Real estate investment trusts) | |
| UE | -38% |
| EUA | -35% |
| Outros | -35% |
| Ações (listadas) | |
| UE | -38% |
| EUA | -47% |
| Outros mercados desenvolvidos | -24% |
| Mercados emergentes | -46% |
| Investimentos alternativos | |
| Private equity (não listado) | -32% |
| Commodities | -47% |
| Hedge funds | -32% |

4.1.4 Comparação do cenário adverso do Stress Test das IORP com os desenvolvimentos observados sob a pandemia de COVID-19

Atendendo à recente evolução desfavorável dos mercados financeiros em resultado do surto pandémico COVID-19, apresenta-se em seguida, a título de referência, a comparação do cenário adverso testado no Stress Test com a evolução dos principais fatores de risco considerados nesse contexto.

Figura 4.5 - Variação da estrutura temporal das taxas de juro sem risco



No que respeita à estrutura temporal das taxas de juro sem risco, ao contrário das expectativas aquando da calibragem do cenário adverso, o que se verificou, mesmo durante o ano 2019, foi uma descida adicional do nível dessas taxas. Tal significa que, *ceteris paribus*, os impactos do *Stress Test* são, a este nível, mais adversos do lado dos ativos e mais favoráveis do lado dos passivos do que os movimentos experienciados na realidade de 2020.

Em relação às restantes variáveis em que a comparação é possível, conclui-se que o cenário adverso testado no *Stress Test* é globalmente mais severo que o impacto do surto pandémico COVID-19 até à data.

Figura 4.6 - Obrigações soberanas (principais exposições para o setor dos fundos de pensões)

| Maturidade | Variação absoluta da <i>yield</i> em p.b. | | | | | | | | |
|------------|---|-----|-----|-----------------------------------|----|----|-----------------------------------|-----|----|
| | Cenário adverso | | | Variação máxima face a 31/12/2018 | | | Variação máxima face a 31/12/2019 | | |
| | 2 | 5 | 10 | 2 | 5 | 10 | 2 | 5 | 10 |
| PT | 137 | 216 | 205 | 55 | 46 | 10 | 81 | 101 | 96 |
| ES | 184 | 210 | 193 | 38 | 29 | 11 | 55 | 67 | 76 |
| IT | 173 | 200 | 173 | 100 | 20 | 20 | 154 | 137 | 96 |
| FR | 94 | 86 | 75 | 2 | 1 | 3 | 19 | 34 | 24 |
| DE | 76 | 50 | 30 | 9 | -2 | 2 | 1 | 4 | -1 |

Nota: Variação máxima até 15/07/2020.

Figura 4.7 - Obrigações privadas

| | Cenário adverso | Variação absoluta da <i>yield</i> em p.b. | |
|-----|-----------------|---|-----------------------------------|
| | | Variação máxima face a 31/12/2018 | Variação máxima face a 31/12/2019 |
| AAA | 127 | 6 | 75 |
| AA | 131 | 49 | 107 |
| A | 173 | 67 | 142 |
| BBB | 216 | 48 | 163 |
| HY | 271 | 392 | 589 |

Nota: Variação máxima até 15/07/2020 (Índices iBoxx EUR). Comparação com os choques simplificados por *rating*.

Figura 4.8 - Choques acionistas

| | Cenário adverso | Variação máxima face a 31/12/2018 | Variação máxima face a 31/12/2019 |
|-------------------------------|-----------------|-----------------------------------|-----------------------------------|
| UE | -38% | -21% | -36% |
| EUA | -47% | -5% | -28% |
| Outros mercados desenvolvidos | -24% | -16% | -31% |
| Mercados emergentes | -46% | -16% | -29% |

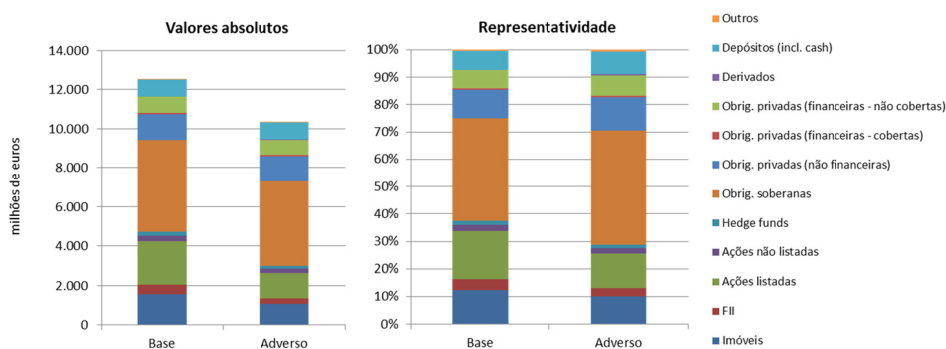
Nota: Variação máxima até 15/07/2020 (Índices Euro Stoxx 50, S&P 500, MSCI *World* (ex. EUA) e MSCI *Emerging Markets*).

4.1.5 Principais resultados do módulo BD

4.1.5.1 Impacto sobre as carteiras de investimento

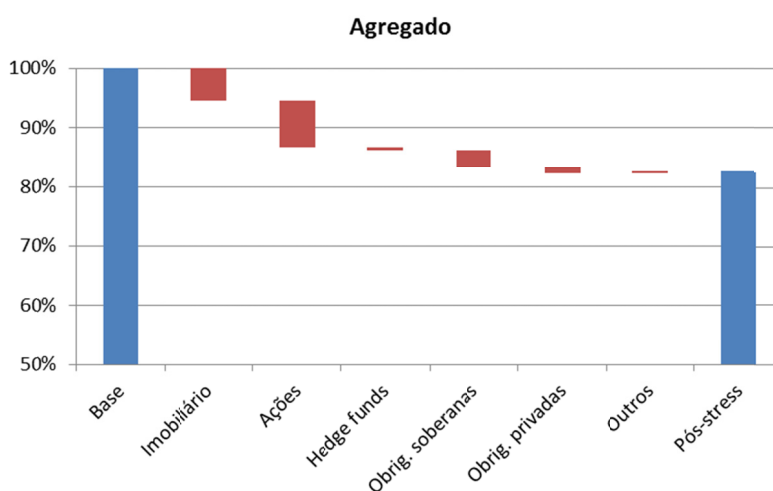
Na perspetiva das carteiras de investimento, a aplicação do cenário adverso aos fundos de pensões nacionais participantes no módulo BD do *Stress Test* conduziu, em termos agregados, a uma diminuição de 17,5% do respetivo valor, que compara com um impacto médio de 23% a nível europeu.

