



# 6

## OS INVESTIMENTOS DAS EMPRESAS DE SEGUROS E DOS FUNDOS DE PENSÕES





# 6 OS INVESTIMENTOS DAS EMPRESAS DE SEGUROS E DOS FUNDOS DE PENSÕES

Mercados financeiros mundiais

## 6.1. Introdução

No seguimento da crise financeira mundial, o ano 2010 caracterizou-se pela continuação da recuperação dos mercados de capitais iniciada em 2009, embora a uma velocidade inferior.

De facto, o índice mundial da Morgan Stanley registou uma subida de 8,3% (em 2009 aumentou 26,2%). Os mercados da Europa, da América do Norte e do Pacífico apresentaram incrementos de, respetivamente, 4,5%, 12,6% e 3,4%, medidos pelos correspondentes índices acionistas Morgan Stanley Capital International. Note-se que, em 2009, verificaram-se acréscimos de 24,9%, 25,9% e 27,6%, pela mesma ordem<sup>17</sup>.

No entanto, apesar da recuperação, a instabilidade dos mercados acionistas manteve-se num patamar ainda elevado, embora com uma relativa atenuação comparativamente a 2009. Efetivamente, as volatilidades dos rendimentos diários dos índices Morgan Stanley Capital International foram de 18,6% na Europa, 17,1% na América do Norte e 14,4% no Pacífico. Em 2009, os mesmos índices tinham alcançado valores superiores, de 23,9%, 26,7% e 21,3%, respetivamente<sup>17</sup>.

A capitalização bolsista apresentou evoluções positivas nos principais índices mundiais. No mercado europeu, as bolsas com maior relevância obtiveram valorizações, destacando-se a de 18,3% da bolsa alemã<sup>18</sup>, a de 11,9% registada pela bolsa londrina<sup>19</sup>, a de 9,2% da Euronext<sup>20</sup> e a de 4,1% da bolsa suíça<sup>19</sup>. Note-se que, pelo contrário, na bolsa espanhola observou-se uma variação negativa de 12,7%<sup>19</sup>.

Mercado de capitais nacional

No que respeita à bolsa nacional, o índice PSI Geral desvalorizou 6,2%<sup>17</sup> face ao ano anterior. A sua volatilidade situou-se nos 22,4%.

## 6.2. Investimentos afetos às Provisões técnicas das empresas de seguros

No ano 2010 ocorreu um ligeiro reforço de 2,2% no valor dos ativos representativos das Provisões técnicas. Este reforço resulta do acréscimo de 5,4% no ramo Vida (exceto *unit linked*) e dos decréscimos de 1,2% nos seguros *unit linked* e de 4% nos ramos Não Vida.

Por outro lado, as Provisões técnicas registaram um aumento de 7,4% no ramo Vida (exceto *unit linked*) e uma diminuição de 1% nos ramos Não Vida. O efeito da evolução dos ativos e das Provisões técnicas resultou numa redução da cobertura das provisões em dois pontos percentuais no caso do ramo Vida (exceto *unit linked*) e de 3,6 pontos percentuais no caso dos ramos Não Vida.

<sup>17</sup> Fonte: Bloomberg.

<sup>18</sup> Fonte: World Federation of Exchange ([www.world-exchanges.org](http://www.world-exchanges.org)).

<sup>19</sup> Fonte: World Federation of Exchange ([www.world-exchanges.org](http://www.world-exchanges.org)) medido em GBP.

<sup>20</sup> Fonte: NYSE Euronext ([www.euronext.com](http://www.euronext.com)).

**Quadro 6.1** Composição dos ativos representativos das Provisões técnicas por tipo de carteira de seguros

| milhões de euros                             | Vida<br>(exceto <i>unit linked</i> ) |               | <i>Unit linked</i> |               | Não Vida     |               | Total         |               |
|--|--------------------------------------|---------------|--------------------|---------------|--------------|---------------|---------------|---------------|
|  | Montante                             | %             | Montante           | %             | Montante     | %             | Montante      | %             |
| Títulos de dívida pública e equiparados      | 10 754                               | 33,5%         | 706                | 4,6%          | 1 474        | 22,2%         | 12 935        | 23,9%         |
| Obrigações e papel comercial                 | 16 442                               | 51,2%         | 10 614             | 69,5%         | 2 584        | 38,9%         | 29 641        | 54,9%         |
| Ações e títulos de participação              | 655                                  | 2,0%          | 456                | 3,0%          | 303          | 4,6%          | 1 415         | 2,6%          |
| U.P. em fundos de investimento               | 1 230                                | 3,8%          | 2 581              | 16,9%         | 522          | 7,9%          | 4 333         | 8,0%          |
| Terrenos e edifícios                         | 100                                  | 0,3%          | 1                  | 0,0%          | 757          | 11,4%         | 858           | 1,6%          |
| Depósitos a prazo e certificados de depósito | 2 102                                | 6,5%          | 307                | 2,0%          | 347          | 5,2%          | 2 755         | 5,1%          |
| Disponibilidades à vista                     | 962                                  | 3,0%          | 411                | 2,7%          | 110          | 1,7%          | 1 482         | 2,7%          |
| Outros ativos                                | - 138                                | -0,4%         | 189                | 1,2%          | 541          | 8,2%          | 592           | 1,1%          |
| <b>Total</b>                                 | <b>32 107</b>                        | <b>100,0%</b> | <b>15 266</b>      | <b>100,0%</b> | <b>6 638</b> | <b>100,0%</b> | <b>54 011</b> | <b>100,0%</b> |
| Ativos representativos / Provisões técnicas  | 105,3%                               |               |                    |               | 114,9%       |               |               |               |
| Investimentos afetos / Provisões técnicas    | 95,4%                                |               |                    |               | 84,5%        |               |               |               |

O montante das obrigações privadas e papel comercial regrediu 2,7 mil milhões de euros no total das carteiras, passando a representar 54,9% do montante global dos investimentos. Este decréscimo foi compensado pelo aumento do valor investido em títulos de dívida pública e equiparados (3,1 mil milhões de euros), sendo atualmente 23,9% (um crescimento de 5,3 pontos percentuais face a 2009). O peso relativo das restantes classes de ativos não conheceu alterações significativas, com diferenças inferiores a um ponto percentual em qualquer dos casos.

Segregando a análise por tipo de carteira de seguros (*Vida*, *unit linked* e *Não Vida*), observa-se uma tendência geral de redução do peso do montante investido em obrigações privadas e papel comercial e de aumento do peso relativo da dívida soberana. No caso do ramo *Vida* é de destacar o incremento do investimento em dívida pública, contribuindo fortemente para o acréscimo do valor registado nessa rubrica para a totalidade dos ativos. Observa-se ainda que a carteira afeta aos ramos *Não Vida* continua a apresentar um maior grau de diversificação.

### 6.2.1. Análise por origem setorial e geográfica dos ativos

**Análise setorial** Na concentração dos ativos por setor económico mantém-se, no ano em análise, a importância da exposição a emissões de empresas da área financeira. Cerca de 75,9% do total (uma descida de 0,5 pontos percentuais em relação a 2009, que resultou principalmente do ramo *Vida*) é efetivamente investido nesse setor.

No caso particular das empresas de seguros pertencentes a grupos bancários nacionais, a exposição à indústria financeira variou entre os 53% e os 96%, com uma média de 74%, ou seja, superior ao valor dos restantes operadores (66%).

**Quadro 6.2** Investimentos em obrigações e ações por setor de atividade do emitente

| Setor Económico                           | Vida<br>(exceto <i>unit linked</i> ) |               |               | <i>Unit linked</i> |               |               | Não Vida      |               |               |
|---|--------------------------------------|---------------|---------------|--------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
|   | 2008                                 | 2009          | 2010          | 2008               | 2009          | 2010          | 2008          | 2009          | 2010          |
| Atividades financeiras                    | 75,7%                                | 74,1%         | 73,0%         | 76,4%              | 82,2%         | 82,2%         | 67,3%         | 68,5%         | 72,2%         |
| <i>Asset Backed Securities</i>            | 0,8%                                 | 0,4%          | 0,5%          | 1,5%               | 1,1%          | 0,9%          | 0,5%          | 0,2%          | 0,1%          |
| Comunicações                              | 4,4%                                 | 4,6%          | 4,1%          | 1,1%               | 1,5%          | 1,4%          | 6,2%          | 5,8%          | 3,8%          |
| Indústria                                 | 1,8%                                 | 2,7%          | 2,9%          | 7,1%               | 2,6%          | 2,5%          | 4,1%          | 4,9%          | 3,3%          |
| Materiais básicos                         | 1,5%                                 | 1,5%          | 1,4%          | 3,5%               | 3,7%          | 3,9%          | 1,5%          | 2,2%          | 1,8%          |
| <i>Mortgage securities</i>                | 0,7%                                 | 0,6%          | 0,4%          | 0,3%               | 0,3%          | 0,2%          | 0,6%          | 0,3%          | 0,3%          |
| Produção e dist. eletricidade, gás e água | 5,8%                                 | 7,5%          | 8,4%          | 2,3%               | 2,3%          | 2,4%          | 7,4%          | 6,2%          | 7,7%          |
| Produção e distribuição de combustíveis   | 1,3%                                 | 1,9%          | 2,1%          | 0,1%               | 0,2%          | 0,2%          | 2,6%          | 2,7%          | 2,7%          |
| Produtos consumíveis                      | 4,9%                                 | 4,7%          | 5,6%          | 2,2%               | 3,1%          | 3,4%          | 5,9%          | 6,4%          | 7,0%          |
| Outras atividades                         | 3,0%                                 | 2,0%          | 1,7%          | 5,6%               | 3,0%          | 3,0%          | 3,8%          | 2,9%          | 1,1%          |
|   | <b>100,0%</b>                        | <b>100,0%</b> | <b>100,0%</b> | <b>100,0%</b>      | <b>100,0%</b> | <b>100,0%</b> | <b>100,0%</b> | <b>100,0%</b> | <b>100,0%</b> |

Em relação aos restantes segmentos de atividade económica, estes apresentam uma estrutura semelhante à verificada em anos anteriores.

Para avaliar o comportamento do setor financeiro, alvo de maior concentração nas carteiras das empresas de seguros, podem ser utilizados os índices Morgan Stanley Capital International (MSCI) e PSI Geral<sup>21</sup>. Enquanto o MSCI Financials Europe desvalorizou 9,9%, no mercado nacional, o índice PSI Geral Financeiro obteve uma variação de -29,9%.

### Tipologia dos fundos de investimento

Embora os fundos de investimento potenciem o efeito de diversificação (tanto por classe, como por setor alvo) e apesar de o peso relativo desta classe no total das aplicações ter registado um ligeiro aumento comparativamente a 2009, este instrumento manteve o seu peso na carteira das empresas de seguros.

Dos fundos mobiliários detidos pelas empresas de seguros, 49,4% correspondem a organismos de investimento coletivo em valores mobiliários harmonizados.

Relativamente aos fundos imobiliários, denotou-se um acréscimo de 5,7% no valor investido face ao ano anterior, tendo o mesmo sido mais acentuado na carteira dos ativos afetos aos ramos Não Vida. É ainda de salientar uma redução de 24,2% dos montantes investidos em *hedge funds*, sendo a diminuição mais significativa registada na carteira Vida.

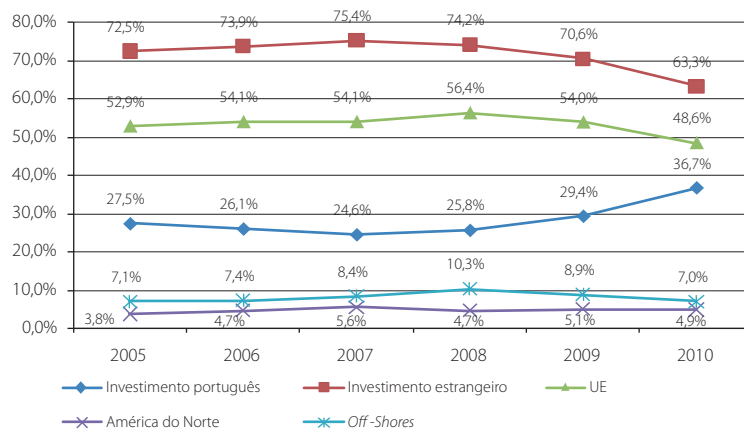
**Quadro 6.3** Aplicações em fundos de investimento por orientação setorial

| Orientação setorial | Vida<br>(exceto <i>unit linked</i> ) |               |               | <i>Unit linked</i> |               |               | Não Vida      |               |               |
|---------------------|--------------------------------------|---------------|---------------|--------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
|                     | 2008                                 | 2009          | 2010          | 2008               | 2009          | 2010          | 2008          | 2009          | 2010          |
| Ações               | 22,7%                                | 14,4%         | 14,7%         | 32,8%              | 37,5%         | 38,0%         | 18,4%         | 18,4%         | 18,8%         |
| Obrigações          | 33,3%                                | 42,6%         | 40,1%         | 37,1%              | 38,1%         | 41,2%         | 33,0%         | 32,6%         | 25,5%         |
| Imobiliário         | 30,1%                                | 31,7%         | 36,7%         | 24,1%              | 19,7%         | 16,5%         | 47,0%         | 47,2%         | 49,9%         |
| <i>Hedge funds</i>  | 13,0%                                | 9,7%          | 6,4%          | 2,4%               | 2,2%          | 2,0%          | 1,2%          | 1,1%          | 1,1%          |
| Outros              | 0,8%                                 | 1,6%          | 2,1%          | 3,6%               | 2,5%          | 2,2%          | 0,3%          | 0,7%          | 4,6%          |
|                     | <b>100,0%</b>                        | <b>100,0%</b> | <b>100,0%</b> | <b>100,0%</b>      | <b>100,0%</b> | <b>100,0%</b> | <b>100,0%</b> | <b>100,0%</b> | <b>100,0%</b> |

### Análise geográfica

Nos gráficos seguintes – Gráficos 6.1 e 6.2 – procede-se à análise da dispersão geográfica das obrigações de dívida pública e privada, das ações e das unidades de participação, excluindo-se as restantes rubricas, como por exemplo os Depósitos e os Terrenos e edifícios, que se localizam na sua quase totalidade em Portugal.

**Gráfico 6.1** Evolução da origem geográfica dos ativos representativos das Provisões técnicas



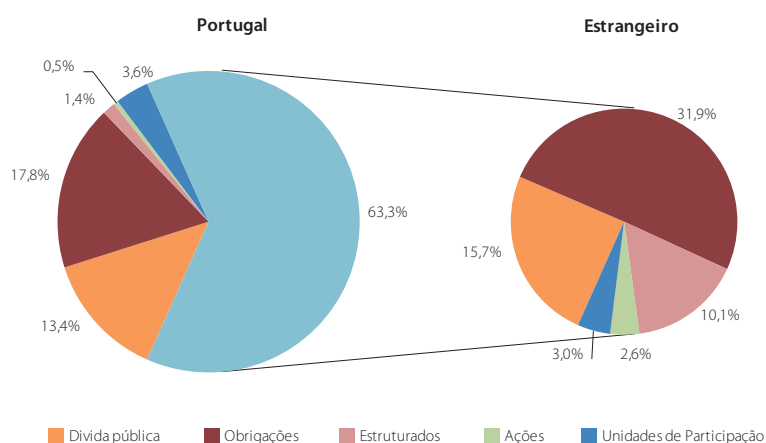
21 Fonte: Bloomberg.

Nas carteiras das empresas de seguros, manteve-se a tendência registada no ano anterior, de redução da alocação a ativos estrangeiros, o que favoreceu as aplicações nacionais e reforçou novamente o seu peso.

A exposição a investimentos não nacionais correspondeu a 63,3% do total, concentrando-se principalmente em países da União Europeia (48,6%). O investimento em *offshores* diminuiu pelo segundo ano consecutivo, representando atualmente 7%.

O Gráfico 6.2 ilustra a distribuição por classes das aplicações nacionais e estrangeiras.

**Gráfico 6.2** Origem geográfica dos ativos representativos das Provisões técnicas



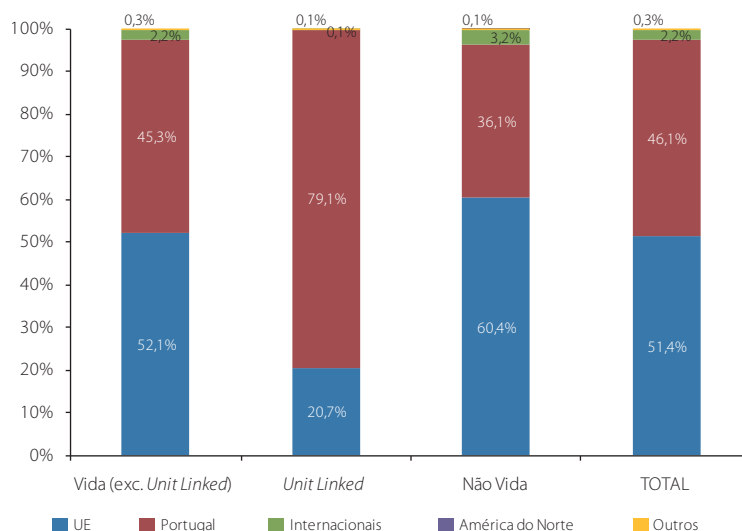
#### Investimento em dívida pública

Atendendo à distribuição por classe de Ativo, evidencia-se a preferência pelos produtos estruturados de origem estrangeira. Estes instrumentos representam 10,1% da carteira, em contraste com os 1,4% referentes a emissões nacionais.

No ano em análise, a dívida pública estrangeira representou apenas 53,9% do total, observando-se um decréscimo de 24,2 pontos percentuais face a 2009. Os três segmentos em análise registaram diminuições no peso desta dívida. No entanto, no caso dos seguros *unit linked* observou-se uma total inversão da alocação geográfica entre a dívida soberana nacional e a dívida pública de outros países. Efetivamente, 79,1% do total de dívida soberana desta carteira era nacional, um aumento de 77,7 pontos percentuais relativamente a 2009, ano em que o investimento nesta rubrica era residual. Nas demais carteiras, apesar da evolução registada, o peso da dívida pública de outros países da União Europeia (UE) é ainda superior ao da dívida pública portuguesa.

O investimento fora de Portugal continua a ser feito predominantemente nos restantes países da UE. Entre estes, os mais preponderantes em 2010 foram os títulos italianos (22%), os alemães (17%), os franceses (15,7%), os espanhóis (12,2%) e os gregos (9,3%).

**Gráfico 6.3** Distribuição geográfica dos investimentos em dívida pública detidos pelas empresas de seguros



Analisando o comportamento dos mercados de obrigações soberanas dos setores geográficos alvo, observou-se que o índice obrigacionista de dívida pública da área do Euro (Bloomberg / EFFAS Bond Euro Govt All > 1 Yr TR) aumentou 1,1% em 2010, tendo o índice português apresentado um efeito inverso de 8,1%. Por outro lado, o indicador homólogo dos Estados Unidos da América (EUA) obteve uma melhoria de 6% (após uma desvalorização de 3,8% em 2009)<sup>22</sup>.

As aplicações em dívida privada não sofreram, comparativamente com a dívida pública, grandes alterações relativamente à alocação geográfica.

#### Investimento em dívida privada

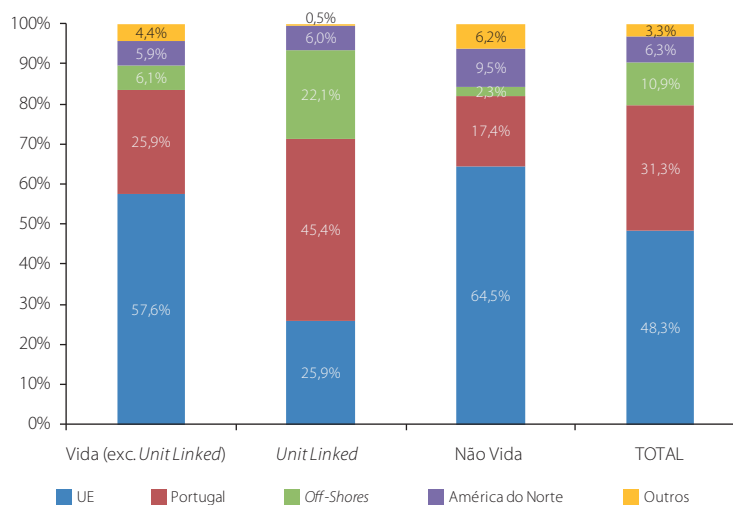
As aplicações em dívida privada europeia (incluindo Portugal) representam atualmente 79,6%. Este valor resultou de um acréscimo do peso dos títulos emitidos por entidades nacionais de 2,2 pontos percentuais, que compensou o decréscimo de um ponto percentual dos investimentos em títulos de entidades de outros países da UE.

O investimento fora de Portugal, à semelhança do que se observa na dívida pública, incide predominantemente sobre os restantes países da UE. Entre eles, os mais relevantes são a Holanda (21,7%), a Espanha (16,2%), a França (15,6%) e o Reino Unido (11,4%).

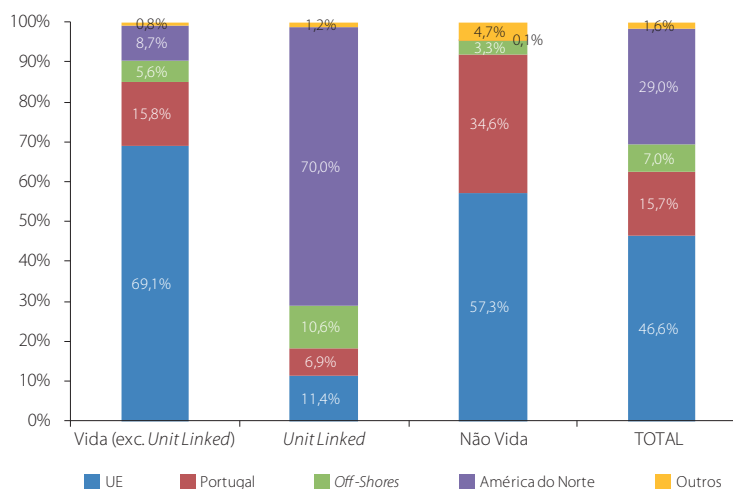
Em termos da análise por carteira, saliente-se que os produtos *unit linked* continuam a ser os que têm mais investimento em Portugal. Esta carteira evidencia-se ainda pelas aplicações em *off-shores*, com um total de 22,1%.