Figura 4.9 - Composição da carteira de investimentos da amostra nacional de fundos de pensões



Atendendo a que mais de um terço da carteira de investimentos da amostra em causa se refere a ativos imobiliários (i.e. imóveis e fundos de investimento imobiliário) e ações, e dada a severidade dos choques aplicáveis a esses ativos, são essas as categorias que mais contribuíram para a redução do valor da carteira, no seu conjunto de cerca de 13%.

Figura 4.10 - Decomposição da variação do valor da carteira de investimentos da amostra nacional de fundos de pensões



4.1.5.2 Impacto sobre o *National Balance Sheet* (NBS)

O impacto do cenário adverso no valor das responsabilidades e no nível de financiamento das mesmas, de acordo com o regime prudencial em vigor a nível nacional, pode ser analisado sob duas métricas distintas:

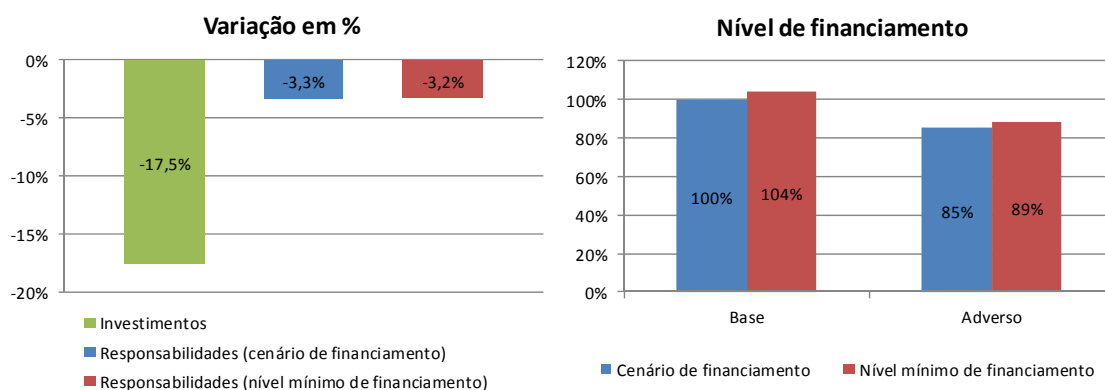
- Responsabilidades (cenário de financiamento): valor das responsabilidades com pensões em pagamento e por serviços passados, calculado de acordo com os pressupostos do cenário de financiamento;
- Responsabilidades (nível mínimo de financiamento): valor das responsabilidades com pensões em pagamento e por serviços passados, financiado de acordo com as regras do nível mínimo de financiamento estabelecidas na Norma Regulamentar da ASF n.º 21/1996, de 5 de dezembro, ou, quando aplicável, com as exigências mínimas previstas em regulamentação específica²⁶.

Para além dos choques sobre os ativos, o cenário adverso prevê uma subida da estrutura temporal das taxas de juro sem risco, o que, para a amostra nacional, se traduz num

²⁶ Relativamente aos fundos de pensões pertencentes ao setor bancário, a aplicação das regras definidas no Aviso n.º 12/2001, do Banco de Portugal, conduzia, no final de 2018, a responsabilidades superiores às resultantes da aplicação das regras estabelecidas na Norma Regulamentar da ASF n.º 21/1996, de 5 de dezembro, pelo que foram consideradas essas exigências para efeitos de cálculo do nível mínimo de financiamento.

aumento da taxa de desconto média relativa ao cenário de financiamento, de 1,96%, no cenário de base, para 2,17% no adverso. A reavaliação das responsabilidades a taxas de desconto mais elevadas levaria a uma diminuição de cerca de 3% do valor das mesmas, o que, em termos de cálculo do nível de financiamento, permite mitigar ligeiramente o impacto da redução de 17,5% do valor dos ativos.

Figura 4.11 - Variação do valor da carteira de investimentos e das responsabilidades, e nível de financiamento, para a amostra nacional de fundos de pensões



Para ambas as métricas apresentadas, a nível nacional, o cenário adverso conduziria a uma descida de cerca de 15 pontos percentuais do nível de financiamento, na perspetiva do cenário de financiamento, de 100% no cenário de base, para 85% no cenário adverso, e, relativamente ao nível mínimo de financiamento, de 104% no cenário de base, para 89% no cenário adverso.

A nível europeu, foram apurados rácios de financiamento de 102% no cenário de base, e de 82% no cenário adverso. No entanto, importa frisar que esses valores não são diretamente comparáveis com os resultados nacionais, uma vez que, para o setor das IORP, não existe um regime prudencial harmonizado à escala europeia²⁷.