A carteira de ativos afetos aos ramos Não Vida detém a maior concentração nos restantes países da UE e da América do Norte, com 64,5% e 9,5%, respetivamente.

<sup>22</sup> Fonte: Bloomberg.

**Gráfico 6.4** Distribuição geográfica da dívida privada detida pelas empresas de seguros**Investimento em ações**

Em termos gerais, o investimento em ações cresceu 11,1% em 2010, tendo a sua distribuição geográfica diferido consideravelmente, face a 2009 e entre carteiras.

**Gráfico 6.5** Distribuição geográfica das ações detidas pelas empresas de seguros

Relativamente aos seguros *unit linked*, segmento que registou maiores alterações, 70% do investimento em participações de Capital próprio está alocado a empresas da América do Norte, um cenário muito diferente do observado em 2009, ano em que este peso era de apenas 8,7%. O acréscimo do peso dos títulos norte-americanos ocorreu em contrapartida do decréscimo do investimento em empresas de outras origens, em especial dos *off-shores*, que diminuíram a sua importância percentual de 50,7% para 10,6%.

Na restante carteira Vida, é de destacar o aumento do peso de ações norte-americanas em 6,6 pontos percentuais. Por outro lado, o peso dos *off-shores* deteriorou-se em 4,4 pontos percentuais.

Em relação aos ramos Não Vida, denotou-se uma grande redução do peso das ações nacionais, em benefício dos outros países da UE.

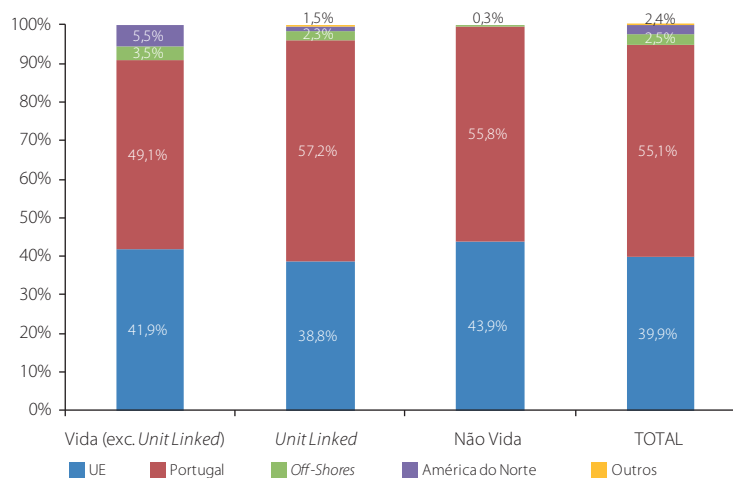
Saliente-se ainda que, considerando o total investido em ações, as empresas francesas continuam a ser o principal destino do investimento (32,3%), seguidas das alemãs (24,4%) e das britânicas (11,7%).

Em 2010, os mercados acionistas representativos das zonas geográficas com maior concentração dos ativos das empresas de seguros mantiveram a tendência de ganhos de 2009, tendo os índices norte-americanos S&P 500 e Nasdaq verificado crescimentos de 12,8% e 16,9%, respetivamente. O índice europeu FTSE 100 aumentou 9%, enquanto o Dow Jones Euro Stoxx 50 recuou 5,8%. Por outro lado, o índice PSI-20 registou perdas de 10,3% em 2010<sup>23</sup>, o que em parte justifica a diminuição do peso do investimento em empresas nacionais.

Investimento em unidades de participação

Em termos globais, observou-se, no ano em análise, uma alteração da distribuição geográfica das unidades de participação em fundos de investimento mobiliários. A modificação mais significativa ocorreu na carteira Vida (exceto *unit linked*), com um decréscimo do peso dos fundos sediados em Portugal (49,1%, face a 72,6% em 2009) e um acréscimo dos fundos localizados nos restantes países da UE (41,9%, que compara com 23,8% em 2009). É de salientar que, entre estes, os fundos domiciliados no Luxemburgo têm um peso de 70,7%.

**Gráfico 6.6** Distribuição geográfica das unidades de participação detidas pelas empresas de seguros



## 6.2.2. Análise de risco de mercado

No quadro de um sistema de gestão de riscos eficaz, o estabelecimento de uma política de investimentos adequada à natureza e maturidade das responsabilidades assumidas reveste-se de uma importância primordial.

Maturidade, *duration* e *rating*

Tendo por base este enquadramento, e iniciando a análise pelas aplicações em títulos de dívida, existem pelo menos três medidas de risco importantes a considerar, designadamente a maturidade, a *duration* e o *rating*.

A maturidade dos investimentos em obrigações permite aferir o horizonte temporal, definindo-se como o prazo dos vencimentos de capital dos empréstimos obrigacionistas, independentemente do eventual pagamento de cupões intermédios.

<sup>23</sup> Fonte: Bloomberg.

A *duration*, por seu turno, tem em consideração, para além do prazo de vencimento, os fluxos de pagamento intermédios, constituindo, por isso, uma medida mais adequada da sensibilidade do valor das obrigações a alterações nas taxas de juro de mercado. Note-se que quanto mais elevadas as taxas de cupão, menor tende a ser a *duration*.

Analisando o Quadro 6.4, verifica-se que, em 2010, a distribuição dos montantes em função da maturidade da dívida pública e privada variou ligeiramente nas diferentes carteiras.

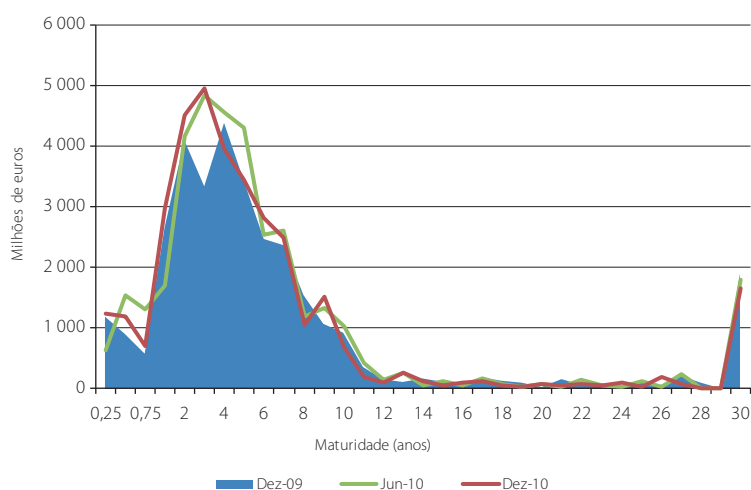
No cômputo geral, observou-se um crescimento da representatividade dos ativos com maturidades mais curtas, em detrimento das obrigações com prazos de vencimento superiores. Por comparação com o ano anterior, os escalões de maturidade inferior a cinco anos aumentaram em todas as carteiras, exceto na classe "inferior a 2 anos" que registou um decréscimo na carteira Vida (excluindo *unit linked*). Esta variação é mais expressiva nas maturidades entre dois e cinco anos da carteira *unit linked*.

**Quadro 6.4** Escalões de maturidade dos investimentos em obrigações

|                   | Vida<br>(exceto <i>unit linked</i> ) |       |       | <i>Unit linked</i> |       |       | Não Vida |       |       |
|-------------------|--------------------------------------|-------|-------|--------------------|-------|-------|----------|-------|-------|
|                   | 2008                                 | 2009  | 2010  | 2008               | 2009  | 2010  | 2008     | 2009  | 2010  |
| Inferior a 2 anos | 31,2%                                | 32,0% | 29,7% | 50,3%              | 48,1% | 50,3% | 23,4%    | 21,3% | 26,8% |
| Entre 2 e 5 anos  | 29,7%                                | 31,9% | 37,5% | 18,8%              | 18,1% | 25,2% | 28,6%    | 30,7% | 31,3% |
| Superior a 5 anos | 37,4%                                | 34,1% | 31,3% | 28,9%              | 32,3% | 23,3% | 46,8%    | 47,4% | 41,0% |
| Sem informação    | 1,7%                                 | 2,0%  | 1,5%  | 2,0%               | 1,5%  | 1,2%  | 1,2%     | 0,5%  | 0,9%  |

A evolução da estrutura dos instrumentos de dívida por maturidade, em 2010, representada no Gráfico 6.7, evidencia, em termos globais, um aumento progressivo da concentração em títulos com maturidades entre os dois e os cinco anos, observando-se um pico aos três anos.

**Gráfico 6.7** Estrutura do investimento em instrumentos de dívida por maturidade



As preferências em função da modalidade de pagamento do cupão das obrigações têm-se mantido estáveis ao longo dos últimos anos, sendo predominantes os instrumentos de cupão fixo. No caso dos seguros *unit linked* estes títulos detêm um peso próximo das obrigações de cupão variável.

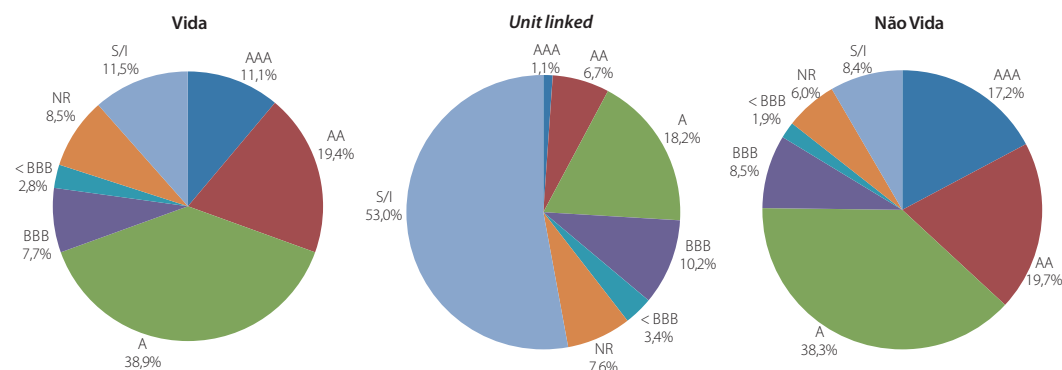
**Quadro 6.5** Caracterização da modalidade de pagamento do cupão dos investimentos em obrigações

|                | Vida<br>(exceto <i>unit linked</i> ) |       |       | <i>Unit linked</i> |       |       | Não Vida |       |       |
|----------------|--------------------------------------|-------|-------|--------------------|-------|-------|----------|-------|-------|
|                | 2008                                 | 2009  | 2010  | 2008               | 2009  | 2010  | 2008     | 2009  | 2010  |
| Cupão fixo     | 54,0%                                | 60,6% | 66,6% | 28,8%              | 29,4% | 33,7% | 67,3%    | 69,4% | 68,6% |
| Cupão zero     | 7,4%                                 | 5,4%  | 5,4%  | 1,1%               | 1,0%  | 1,5%  | 1,4%     | 0,5%  | 1,7%  |
| Cupão variável | 28,4%                                | 25,2% | 22,6% | 35,4%              | 38,0% | 32,5% | 27,1%    | 25,6% | 24,7% |
| Sem informação | 10,3%                                | 8,7%  | 5,5%  | 34,7%              | 31,6% | 32,3% | 4,2%     | 4,4%  | 5,1%  |

Comparativamente a 2009 observou-se, na grande maioria dos casos, uma redução das maturidades e *durations* das obrigações. Estes dados encontram-se refletidos no Quadro 6.6, seguindo-se o Gráfico 6.8, que espelha os níveis de *rating* das mesmas aplicações.

**Quadro 6.6** Maturidade e *duration* dos investimentos em obrigações

|   | Vida<br>(exceto <i>unit linked</i> ) |       |                 |      | <i>Unit linked</i> |       |                 |      | Não Vida   |       |                 |      |
|---|--------------------------------------|-------|-----------------|------|--------------------|-------|-----------------|------|------------|-------|-----------------|------|
|   | Maturidade                           |       | <i>Duration</i> |      | Maturidade         |       | <i>Duration</i> |      | Maturidade |       | <i>Duration</i> |      |
|   | 2009                                 | 2010  | 2009            | 2010 | 2009               | 2010  | 2009            | 2010 | 2009       | 2010  | 2009            | 2010 |
| Títulos de dívida pública e equiparados | 6,94                                 | 5,74  | 5,23            | 4,37 | 4,00               | 5,27  | 2,98            | 4,58 | 8,52       | 7,13  | 5,97            | 5,16 |
| Obrigações privadas                     | 4,96                                 | 4,45  | 2,55            | 2,35 | 4,80               | 4,04  | 2,97            | 2,54 | 4,97       | 4,28  | 3,10            | 2,72 |
| Obrigações estruturadas                 | 10,48                                | 11,63 | 1,63            | 1,54 | 20,16              | 22,02 | 2,34            | 1,75 | 9,35       | 11,22 | 1,69            | 1,69 |

**Gráfico 6.8** *Rating* do investimento em obrigações

Em 2010, a classificação de qualidade de crédito de *investment grade* (*rating* superior ou igual a BBB) representava 77,1% da carteira Vida e 83,7% da Não Vida, indicadores próximos dos registados em 2009.

Nos ativos afetos a seguros *unit linked*, esta percentagem é de apenas 36,2%. No entanto, a análise encontra-se enviesada pela falta de informação relativa ao *rating* de um conjunto significativo de emissões obrigacionistas (caraterística recorrente nestes seguros), não implicando este facto que os títulos tenham um grau superior de risco de crédito. É de salientar que a maioria destas obrigações são emitidas por instituições financeiras nacionais e especificamente desenhadas para os produtos *unit linked*.

Neste sentido, é de referir que se verificou, nas carteiras Vida e *unit linked*, um decréscimo de emissões obrigacionistas para as quais não foi possível obter *ratings*, enquanto a carteira Não Vida teve um crescimento 1,5 pontos percentuais no peso destes ativos.

Em relação ao *rating* médio ponderado é de realçar uma diminuição generalizada para os títulos de dívida pública e um aumento no caso dos produtos estruturados nas carteiras *unit linked* e Não Vida.

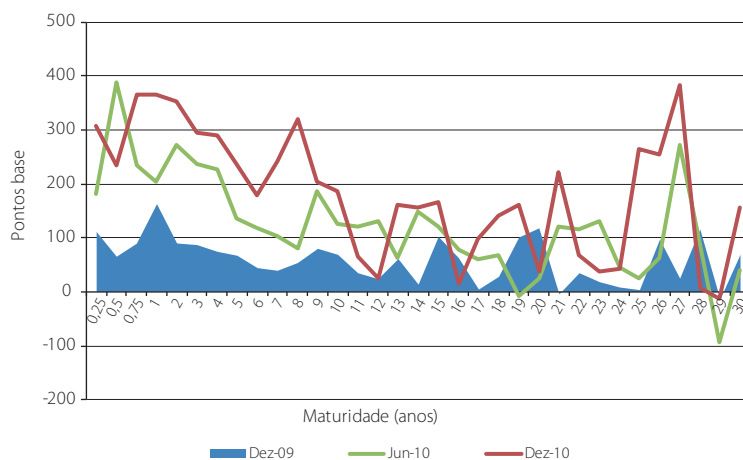
Analisando as *yields* das obrigações, o ano 2010 caracterizou-se por um acréscimo nos diferentes ramos.

**Quadro 6.7** Yield e rating dos investimentos em obrigações

|   | Vida<br>(exceto <i>unit linked</i> ) |      |        |      | <i>Unit linked</i> |      |        |      | Não Vida |      |        |      |
|---|--------------------------------------|------|--------|------|--------------------|------|--------|------|----------|------|--------|------|
|   | Yield                                |      | Rating |      | Yield              |      | Rating |      | Yield    |      | Rating |      |
|   | 2009                                 | 2010 | 2009   | 2010 | 2009               | 2010 | 2009   | 2010 | 2009     | 2010 | 2009   | 2010 |
| Títulos de dívida pública e equiparados | 2,99                                 | 4,70 | AA+    | AA-  | 2,18               | 5,00 | AA     | A+   | 3,17     | 4,20 | AA+    | AA-  |
| Obrigações privadas                     | 2,71                                 | 4,44 | AA-    | AA-  | 3,77               | 5,70 | AA-    | A+   | 3,02     | 4,37 | AA-    | AA-  |
| Obrigações estruturadas                 | 3,55                                 | 4,08 | A+     | A+   | 3,96               | 5,53 | A+     | AA-  | 3,13     | 3,77 | A+     | AA-  |

No ano em análise, observou-se um crescimento dos *spreads* face à *yield curve* publicada pelo Banco Central Europeu<sup>24</sup> (BCE), tal como evidenciado no gráfico seguinte, que apresenta a evolução do *spread* médio ponderado implícito nas *yields* das obrigações, em função da maturidade.

**Gráfico 6.9** Estrutura do *spread* de rendimento em instrumentos de dívida por maturidade



### Volatilidade das ações e dos fundos de investimento

Não obstante o peso das ações e das unidades de participação em fundos de investimento ser reduzido nas carteiras de ativos afetos às Provisões técnicas, importa salientar a instabilidade das respetivas valorizações. A volatilidade, medida através do desvio padrão anualizado das variações logarítmicas diárias de preços ao longo do ano, é um indicador do risco das aplicações, permitindo aferir a possibilidade de perdas.

Como se pode constatar pelo Quadro 6.8, no ano 2010 a volatilidade anualizada do preço das ações e unidades de participação registou um decréscimo em todas as carteiras.

No entanto, é de notar que os valores do Quadro 6.8 resultam da média ponderada das volatilidades de cada título, sem ter em consideração as covariâncias entre as variações logarítmicas diárias de preços de cada aplicação, o que faz com que estes valores surjam ligeiramente empolados.

<sup>24</sup> AAA-rated euro area central government bonds.

Da análise do quadro é ainda de realçar a diferença entre a volatilidade das unidades detidas em fundos de investimento e a da exposição direta a ações e títulos de participação. De facto, os primeiros têm como propriedade a possibilidade de beneficiar do efeito de mitigação do risco de preço, decorrente da diversificação de *portfolios*, pelo que tais diferenças são expetáveis.

**Quadro 6.8** Volatilidade do investimento em ações e fundos de investimento

|  | Vida<br>(exceto <i>unit linked</i> ) |       |       | <i>Unit linked</i> |       |       | Não Vida |       |       |
|--|--------------------------------------|-------|-------|--------------------|-------|-------|----------|-------|-------|
|  | 2008                                 | 2009  | 2010  | 2008               | 2009  | 2010  | 2008     | 2009  | 2010  |
| Ações e títulos de participação                    | 45,59                                | 46,03 | 28,23 | 49,34              | 53,18 | 34,11 | 43,97    | 43,85 | 27,52 |
| Unidades de participação em fundos de investimento | 16,70                                | 13,45 | 7,75  | 11,96              | 18,55 | 9,07  | 9,64     | 9,97  | 7,55  |

## 6.3. Investimentos dos fundos de pensões

### 6.3.1. Análise por tipo de fundo

Para efeitos de interpretação da análise exposta neste subcapítulo, deve ter-se presente que a composição dos ativos dos fundos de pensões obedece, por um lado, ao enquadramento normativo que estabelece diferentes limites de investimento, em função do tipo de instrumento, do emitente e do grupo económico, e, por outro, à orientação da política de cada fundo, na qual as características dos participantes e o tipo de plano a financiar desempenham um papel importante.

**Quadro 6.9** Composição das carteiras de ativos dos fundos de pensões

| milhões de euros                        | Fechados      |               | PPR        |               | PPA      |               | Outros Abertos |               | Total         |               |
|---|---------------|---------------|------------|---------------|----------|---------------|----------------|---------------|---------------|---------------|
|   | Montante      | %             | Montante   | %             | Montante | %             | Montante       | %             | Montante      | %             |
| Títulos de dívida pública e equiparados | 3 535         | 19,1%         | 144        | 34,6%         |          | 0,0%          | 238            | 30,5%         | <b>3 917</b>  | <b>19,9%</b>  |
| Obrigações e papel comercial            | 4 237         | 22,9%         | 143        | 34,5%         |          | 0,0%          | 185            | 23,7%         | <b>4 565</b>  | <b>23,1%</b>  |
| Ações e títulos de participação         | 2 753         | 14,9%         | 18         | 4,3%          | 8        | 96,6%         | 14             | 1,8%          | <b>2 793</b>  | <b>14,2%</b>  |
| U.P. em fundos de investimento          | 4 165         | 22,5%         | 78         | 18,8%         |          | 0,0%          | 248            | 31,9%         | <b>4 491</b>  | <b>22,8%</b>  |
| Terrenos e edifícios                    | 1 869         | 10,1%         | 7          | 1,8%          |          | 0,0%          | 13             | 1,7%          | <b>1 889</b>  | <b>9,6%</b>   |
| Depósitos e certificados de depósito    | 2 037         | 11,0%         | 24         | 5,7%          | 1        | 5,9%          | 84             | 10,8%         | <b>2 146</b>  | <b>10,9%</b>  |
| Outros investimentos                    | - 75          | -0,4%         | 2          | 0,5%          |          | -2,5%         | - 3            | -0,4%         | <b>- 77</b>   | <b>-0,4%</b>  |
| <b>Total</b>                            | <b>18 520</b> | <b>100,0%</b> | <b>416</b> | <b>100,0%</b> | <b>9</b> | <b>100,0%</b> | <b>780</b>     | <b>100,0%</b> | <b>19 725</b> | <b>100,0%</b> |

Em 2010, o valor dos fundos de pensões sob gestão registou uma descida de 10%. Importa referir que este decréscimo repercute em grande medida a transferência de dois fundos fechados para a Caixa Geral de Aposentações (CGA), tal como referido no capítulo 5. Em conjunto, estes dois fundos representavam, em setembro de 2010, 8% dos montantes geridos.

Relativamente à composição das carteiras, estas continuam a apresentar uma forte dispersão pelas várias rubricas destacando-se, por ordem de importância, os instrumentos de dívida (pública e privada), com um peso de 43%, os fundos de investimento, com 22,8%, e as ações e títulos de participação, com 14,2%.