4.1.5.3 Impacto sobre o *Common Balance Sheet* (CBS)

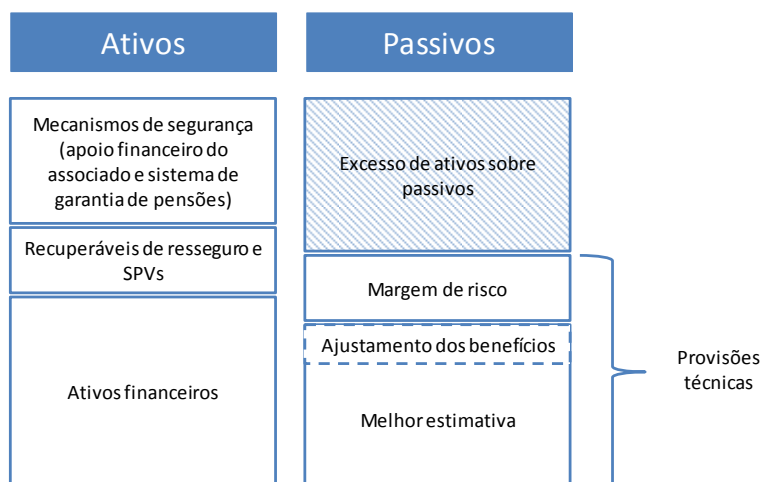
No *Stress Test*, procurou-se testar o impacto do cenário adverso considerando a metodologia comum de avaliação dos ativos e dos passivos desenvolvida pela EIOPA²⁸ - assente em princípios económicos - designadamente o desconto dos *cash flows* das responsabilidades utilizando a estrutura temporal das taxas de juro sem risco, e incluindo o reconhecimento dos mecanismos de segurança e de ajustamento dos benefícios eventualmente existentes. Essa metodologia visa, no contexto europeu, a formação de

²⁷ A Diretiva (UE) 2016/2341 (Diretiva IORP II) visa uma harmonização mínima, pelo que as regras de avaliação dos ativos e passivos e os requisitos de financiamento são essencialmente determinados a nível nacional.

²⁸ <https://www.eiopa.europa.eu/content/eu-institutions-common-framework-risk-assessment-and-transparency-iorps>.

uma base comparável entre as IORP dos vários países, tendo em conta a diversidade de regimes nacionais.

Figura 4.12 - Visão global do balanço subjacente à metodologia comum



No regime prudencial em vigor em Portugal, a avaliação dos ativos que compõem o património dos fundos de pensões já assenta, salvo algumas exceções, na abordagem do justo valor, pelo que a aplicação da metodologia comum não teve impacto visível no valor da carteira de investimentos da amostra nacional.

Contudo, relativamente às responsabilidades, a alteração para uma avaliação à taxa de juro sem risco, com uma diminuição da taxa de desconto média de 1,96% no NBS, para 1,15% no CBS, conduziu a um aumento de cerca de 9% do montante das provisões técnicas (melhor estimativa).

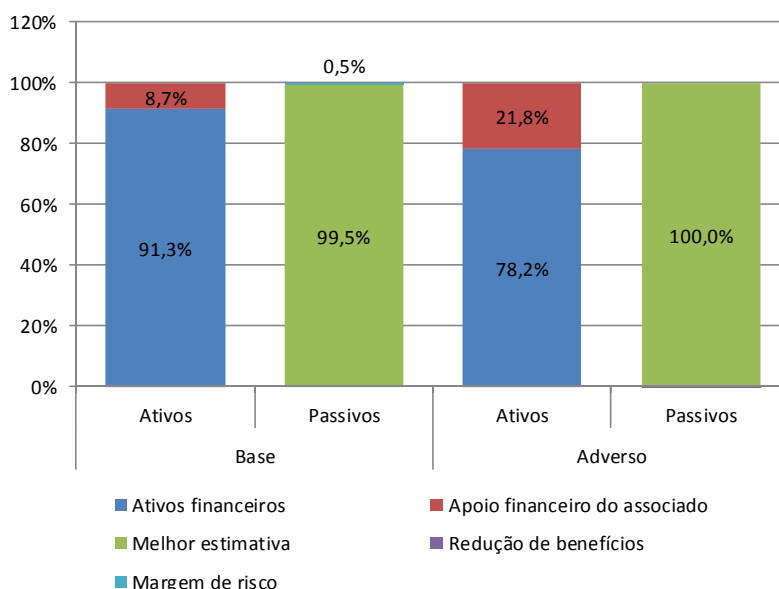
O aumento do valor das provisões técnicas (melhor estimativa) resultante da reavaliação à taxa de juro sem risco levou a que, mesmo no cenário de base, cinco dos sete fundos de pensões nacionais passassem a apresentar uma situação de insuficiência de financiamento.

Ainda sem considerar o efeito de quaisquer mecanismos de segurança e de redução dos benefícios, apurou-se, para o conjunto nacional, um montante de défice entre o valor dos ativos e das responsabilidades correspondente a 8,7% e 21,8% do total das responsabilidades, respetivamente, no cenário de base e no cenário adverso. Estes valores comparam com défices de, respetivamente, 4% e 21% para o agregado europeu.

No contexto nacional, o principal mecanismo de segurança e de ajustamento dos benefícios existente, para efeitos de reposição do nível de financiamento, é a realização de contribuições adicionais pelos associados, tendo-se apurado um valor do apoio

financeiro do associado praticamente idêntico à diferença entre o valor dos ativos e das responsabilidades²⁹.

Figura 4.13 - Peso das componentes do balanço subjacente à metodologia comum em percentagem do valor das responsabilidades, para a amostra nacional de fundos de pensões



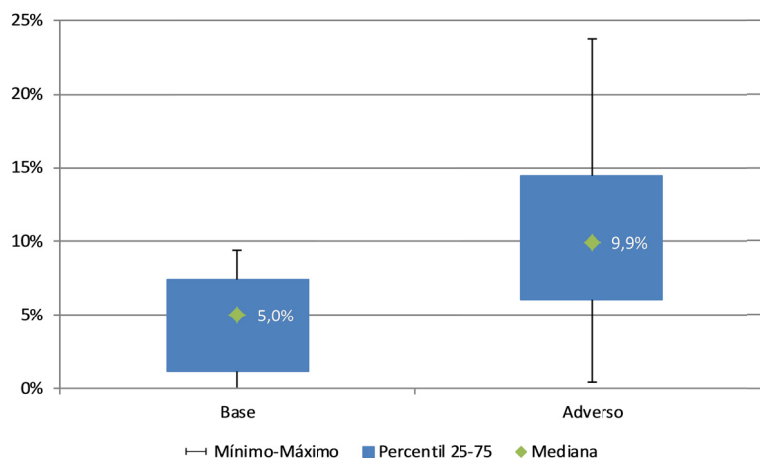
Considerando que as necessidades de financiamento adicionais têm o potencial de colocar pressão sobre posição financeira e / ou de solvência dos associados, uma das análises realizadas pela EIOPA para avaliar esse efeito de propagação dos riscos, com os consequentes impactos negativos sobre a economia, consistiu na comparação da dimensão do apoio financeiro do associado reconhecido no balanço subjacente à metodologia comum com o valor de mercado do associado reportado pelas IORP.

Aplicando a mesma análise aos fundos de pensões nacionais participantes, conclui-se que o valor do apoio financeiro do associado representa, para todos os casos, menos de 10% do valor de mercado dos associados³⁰ no cenário de base, situando-se abaixo dos 25% no cenário adverso.

²⁹ A redução dos benefícios apenas foi considerada, com um efeito quase imaterial, num dos fundos, para colmatar o défice remanescente após inclusão do valor do apoio financeiro do associado. Nos restantes casos, foi aplicada a *balancing item approach* que, por definição, permite igualar o valor do apoio financeiro do associado ao montante do défice.

³⁰ Para as empresas não cotadas, as especificações do exercício previam a possibilidade de as IORP usarem aproximações para estimar o valor de mercado dos associados, como por exemplo, através do recurso a *book values*.

Figura 4.14 - Distribuição do valor do apoio financeiro do associado em percentagem do valor de mercado do associado para a amostra nacional de fundos de pensões



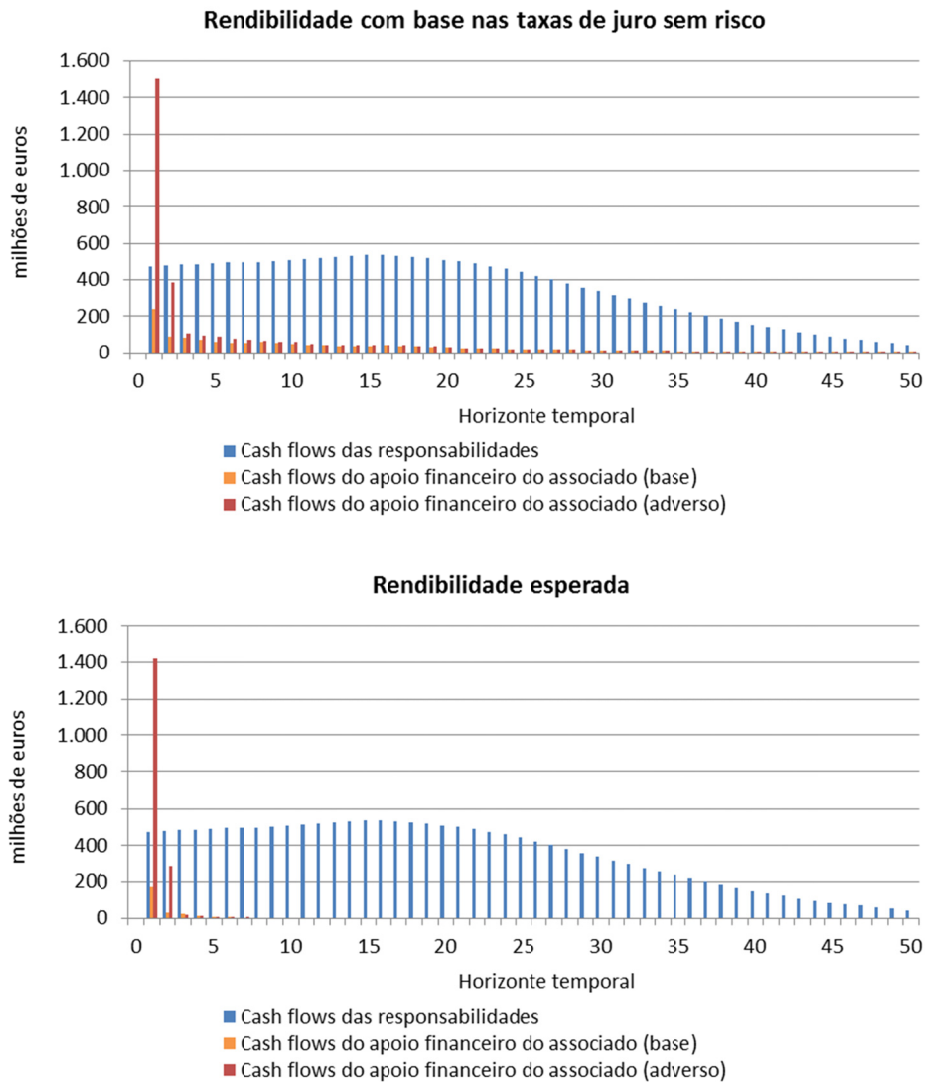
Na análise da dimensão do valor do apoio financeiro do associado, importa ter em atenção que este resultado representa o valor atual esperado deste mecanismo, sendo que, na prática, a realização de contribuições adicionais pode ser feita ao longo do tempo, designadamente no contexto de um plano de recuperação.

Com vista a avaliar a magnitude e o desenvolvimento ao longo do tempo dos *cash flows* decorrentes dos mecanismos de segurança e de ajustamento dos benefícios, a EIOPA decidiu alargar a análise de *cash flows* das responsabilidades já realizada no *Stress Test* de 2017, no sentido de incluir também a projeção destes *cash flows* adicionais.

A determinação dos mesmos depende essencialmente dos regimes nacionais em vigor, tendo a EIOPA optado por fixar pressupostos comuns relativos ao retorno dos investimentos, num primeiro caso, com base em *taxas forward* apuradas a partir da estrutura temporal das taxas de juro sem risco e, num segundo caso, adicionando prémios de risco às *taxas forward* de modo a estabelecer a rendibilidade esperada para as principais classes de ativos.