O peso relativo das obrigações e papel comercial diminuiu 4 pontos percentuais em 2010, em oposição aos depósitos e certificados de depósito, que aumentaram cinco pontos percentuais em resultado de um acréscimo em termos do montante investido de mais de 67%. Esta subida ficou a dever-se ao facto de se ter registado um montante elevado de contribuições no final do ano. As restantes rubricas não apresentaram variações significativas do peso relativo.

As conclusões enunciadas são fortemente influenciadas pelos fundos fechados, que contabilizam 94% do mercado. Analisando os outros tipos de fundos com menor peso relativo, observa-se que os fundos Plano Poupança-Reforma (PPR) privilegiam o investimento em títulos de dívida pública e privada (representando, no total, 69%). Comparando com a carteira do ano anterior, estes fundos registaram um crescimento de 2,3 pontos percentuais no investimento em dívida pública, face a uma diminuição do investimento em dívida privada de 3,3 pontos percentuais e um aumento de 3,2 no investimento em unidades de participação em fundos de investimento. Nos restantes fundos abertos, as unidades de participação em fundos de investimento são os instrumentos com peso superior, tendo-se igualmente registado a mesma tendência de transferência de investimento de dívida privada para dívida pública.

Observando o Quadro 6.10, que descreve a composição das carteiras dos fundos por tipo de plano, denota-se que os planos de contribuição definida (CD) recorrem em maior concentração aos títulos de dívida (61,5%). Considerando as unidades de participação de fundos de investimento e ações, são os planos mistos que apresentam um peso relativo superior (45,2%).

**Quadro 6.10** Composição das carteiras de ativos por tipo de plano

|   | Benefício definido |               | Contribuição definida |               | Misto         |               | Total         |               |
|---|--------------------|---------------|-----------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
|   | 2009               | 2010          | 2009                  | 2010          | 2009          | 2010          | 2009          | 2010          |
| Títulos de dívida pública e equiparados | 20,9%              | 18,9%         | 29,1%                 | 34,0%         | 27,3%         | 31,7%         | <b>21,3%</b>  | <b>19,9%</b>  |
| Obrigações e papel comercial            | 27,1%              | 23,1%         | 32,6%                 | 27,5%         | 17,8%         | 15,0%         | <b>27,2%</b>  | <b>23,1%</b>  |
| Ações e títulos de participação         | 15,9%              | 15,0%         | 4,8%                  | 3,7%          | 1,3%          | 0,8%          | <b>15,2%</b>  | <b>14,2%</b>  |
| U.P. em fundos de investimento          | 21,9%              | 22,2%         | 23,9%                 | 26,0%         | 45,5%         | 44,4%         | <b>22,3%</b>  | <b>22,8%</b>  |
| Terrenos e edifícios                    | 9,0%               | 10,2%         | 0,9%                  | 0,8%          | 0,0%          | 0,0%          | <b>8,6%</b>   | <b>9,6%</b>   |
| Depósitos e certificados de depósito    | 5,6%               | 11,1%         | 9,4%                  | 8,1%          | 8,1%          | 8,2%          | <b>5,8%</b>   | <b>10,9%</b>  |
| Outros investimentos                    | -0,4%              | -0,4%         | -0,7%                 | -0,2%         | 0,0%          | -0,1%         | <b>-0,4%</b>  | <b>-0,4%</b>  |
| <b>Total</b>                            | <b>100,0%</b>      | <b>100,0%</b> | <b>100,0%</b>         | <b>100,0%</b> | <b>100,0%</b> | <b>100,0%</b> | <b>100,0%</b> | <b>100,0%</b> |

### 6.3.2. Análise por origem setorial e geográfica dos ativos

#### Análise setorial

Tal como se verificou nos investimentos das empresas de seguros, os fundos de pensões evidenciam uma forte concentração do investimento em títulos do setor das atividades financeiras, representando 60,3% do total. Os instrumentos de dívida são a principal componente (77,7%) desta exposição, enquanto aproximadamente 22% corresponde a ações e títulos de participação.

Em consequência dos níveis de concentração que se observa nas empresas do segmento financeiro – em parte justificados pela preponderância deste setor nas entidades nacionais emitentes de valores mobiliários – as restantes indústrias mais relevantes (produtos consumíveis, comunicações, indústria e produção e distribuição de eletricidade, gás e água) correspondem, no todo, a apenas 29,4%.

**Quadro 6.11** Investimentos em obrigações e ações por setor de atividade do emitente

| Setor Económico                           | 2008          | 2009          | 2010          |
|---|---------------|---------------|---------------|
| Atividades financeiras                    | 61,6%         | 59,4%         | 60,3%         |
| <i>Asset Backed Securities</i>            | 1,3%          | 0,8%          | 0,6%          |
| Comunicações                              | 9,0%          | 9,5%          | 5,7%          |
| Indústria                                 | 5,8%          | 8,0%          | 7,8%          |
| Materiais básicos                         | 4,5%          | 3,6%          | 3,7%          |
| <i>Mortgage securities</i>                | 1,7%          | 1,3%          | 0,9%          |
| Produção e dist. eletricidade, gás e água | 8,0%          | 8,0%          | 8,0%          |
| Produção e distribuição de energia        | 2,1%          | 3,3%          | 3,4%          |
| Produtos consumíveis                      | 4,0%          | 4,7%          | 7,9%          |
| Outras atividades                         | 2,2%          | 1,3%          | 1,8%          |
|   | <b>100,0%</b> | <b>100,0%</b> | <b>100,0%</b> |

Tendo em atenção a relevância dos fundos de pensões dos bancos (com 81% do montante investido em ações e obrigações de entidades privadas), importa mencionar que estes têm, no conjunto, uma exposição ao setor financeiro de 57,5% (59,1% em 2009), ou seja, inferior ao registado em média para a totalidade dos fundos de pensões. Nos restantes fundos, o peso do investimento nesta atividade aumentou 11,7 pontos percentuais, rondando atualmente os 72%.

#### Tipologia dos fundos de investimento

Os fundos de investimento representavam, no final de 2010, 22,8% do total de ativos dos fundos de pensões, uma variação positiva de 0,5 pontos percentuais face a 2009, mantendo-se o segundo instrumento mais relevante nas carteiras.

O principal investimento em unidades de participação continua a corresponder a fundos maioritariamente de ações, observando uma evolução positiva face ao sucedido nos anos anteriores. É de destacar uma redução de 6,4 pontos percentuais no peso dos fundos que investem primordialmente em obrigações.

As aplicações em *hedge funds* registaram, em 2010, uma inversão da tendência de redução do seu peso. No entanto, em termos de montante investido, constatou-se uma variação negativa de 4,3% relativamente a 2009.

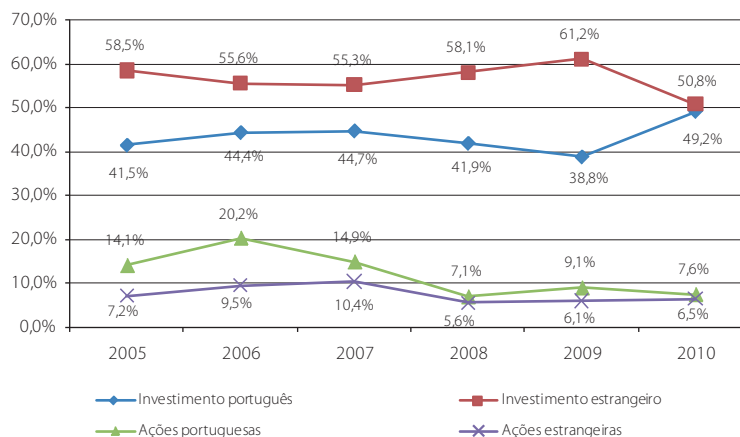
**Quadro 6.12** Investimentos em fundos de investimento por orientação setorial

| Orientação setorial | 2008          | 2009          | 2010          |
|---------------------|---------------|---------------|---------------|
| Ações               | 26,1%         | 34,9%         | 38,5%         |
| Obrigações          | 36,8%         | 31,2%         | 24,8%         |
| Imobiliário         | 26,8%         | 25,2%         | 28,2%         |
| <i>Hedge funds</i>  | 7,4%          | 6,1%          | 6,4%          |
| Outros              | 2,9%          | 2,6%          | 2,1%          |
|                     | <b>100,0%</b> | <b>100,0%</b> | <b>100,0%</b> |

#### Análise geográfica

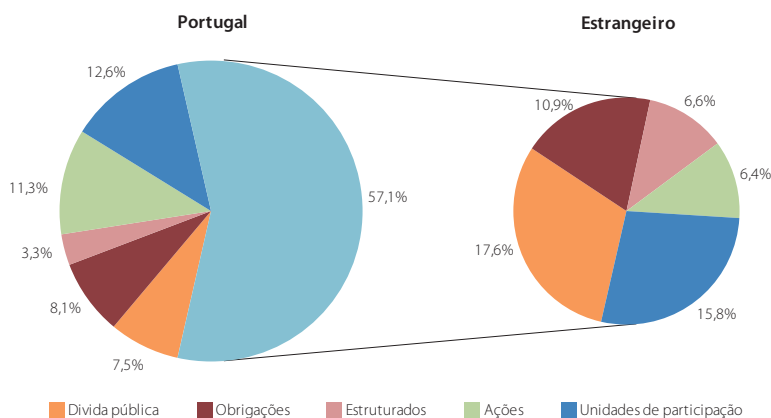
Analisando a distribuição dos investimentos em função da sua origem geográfica – Gráfico 6.10 –, verifica-se que, em 2010, o peso relativo dos ativos estrangeiros diminuiu 10,3 pontos percentuais. Neste contexto observa-se que as aplicações nacionais aproximaram-se das estrangeiras, sendo a diferença entre elas de apenas 1,7 pontos percentuais.

No que se refere ao caso particular das ações nacionais, registou-se um decréscimo de 1,5 pontos percentuais do seu peso, estando, contudo, esse valor acima do mínimo do período 2005-2010 (2008). Comparando com as ações estrangeiras, o peso da rubrica nacional continua a ser superior.

**Gráfico 6.10** Evolução da origem geográfica dos ativos dos fundos de pensões

O Gráfico 6.11 incide sobre a dispersão geográfica dos valores mobiliários, excluindo-se rubricas como as dos Terrenos e edifícios e Depósitos (investimentos efetuados quase na totalidade em Portugal).

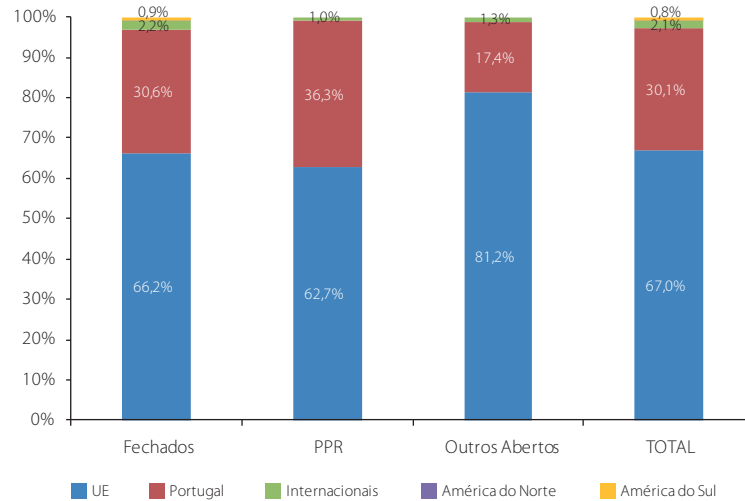
Em relação aos instrumentos nacionais, a classe mais representativa passou a ser a das unidades de participação, com 12,6% (10,1% em 2009), seguida das ações, com 11,3% (10,8% em 2009). No que se refere a títulos com origem no estrangeiro, evidencia-se uma preferência por dívida pública e unidades de participação.