Apresentam-se, em seguida, os *cash flows* relativos ao apoio financeiro dos associados reportados para a amostra de fundos de pensões nacional, tendo como ponto de partida o *stock* das responsabilidades no final de 2018, *i.e.* sem considerar responsabilidades por serviços futuros e entradas de novos participantes.

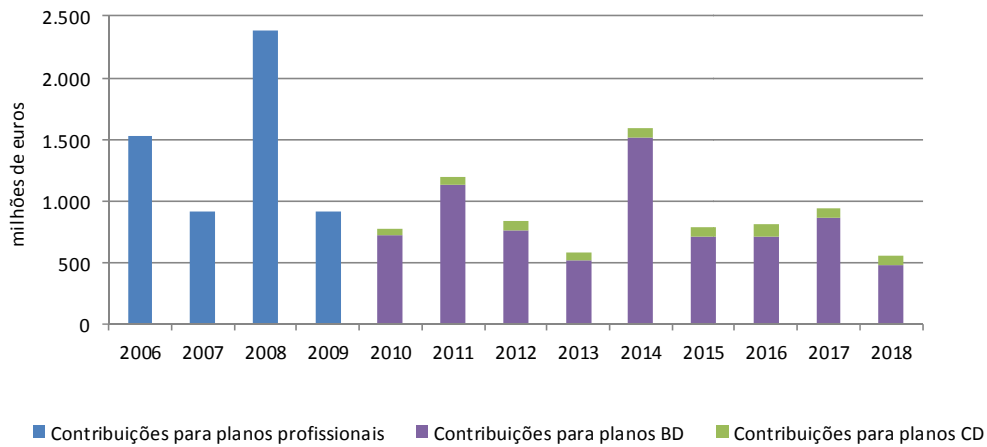
Figura 4.15 - Projeção dos *cash flows* das responsabilidades e do apoio financeiro do associado para a amostra nacional de fundos de pensões



A expectativa é a de que as contribuições adicionais dos associados ocorram sobretudo nos primeiros anos após o *stress*, principalmente logo após a data de avaliação.

De um modo geral, estes resultados tendem a refletir a experiência passada a nível nacional, onde se verificaram aumentos significativos das contribuições em 2008, na sequência do impacto da crise financeira internacional e, mais recentemente, em 2014, em resultado da revisão generalizada da taxa de desconto aplicada no cenário de financiamento.

Figura 4.16 - Evolução das contribuições para os planos de pensões profissionais em Portugal



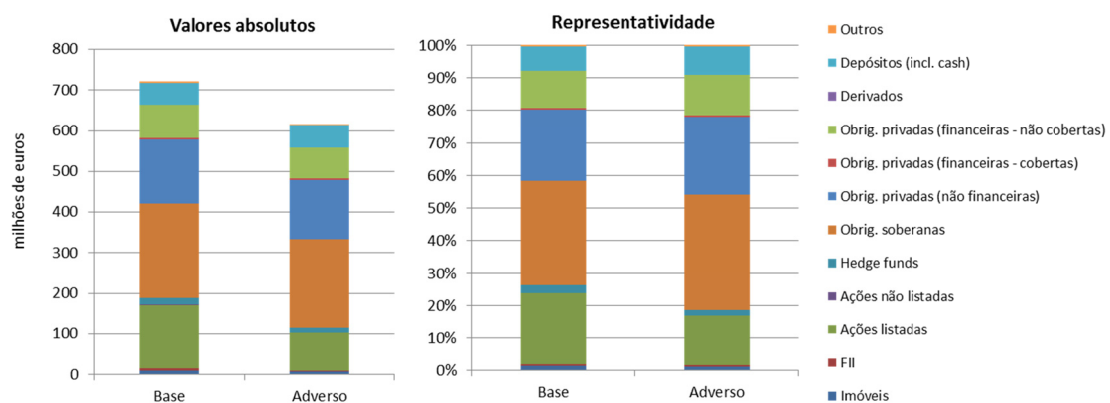
De realçar que a figura anterior expõe as tendências ao nível do mercado, existindo naturalmente situações individuais que necessitam de um tempo de recuperação mais alargado.

4.1.6 Principais resultados do módulo CD

4.1.6.1 Impacto sobre as carteiras de investimento

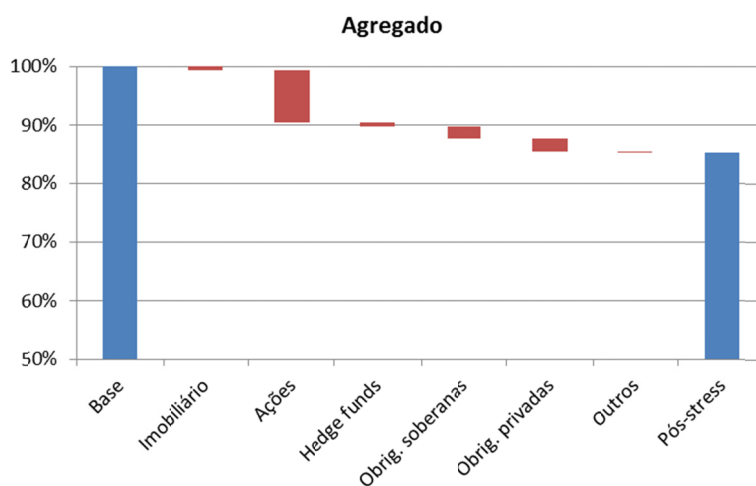
Em termos agregados, a aplicação do cenário adverso ao conjunto dos fundos de pensões nacionais participantes no módulo CD do *Stress Test* conduziu a uma redução de 14,6% do valor da respetiva carteira de investimentos, que compara com uma compressão de 17% a nível europeu.

Figura 4.17 - Composição da carteira de investimentos da amostra nacional de fundos de pensões



O principal impacto verifica-se na categoria de ações, com uma diminuição de 8,9%, seguindo-se, com uma variação bastante mais limitada, as obrigações privadas e soberanas, com reduções de 2,3% e 1,9%, respetivamente.

Figura 4.18 - Decomposição da variação do valor da carteira de investimentos da amostra nacional de fundos de pensões



4.1.6.2 Exercício de simulação

Esta componente do módulo CD visa aferir o impacto do cenário adverso nos benefícios futuros a receber por três participantes representativos, a 35, 20 e 5 anos da idade de reforma, utilizando uma ferramenta de projeção desenvolvida pela EIOPA.

Parte dos pressupostos são introduzidos pelas entidades gestoras (*e.g.* valor da conta individual e nível salarial à data de referência do exercício, taxa de contribuição, custos e comissões com impacto no valor das contas individuais, composição da carteira de investimentos, etc.) e os restantes definidos pela EIOPA (*e.g.* inflação, retorno esperado dos investimentos, etc.).

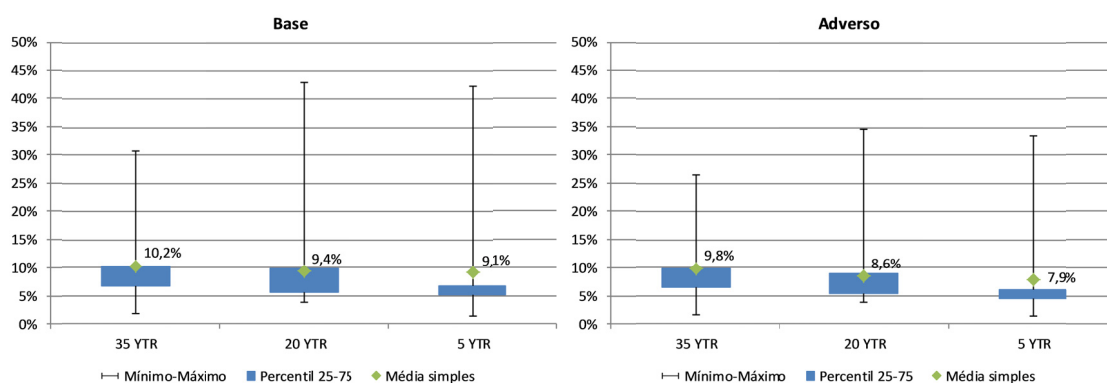
Ao nível do impacto sobre o valor estimado da conta individual à idade de reforma (*i.e.* caso o pagamento seja feito sob a forma de *lump sum*), considerando a média simples dos 17 fundos de pensões da amostra nacional, o cenário adverso teve, por um lado, um efeito positivo de 2,4% relativamente ao participante representativo a 35 anos da idade de reforma e, por outro lado, impactos negativos de, respetivamente, 1,2% e 8%, para os participantes representativos a 20 e 5 anos da idade de reforma.

Com efeito, os participantes mais próximos da idade de reforma tendem a estar mais expostos ao impacto dos choques sobre o preço de mercado dos ativos, enquanto, para o participante representativo a 35 anos da idade de reforma, o tempo de recuperação desses choques é maior, a que acresce o facto de se estar a testar um cenário de

aumento das taxas de juro sem risco, *i.e.* de aumento da rendibilidade futura dos investimentos.

Na figura seguinte são apresentados os resultados da projeção para a amostra nacional de fundos de pensões, utilizando como indicador a taxa de substituição dada pelo quociente entre a pensão estimada (sob a forma de uma renda indexada à inflação) e o salário à idade esperada de reforma, métrica que a EIOPA considerou na sua análise.

Figura 4.19 - Distribuição das taxas de substituição, para a amostra nacional de fundos de pensões



Na interpretação dos resultados deste exercício de simulação, importa ter em atenção que a projeção dos benefícios futuros a receber pelos participantes, e o impacto do cenário adverso no valor desses benefícios, se encontra fortemente dependente dos pressupostos definidos pelas entidades gestoras e pela EIOPA, relativamente às características do participante e do plano de pensões, bem como às variáveis económico-financeiras subjacentes às projeções, o que dificulta a formulação de conclusões aplicáveis ao setor como um todo.

4.1.7 Análises transversais aos módulos BD e CD

4.1.7.1 Potenciais reações ao cenário adverso na perspetiva da carteira de investimentos

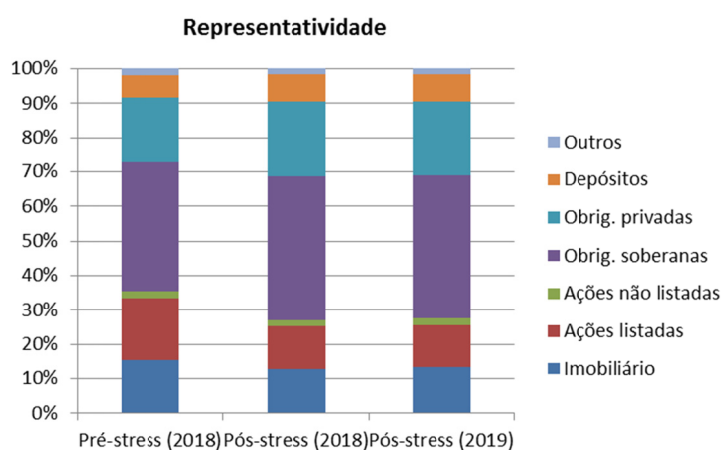
Ainda que o setor das IORP não tenha um impacto na estabilidade financeira equiparado ao observado para o setor bancário - ou mesmo para o setor segurador - pela sua dimensão a nível europeu, este setor desempenha um importante papel nos mercados financeiros.

Uma das componentes do *Stress Test* consistiu na recolha de informação qualitativa e quantitativa, para identificar comportamentos comuns (e.g. *search for yield*, *flight to quality*, etc.) e investigar o tipo de impacto que o setor das IORP pode ter sobre os mercados financeiros.