**Gráfico 6.11** Origem geográfica dos ativos dos fundos de pensões

### Investimento em dívida pública

No ano 2010, observou-se, à semelhança das carteiras das empresas de seguros, embora de uma forma menos acentuada, um incremento do peso relativo da dívida pública nacional, em detrimento dos restantes países da UE. Esta tendência ocorreu nos diferentes tipos de fundos, tendo sido mais marcada no caso dos fundos PPR, caso em que se registou uma subida de aproximadamente 21 pontos percentuais (de 15,5% em 2009, para 36,3% em 2010).

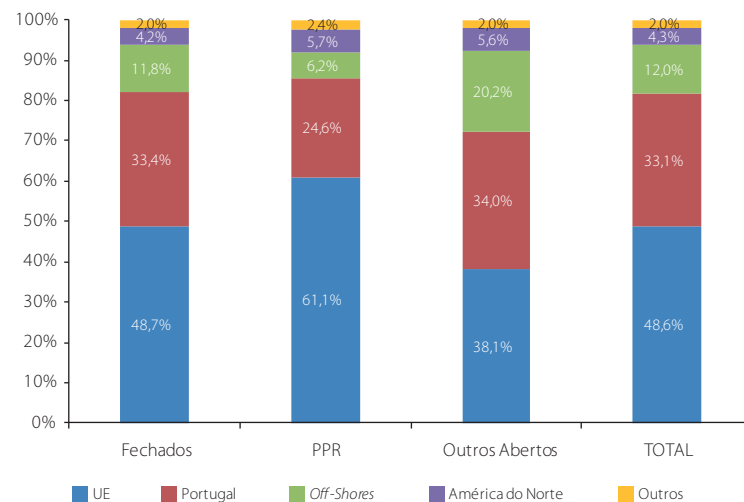
Analisando a localização geográfica dos títulos de dívida pública emitidos na UE, constata-se que 33,4% corresponde a dívida pública francesa, 28,8% a dívida alemã, 18,7% a dívida italiana e 12,7% a dívida espanhola. Em comparação com 2009, observa-se um reforço de 8,7 pontos percentuais no peso dos títulos espanhóis e uma redução de 7,9 pontos percentuais nos gregos, que em 2009 eram o quarto destino mais representativo. Note-se que para esta variabilidade contribuem não só as decisões de investimento e desinvestimento, mas também as variações do valor de mercado dos títulos.

**Gráfico 6.12** Distribuição geográfica dos investimentos em dívida pública nos fundos de pensões

### Investimento em dívida privada

Em relação à distribuição geográfica dos instrumentos de dívida privada, denota-se um aumento de 10,6 pontos percentuais no peso dos títulos nacionais, em detrimento da dívida dos restantes países da UE, de *off-shores* e da América do Norte, com alterações negativas de 5,2, 3,8 e 1,5 pontos percentuais, respetivamente. No que se refere aos restantes países do espaço comunitário, 84,5% das aplicações representam investimento em dívida de empresas originárias de seis países: Holanda (24,5%), Irlanda (18,5%), Espanha (11,7%), Reino Unido (10,6%), Suécia (9,6%) e França (9,5%).

Analisando a distribuição por tipo de fundo, nos outros fundos abertos observa-se uma perda de 10,1 pontos percentuais no peso da dívida da UE e um reforço de 4,3 pontos percentuais no peso dos *off-shores*. No caso dos fundos PPR, a diminuição atrás referida foi de 4,1 pontos percentuais. Em termos globais, os movimentos indicados têm pouco impacto nas conclusões, uma vez que estas refletem predominantemente a estrutura dos fundos fechados.

**Gráfico 6.13** Distribuição geográfica do investimento em dívida privada nos fundos de pensões

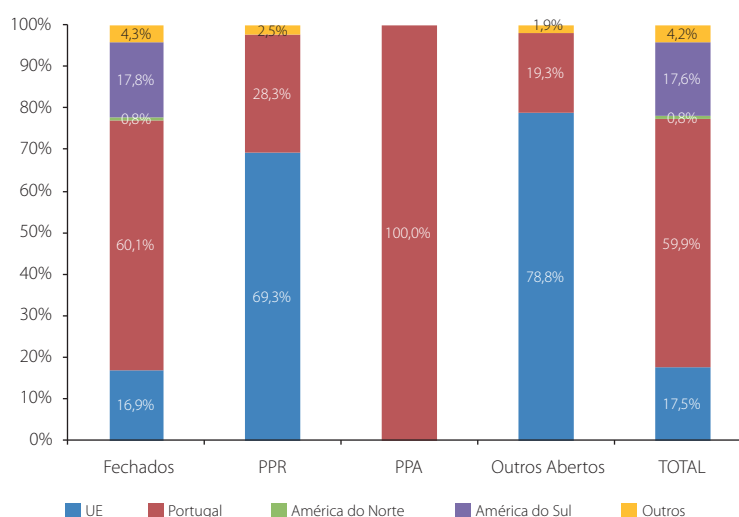
## Investimento em ações

A principal origem geográfica das ações detidas pelos fundos de pensões continua a ser Portugal, verificando-se um ligeiro decréscimo do seu peso (0,7 pontos percentuais). Esta redução foi mais acentuada no caso dos PPR, onde se observou uma variação negativa de 19,6 pontos percentuais. No que se refere aos Planos Poupança-Ações, em consonância com os anos precedentes, as ações de empresas nacionais representam a totalidade dos títulos desta classe.

A exposição da carteira dos fundos de pensões aos restantes países da UE baixou, em 2010, cerca de três pontos percentuais, sendo atualmente 17,5%, dos quais 51,4% se referem a títulos de empresas espanholas.

A alocação à zona da América do Sul registou um acréscimo de 5,8 pontos percentuais face a 2009. Relativamente ao investimento em ações de empresas norte-americanas note-se que, no caso dos outros fundos abertos (exclui Planos Poupança-Reforma e Planos Poupança-Ações), se manteve a tendência de diminuição do peso daquelas, o qual foi praticamente inexistente em 2010 (o que compara com 13% em 2009).

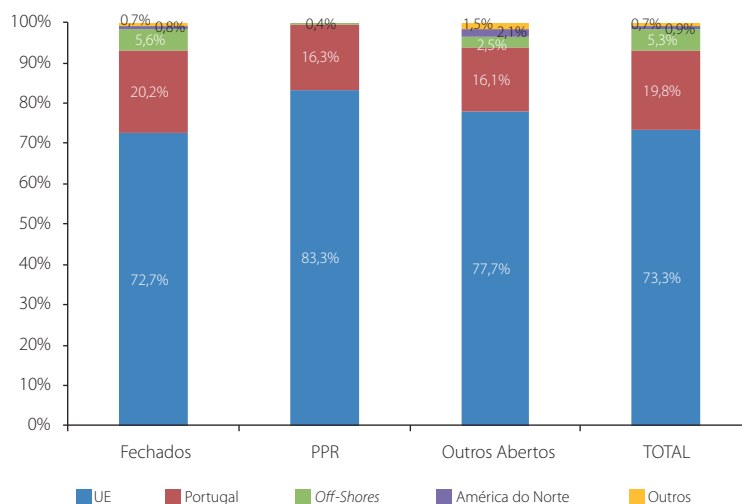
**Gráfico 6.14** Distribuição geográfica das ações detidas pelos fundos de pensões



## Investimento em unidades de participação

Em relação ao investimento em unidades de participação, observa-se uma deslocação de parte do peso das aplicações em fundos originários na América do Norte e UE (excluindo Portugal) para fundos nacionais. Estes últimos registaram, em 2010, um incremento de 6,4 pontos percentuais no seu peso relativo. No que respeita aos restantes países da UE, o Luxemburgo continuou a ser o destino que absorveu a maior proporção (66,9%), seguido da Alemanha (15,7%), da Irlanda (8,8%) e da França (6,2%).

**Gráfico 6.15** Distribuição geográfica do investimento em unidades de participação nos fundos de pensões



### 6.3.3. Análise de risco de mercado

Em virtude da necessidade de obtenção de meios financeiros suficientemente líquidos para fazer face ao pagamento dos encargos com pensões, nas datas prováveis da sua ocorrência, é essencial adotar-se políticas e estratégias adequadas de gestão da relação entre o Ativo e Passivo (as responsabilidades), especialmente no caso dos fundos de benefício definido (BD). Nos fundos CD é fundamental controlar de forma apropriada o binómio rentabilidade / risco, de forma a assegurar a maximização do valor da pensão disponível para o participante.

Nos fundos de BD em que o peso da população ativa face à reformada seja significativo, o horizonte temporal das responsabilidades é normalmente bastante alargado. Tal possibilita a implementação de políticas de investimento focadas no objetivo de valorização dos ativos a médio e longo prazo, o que pode consubstanciar-se na aplicação em títulos de menor liquidez ou que proporcionam rendimentos superiores nestes períodos temporais, como por exemplo as ações, atribuindo menos relevância a eventuais perdas no curto prazo. Por outro lado, quanto mais envelhecida for a estrutura da população de participantes, maior será a importância da liquidez e da segurança das distribuições de capital em horizontes mais curtos.

#### Maturidade, *duration* e *rating*

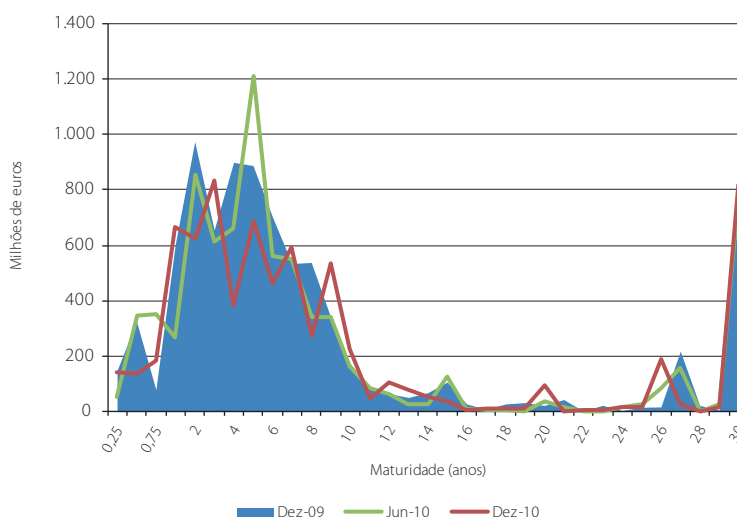
Analisando a alocação das obrigações, consideram-se três medidas de risco (já enunciadas anteriormente para as empresas de seguros): maturidade, *duration* e *rating*.

No que se refere ao primeiro indicador, face a 2009 observou-se uma ligeira redução da exposição ao escalão de maturidade inferior a dois anos nos vários tipos de fundos. Situação oposta acontece em relação aos títulos com maturidade superior a cinco anos, exceto nos PPR.