No que se refere, em particular, às potenciais reações ao cenário adverso em termos de alterações à alocação dos investimentos, para o agregado europeu foi possível constatar, em termos globais, um forte e rápido rebalanceamento da composição de ativos no cenário pós-stress, sugerindo que as IORP tendem a ter um efeito contra-cíclico. Naturalmente, o aumento do investimento em classes de ativos mais afetadas pelos choques, designadamente ações, pode expor as IORP a deteriorações adicionais dos preços dos ativos, amplificando o risco de ocorrência de perdas financeiras.

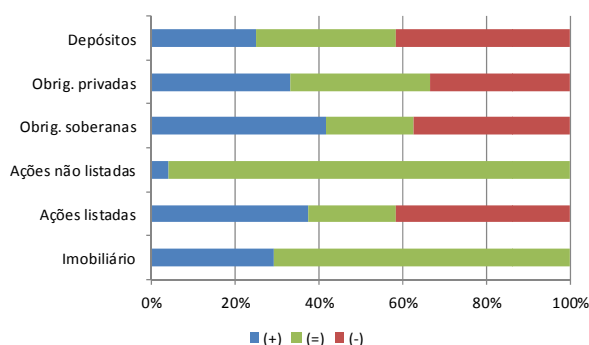
Para a amostra de fundos de pensões nacional, conforme se pode observar pela figura seguinte, a tendência é essencialmente de manutenção da alocação pós-stress, sendo de assinalar apenas um ligeiro aumento da proporção de imobiliário.

Figura 4.20 - Composição da carteira de investimentos da amostra nacional de fundos de pensões, antes e após a ocorrência do choque adverso



Esta constatação está em linha com as respostas obtidas em relação a comportamentos expectáveis de *net buying / selling* relativamente às principais classes de ativos, onde se observa alguma inclinação para a compra ou manutenção do investimento em imobiliário e, com menos expressão, ações não listadas, havendo respostas variadas em relação às restantes classes de ativos.

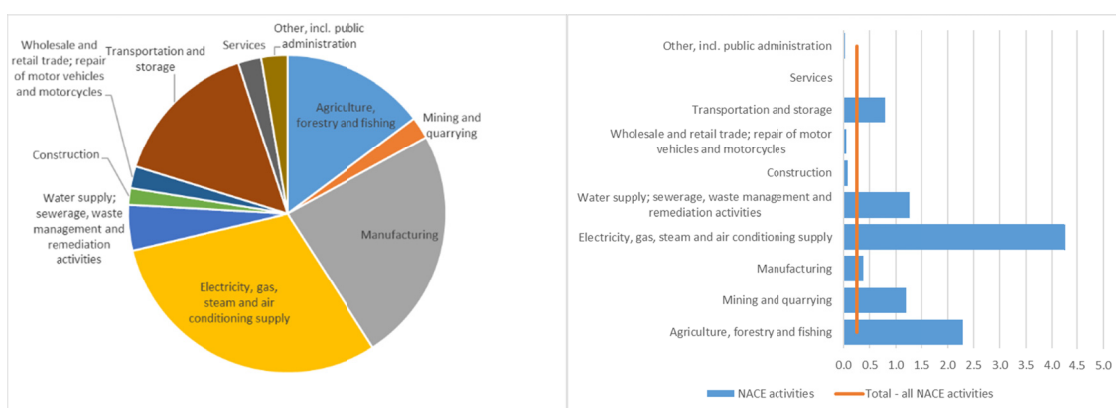
Figura 4.21 - Alterações expectáveis à estratégia de investimentos durante o ano 2019, para a amostra nacional de fundos de pensões



4.1.7.2 Exposição ESG

Por último, com vista a recolher informação sobre o tema do financiamento sustentável, as IORP participantes no *Stress Test* responderam a um questionário qualitativo sobre a inclusão, ou não, de fatores ESG nas políticas de investimento e na gestão de riscos, bem como reportaram a alocação da carteira de investimentos por grande setor económico dos emitentes, usando para esse efeito os códigos NACE³¹. A EIOPA procurou associar esta informação aos dados publicados pelo Eurostat sobre as emissões de carbono por atividade económica e, na medida do possível, estimar a pegada de carbono dos investimentos das IORP.

Figura 4.22 - Emissões de gases com efeito de estufa (toneladas) e intensidade dos gases com efeito de estufa (kg por euro), por atividade económica na União Europeia em 2017



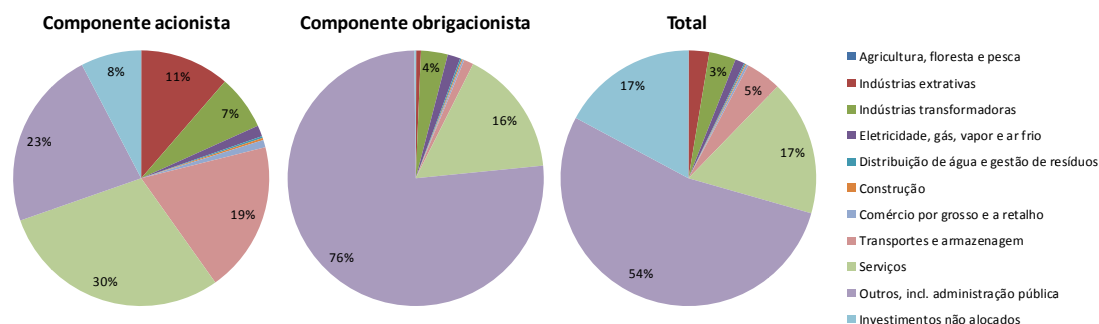
Fonte: Eurostat / EIOPA

Naturalmente, a realização de uma análise com base nos principais setores económicos tem a limitação de não permitir identificar, relativamente a cada um deles, atividades com diferentes níveis de emissões. Por este motivo, os resultados desta análise devem ser interpretados recordando os constrangimentos à sua legibilidade.

A figura seguinte ilustra a alocação, por setor económico, da carteira de investimentos dos fundos de pensões da amostra nacional.