**Quadro 6.13** Escalões de maturidade dos investimentos em obrigações

|                   | Fechados |       |       | PPR   |       |       | Outros Abertos |       |       |
|-------------------|----------|-------|-------|-------|-------|-------|----------------|-------|-------|
|                   | 2008     | 2009  | 2010  | 2008  | 2009  | 2010  | 2008           | 2009  | 2010  |
| Inferior a 2 anos | 23,0%    | 26,5% | 25,4% | 28,8% | 30,6% | 29,2% | 25,1%          | 29,8% | 28,3% |
| Entre 2 e 5 anos  | 16,9%    | 22,2% | 22,1% | 28,6% | 34,5% | 36,9% | 20,7%          | 26,3% | 26,2% |
| Superior a 5 anos | 57,8%    | 49,6% | 51,1% | 41,0% | 33,8% | 32,9% | 50,2%          | 41,2% | 44,3% |
| Sem informação    | 2,3%     | 1,7%  | 1,3%  | 1,7%  | 1,1%  | 0,9%  | 4,0%           | 2,6%  | 1,1%  |

O Gráfico 6.16 realça a evolução da estrutura das aplicações em instrumentos de dívida por maturidade ao longo do ano 2010. A sua observação permite constatar que existe uma forte concentração em torno das maturidades entre um e sete anos, com um máximo aos três anos. É ainda de salientar um pico correspondente aos títulos com 30 anos de maturidade, cujo montante no final de 2010 é superior ao registado em 2009 (crescimento de 3,2%).

**Gráfico 6.16** Estrutura do investimento em instrumentos de dívida por maturidade

As obrigações de cupão fixo são predominantes nos fundos de pensões, tendo o seu peso aumentado nos últimos anos. Este acréscimo é mais significativo nos PPR e Outros Abertos, com o peso destes títulos a crescer 3,5 e 9,3 pontos percentuais, respetivamente.

**Quadro 6.14** Caracterização da modalidade de pagamento do cupão dos investimentos em obrigações

|                | Fechados |       |       | PPR   |       |       | Outros Abertos |       |       |
|----------------|----------|-------|-------|-------|-------|-------|----------------|-------|-------|
|                | 2008     | 2009  | 2010  | 2008  | 2009  | 2010  | 2008           | 2009  | 2010  |
| Cupão fixo     | 60,1%    | 62,0% | 62,3% | 53,8% | 56,7% | 60,2% | 47,8%          | 52,6% | 61,9% |
| Cupão zero     | 1,5%     | 0,9%  | 1,9%  | 4,2%  | 3,0%  | 2,0%  | 9,9%           | 6,6%  | 9,2%  |
| Cupão variável | 26,0%    | 27,2% | 28,9% | 41,9% | 40,1% | 37,6% | 35,9%          | 37,6% | 27,9% |
| Sem informação | 12,3%    | 9,9%  | 7,0%  | 0,1%  | 0,2%  | 0,2%  | 6,4%           | 3,2%  | 1,0%  |

No Quadro 6.15 apresentam-se as maturidades e *durations* dos instrumentos de dívida detidos pelos fundos de pensões, seguindo-se o gráfico demonstrativo dos níveis de *rating* das mesmas aplicações.

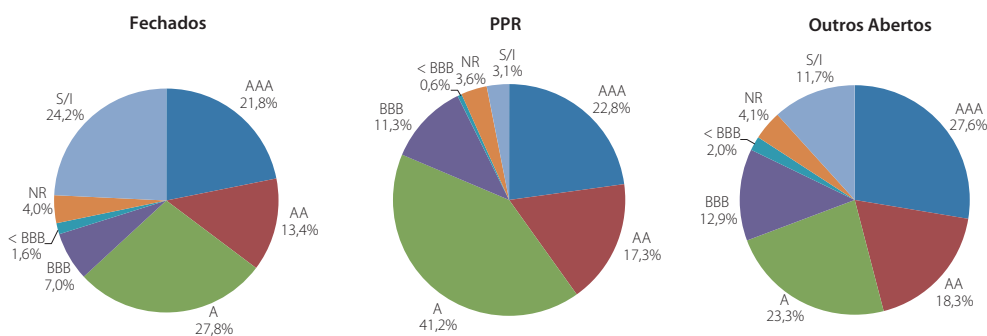
**Quadro 6.15** Maturidade e *duration* dos investimentos em obrigações

|   | Fechados   |      |                 |      | PPR        |      |                 |      | Outros Abertos |      |                 |      |
|---|------------|------|-----------------|------|------------|------|-----------------|------|----------------|------|-----------------|------|
|   | Maturidade |      | <i>Duration</i> |      | Maturidade |      | <i>Duration</i> |      | Maturidade     |      | <i>Duration</i> |      |
|   | 2009       | 2010 | 2009            | 2010 | 2009       | 2010 | 2009            | 2010 | 2009           | 2010 | 2009            | 2010 |
| Títulos de dívida pública e equiparados | 10,6       | 11,3 | 6,0             | 6,4  | 4,9        | 4,8  | 3,9             | 3,9  | 9,0            | 7,8  | 6,4             | 6,0  |
| Obrigações privadas                     | 5,7        | 5,7  | 3,2             | 2,7  | 3,0        | 2,9  | 1,2             | 1,0  | 3,2            | 2,9  | 1,3             | 1,5  |
| Obrigações estruturadas                 | 11,4       | 12,4 | 0,8             | 1,0  | 8,6        | 7,5  | 0,5             | 0,3  | 12,1           | 12,1 | 0,9             | 0,3  |

Relativamente à maturidade, os fundos fechados registaram, ao contrário dos restantes, um ligeiro aumento na maturidade média ponderada nos títulos de dívida. Simultaneamente, as *durations* mantiveram-se próximas dos valores observados em 2010.

Analisando o Gráfico 6.17 é possível constatar que o peso dos títulos com classificação de crédito de *investment grade* (*rating* igual ou superior a BBB) nos fundos fechados é de 70%, nos fundos PPR é de 92,6% e nos restantes fundos designados como Outros Abertos é de 82,1%. É de salientar, nos fundos fechados e PPR, um crescimento da percentagem dos ativos com *rating* A (16,2 e 16,3 pontos percentuais, respetivamente), por contrapartida da diminuição do *rating* AA (10,4 e 10 pontos percentuais, respetivamente) e AAA (2,6 e 8,6 pontos percentuais respetivamente).

Refira-se, adicionalmente, uma ligeira redução, em todas as carteiras, do peso das obrigações sem *rating* atribuído (variação entre 0,5 e 1,2 pontos percentuais).

**Gráfico 6.17** *Rating* do investimento em obrigações

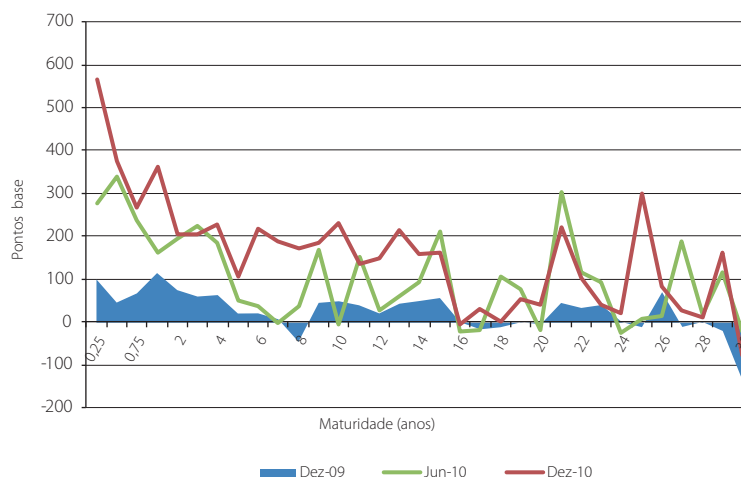
No que reporta ao *rating* médio ponderado, verificou-se um ligeiro agravamento, em especial nos fundos fechados e PPR, mantendo-se, no entanto, acima do nível de *investment grade*. As *yields* observaram, em 2010, um crescimento nos vários tipos de fundos.

**Quadro 6.16** *Yield* e *rating* dos investimentos em obrigações

|   | Fechados     |      |               |      | PPR          |      |               |      | Outros Abertos |      |               |      |
|---|--------------|------|---------------|------|--------------|------|---------------|------|----------------|------|---------------|------|
|   | <i>Yield</i> |      | <i>Rating</i> |      | <i>Yield</i> |      | <i>Rating</i> |      | <i>Yield</i>   |      | <i>Rating</i> |      |
|   | 2009         | 2010 | 2009          | 2010 | 2009         | 2010 | 2009          | 2010 | 2009           | 2010 | 2009          | 2010 |
| Títulos de dívida pública e equiparados | 2,8          | 3,7  | AA+           | AA   | 2,3          | 3,7  | AA+           | AA   | 3,1            | 3,5  | AA+           | AA+  |
| Obrigações privadas                     | 3,2          | 8,6  | AA-           | AA-  | 2,9          | 8,9  | AA-           | AA-  | 3,4            | 8,7  | AA-           | AA-  |
| Obrigações estruturadas                 | 3,3          | 3,6  | AA-           | A+   | 3,3          | 3,3  | AA-           | A+   | 2,9            | 3,7  | AA-           | AA-  |

De acordo com o aumento das taxas de rendibilidade e redução da classificação de crédito ocorrida no quadro anterior, a análise do Gráfico 6.18 permite concluir que, durante o ano 2010, existiu um acréscimo dos *spreads* face à *yield curve* publicada pelo BCE<sup>25</sup>.

**Gráfico 6.18** Estrutura do *spread* de rendimento em instrumentos de dívida por maturidade



#### Volatilidade das ações e dos fundos de investimento

As ações e fundos de investimento têm tradicionalmente assumido um papel relevante nas carteiras dos fundos de pensões, justificando, assim, uma análise à volatilidade destes ativos, medida de forma análoga ao que se apresentou para as empresas de seguros.

A volatilidade anualizada do preço das ações e das unidades de participação levaram a quebras significativas nos diversos tipos de fundos. No caso das ações e títulos de participação, a maior redução registou-se nos fundos classificados como Outros Abertos (-17,8 pontos percentuais). Em relação às unidades de participação em fundos de investimento, a variação foi mais acentuada nos fundos PPR (-18,5 pontos percentuais).

**Quadro 6.17** Volatilidade do investimento em ações e fundos de investimento

|  | Fechados |       | PPR   |       | PPA   |       | Outros Abertos |       |
|--|----------|-------|-------|-------|-------|-------|----------------|-------|
|  | 2009     | 2010  | 2009  | 2010  | 2009  | 2010  | 2009           | 2010  |
| Ações e títulos de participação                    | 39,48    | 26,80 | 44,37 | 27,90 | 40,55 | 30,60 | 47,48          | 29,70 |
| Unidades de participação em fundos de investimento | 22,53    | 12,64 | 37,26 | 18,72 | -     | -     | 26,35          | 15,42 |

### 6.3.4. Rendibilidade e volatilidade dos fundos de pensões

Nesta secção procede-se à análise da rendibilidade dos fundos de pensões em 2010 e respetiva volatilidade. No caso dos fundos fechados recorreu-se aos elementos trimestrais reportados ao Instituto de Seguros de Portugal (ISP) pelas entidades gestoras, para efeitos de supervisão prudencial. Para os fundos abertos, foi recolhida a informação mensal referente aos valores das unidades de participação publicados no Boletim de Cotações da NYSE Euronext Lisboa.