³¹ *Statistical classification of economic activities in the European Community.*

Figura 4.23 - Distribuição da carteira de investimentos por setor económico, para a amostra nacional de fundos de pensões



Em termos globais, as exposições mais significativas apresentadas pelos fundos de pensões nacionais são aos setores Serviços e Outros, incluindo administração pública, para os quais o Eurostat considera que as emissões de gases com efeito de estufa (GEE) são reduzidas. Há também alguma exposição a indústrias, transportes e armazenagem e, com menor expressão, ao setor da eletricidade, os quais apresentam níveis mais elevados de emissões de GEE. Os investimentos não alocados correspondem essencialmente a imobiliário e depósitos (incluindo *cash*).

De referir também, relativamente ao questionário qualitativo, que em apenas seis dos 24 fundos de pensões nacionais participantes foi assinalada uma resposta positiva à questão da consideração dos fatores ESG na política de investimentos, sendo que, na maioria dos casos, tal é feito por via da exclusão de determinados tipos de investimentos, ou de investimentos em determinados setores.

4.1.8 Conclusões

O exercício europeu de *Stress Test* das IORP de 2019 teve por objetivo avaliar o impacto sobre o setor de um cenário de reavaliação abrupta e significativa dos prémios de risco, e uma subida da estrutura temporal das taxas de juro sem risco, sobretudo no curto prazo.

O cenário testado levaria a uma quebra de 17,5% no valor da carteira de investimentos dos fundos de pensões nacionais englobados no módulo BD e de 14,6%, em relação ao módulo CD, especialmente pelo efeito dos choques sobre a componente acionista.

De referir que, em 2018, o mercado português de fundos de pensões apresentou uma rendibilidade média negativa - de -0,7% para os fundos fechados e de -3,3% para os fundos abertos - em reflexo da evolução desfavorável dos mercados financeiros nesse ano. Como tal, é de sublinhar que o *Stress Test* foi aplicado a um cenário de base que já reflete essa evolução desfavorável ao longo do ano, o que contribuiu inclusivamente para uma contração do setor em 1,5%.

Relativamente ao módulo BD, do lado das responsabilidades, o choque positivo sobre as taxas de juro sem risco permitiu aliviar parcialmente a pressão do ambiente de baixas taxas de juro sobre o cálculo do valor das responsabilidades. No entanto, é de sublinhar que, ao contrário das expectativas aquando do desenho do cenário adverso, durante o ano 2019, bem como em 2020, já no contexto da pandemia COVID-19, observaram-se descidas adicionais da curva em comparação com o final de 2018.

À data de avaliação, a amostra nacional de fundos de pensões apresentava, em média, um rácio de cobertura das responsabilidades de 100% para o cenário de financiamento e de 104% para o nível mínimo de financiamento, que decresceriam, respetivamente, para 85% e 89% no cenário adverso.

A insuficiência de financiamento seria ainda mais acentuada no contexto da avaliação dos ativos e das responsabilidades segundo a metodologia comum da EIOPA, correspondendo a 8,7% e a 21,8% do valor das responsabilidades, respetivamente nos cenários de base e adverso.

Esta última abordagem, embora não seja aplicável na prática, enfatiza a importância do recurso ao apoio financeiro do associado para a reposição do nível de financiamento dos fundos de pensões nacionais, sem prejuízo da possibilidade de estabelecimento de planos de recuperação apropriados.

Neste âmbito, é de destacar que, em termos de atividade económica dos associados, o mercado português de fundos de pensões profissionais tem a especificidade de apresentar uma forte concentração em torno do setor bancário (cerca de 75% do total dos montantes geridos no final de 2018), pelo que as necessidades de financiamento adicionais têm o potencial de colocar particular pressão sobre os associados pertencentes a este setor.

Comparativamente ao exercício de *Stress Test* de 2017, onde foi testado um cenário "double hit", os impactos apurados no presente exercício revelaram-se ligeiramente menos desfavoráveis para o conjunto nacional. A título de referência, no cenário adverso do *Stress Test* de 2017 obtiveram-se rácios de cobertura das responsabilidades de 80% para o cenário de financiamento e de 85% para o nível mínimo de financiamento.

Ainda assim, os resultados do exercício continuam a evidenciar riscos e vulnerabilidades que merecem uma monitorização contínua, em especial à luz dos desenvolvimentos recentes que levaram a uma desvalorização generalizada das carteiras de investimento dos fundos de pensões, sendo ainda incerta a extensão do impacto económico do surto pandémico COVID-19 sobre a capacidade financeira dos associados para fazer face ao financiamento das responsabilidades.

No caso dos planos de CD puros, não havendo quaisquer tipos de garantias financeiras, os choques adversos de mercado são suportados na sua totalidade pelos participantes. A manutenção dos efeitos do cenário adverso testado pode traduzir-se em rendimentos na reforma, proporcionados pelas IORP, mais baixos, com potencial impacto negativo na economia, designadamente por via da contração do consumo. No entanto, a

materialização desse impacto ocorreria previsivelmente de forma gradual, ao longo do tempo, sendo a sua magnitude dependente, entre outros fatores, do peso que o segmento dos planos profissionais de CD tem no sistema de pensões de cada país.

Relativamente à análise dos comportamentos esperados em termos de alteração da composição da carteira de investimentos num cenário pós-stress, foram identificadas respostas variadas pelos participantes nacionais, tanto para o módulo BD como para o módulo CD. Numa perspetiva global, os resultados apontam para a adoção de uma estratégia eminentemente passiva, pautada pela manutenção de alocações no pós-stress.

Por último, apesar das limitações inerentes à tentativa de mensuração quantitativa da pegada de carbono dos investimentos das IORP, esta análise é vista como um ponto de partida para a realização de análises mais detalhadas sobre os riscos ESG, aspeto que terá importantes desenvolvimentos futuros no contexto da crescente relevância do tema do financiamento sustentável para o setor financeiro.



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