<sup>25</sup> AAA-rated euro area central government bonds.

À semelhança dos anos anteriores, as medidas utilizadas resultaram:

- no que respeita aos fundos fechados, da taxa interna de rendibilidade trimestral, considerando-se que, quer as entradas de contribuições, quer os pagamentos de pensões, ocorrem a meio do período; a taxa anual de crescimento foi igualmente obtida de forma geométrica;
- relativamente aos fundos abertos, da rendibilidade anual apurada com base nas rendibilidades mensais, calculando-se a taxa anual de crescimento dos fundos de forma geométrica, assumindo que os rendimentos gerados em cada período são totalmente reinvestidos no início do período seguinte.

Saliente-se que não foram considerados os efeitos dos encargos correntes de gestão, uma vez que tal revelou-se negligenciável.

Refira-se que a análise isolada da rendibilidade e da volatilidade não permite a realização de juízos de valor quanto à eficiência e eficácia de gestão dos fundos de pensões. Apenas na posse dos elementos relativos às responsabilidades se poderiam tecer conclusões completas. Assim, os indicadores de volatilidade e rendibilidade apresentados têm como objetivo dar informação sobre estas variáveis e possibilitar alguma comparabilidade com os dados de referência observados nos mercados de capitais.

Os fundos de pensões registaram, em 2010, um retorno global negativo, influenciado significativamente pelos fundos fechados, já que os fundos de pensões abertos obtiveram rentabilidades positivas, ainda que diminutas, como se pode verificar no Quadro 6.18.

**Quadro 6.18** Taxas de rendibilidade dos fundos de pensões

|                             | 2006 | 2007 | 2008   | 2009 | 2010  |
|-----------------------------|------|------|--------|------|-------|
| Total dos fundos de pensões | 8,8% | 6,3% | -13,9% | 9,7% | -0,6% |
| Fundos de pensões Fechados  | 9,0% | 6,5% | -14,2% | 9,8% | -0,7% |
| Fundos de pensões Abertos   | 5,3% | 3,1% | -9,5%  | 7,8% | 0,6%  |

#### Rendibilidade dos fundos de pensões fechados

De forma a ser possível efetuar uma comparação do desempenho financeiro dos fundos de pensões fechados, procede-se à desagregação das rendibilidades por quatro escalões. O Gráfico 6.19 ilustra a taxa de retorno máxima, média e mínima, e o peso do respetivo escalão no montante global dos fundos fechados para 2009 e 2010.

**Gráfico 6.19** Taxas de rentabilidade dos fundos fechados por escalões

A análise do gráfico permite concluir que, atualmente, as rentabilidades estão concentradas entre os -9,3% e os 8,0%. A média dos retornos individuais foi de 0,9%, o que corresponde a um agravamento face ao observado em 2009 (8,5%).

#### Rendibilidade dos fundos de pensões abertos

Para efeitos do estudo da rentabilidade dos fundos de pensões abertos, tal como referido previamente nesta secção, apurou-se a taxa obtida através das variações mensais dos valores das unidades de participação, tendo sido considerados 42 fundos abertos, 22 PPR e quatro Planos Poupança-Ações (PPA).

A rentabilidade dos fundos de pensões abertos foi de 0,6%, um resultado melhor comparativamente ao observado nos fundos fechados. Os outros fundos abertos (que não PPR ou PPA) são os principais responsáveis por este resultado, alcançando, em 2010, uma rentabilidade de 1%.

É de salientar que, apesar de pouco expressivos, os fundos PPA foram os únicos que apresentaram um retorno negativo (-10,1%), contrariando o retorno positivo de 2009.

#### Rendibilidade e risco

A rentabilidade de um *portfolio* de ativos financeiros deve ser avaliada tendo em conta o risco incorrido na obtenção do resultado. Nesta perspetiva, apuraram-se as volatilidades dos rendimentos dos fundos, segundo a metodologia descrita no início desta secção.

Os fundos fechados registaram uma volatilidade média, ponderada pelo peso de cada um, de 6,1%, valor inferior ao de 2009, mas próximo do observado em 2008. No caso dos fundos abertos este indicador foi de 4,4%, não apresentando, no geral, diferenças significativas face ao ano anterior.

**Quadro 6.19** Rendibilidade e volatilidade dos fundos de pensões

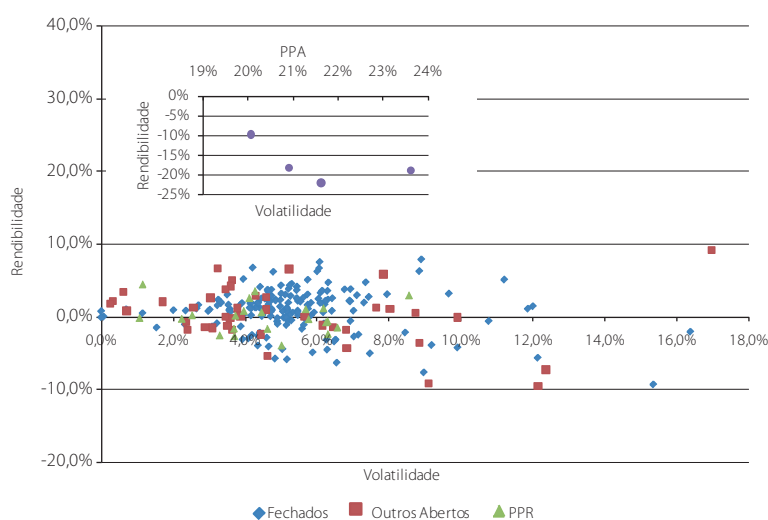
|                                    | 2008    |            | 2009    |            | 2010    |            |
|------------------------------------|---------|------------|---------|------------|---------|------------|
|                                    | Rendib. | Volatilid. | Rendib. | Volatilid. | Rendib. | Volatilid. |
| Fundos de pensões Fechados         | -14,2%  | 6,2%       | 9,8%    | 9,7%       | -0,7%   | 6,1%       |
| Todos os fundos de pensões Abertos | -9,5%   | 6,1%       | 7,8%    | 4,5%       | 0,6%    | 4,4%       |
| Fundos de pensões PPR              | -7,6%   | 5,2%       | 8,1%    | 4,0%       | 0,2%    | 4,0%       |
| Fundos de pensões PPA              | -69,8%  | 31,0%      | 34,5%   | 20,9%      | -10,1%  | 20,2%      |
| Outros fundos de pensões Abertos   | -9,9%   | 6,3%       | 7,2%    | 4,5%       | 1,0%    | 4,4%       |

Nota: não devem ser efectuadas comparações directas entre as volatilidades dos fundos fechados e dos fundos abertos, uma vez que o número de observações utilizado para calcular estes valores foi significativamente diferente

**Eficiência da gestão** Complementando as análises de rendibilidade e risco (volatilidade), efetuou-se um exame conjunto destas duas medidas, ou seja, a mensuração do desempenho financeiro alcançado, ponderado pelo risco incorrido. A determinação deste indicador é particularmente relevante, pois permite classificar os diversos fundos com base na ponderação das fontes de risco que contribuíram para o retorno alcançado.

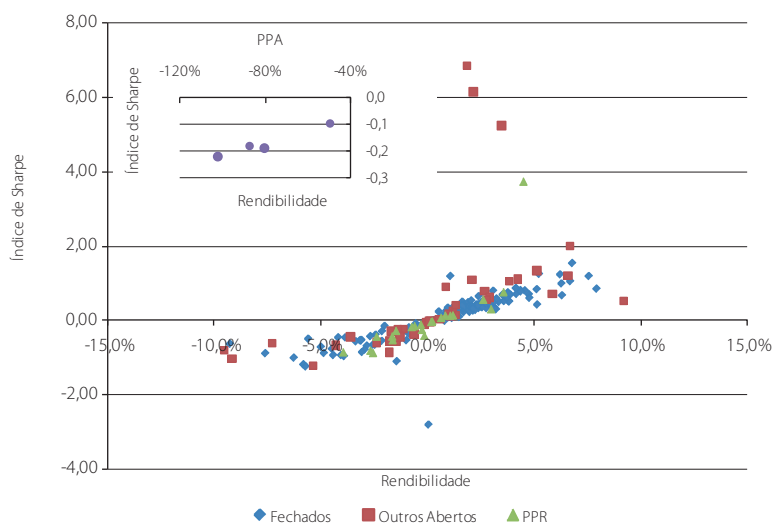
A medida de desempenho financeiro escolhida para esta análise foi o índice de Sharpe, que se define como o excesso de rendibilidade obtido por um *portfolio* sobre a taxa de juro sem risco do mercado, ponderado pelo desvio-padrão da rendibilidade desse *portfolio*, num dado período de tempo. Neste caso, a unidade temporal considerada foi de um ano, e para a taxa de juro sem risco foi selecionada a média geométrica das taxas de depósito *overnight* do BCE<sup>26</sup>, observadas durante 2010.

Os gráficos seguintes permitem visualizar a relação existente entre a rendibilidade e o risco das carteiras de ativos que compõem os fundos de pensões e o índice de Sharpe, em função da rendibilidade destes fundos.

**Gráfico 6.20** Rendibilidade e volatilidade dos fundos de pensões

Denota-se, de modo geral, que os fundos apresentam uma elevada concentração, em termos de rendibilidade, entre os -5% e 5%, e de volatilidade, entre 3% e 7%. É ainda de referir que os fundos PPA são os que exibem menores rendibilidades e maiores níveis de risco. Comparando com 2009, conclui-se que os fundos têm um menor grau de dispersão, evidenciando uma maior homogeneidade no desempenho financeiro das carteiras de investimento.

26 Fonte: Bloomberg.

**Gráfico 6.21** Índice de Sharpe dos fundos de pensões

Os índices de Sharpe observados em 2010 variam entre -2,8 e 6,8, com uma média de 0,17. No entanto, exceto para cinco fundos, o índice situa-se entre -1,2 a 2.

É possível concluir que, apesar de existirem mais fundos cujo índice de Sharpe é negativo, a maioria dos fundos de pensões continua a apresentar níveis de rendibilidade superiores à taxa de juro sem risco.

#### 6.4. Utilização de produtos derivados pelas empresas de seguros e pelos fundos de pensões

##### O mercado de derivados

O ano 2010 caracterizou-se por uma evolução positiva do volume de transações nos mercados financeiros mundiais de derivados, contrariando a estabilização de 2009 e registando um máximo histórico.

Analisando os contratos de futuros e opções por categoria, observa-se que nos casos em que a taxa de juro é o ativo subjacente o volume transacionado cresceu 30% face a 2009. Em relação aos derivados sobre índices e ações, a variação foi de 16,2% e 12,5%, respetivamente<sup>27</sup>.

Os derivados internacionais transacionados em bolsa mais significativos para a estrutura de investimentos das empresas de seguros e dos fundos de pensões incluem os contratos *Euro-Bund Futures*, cujo volume de transação apresentou um acréscimo de 28,1% em 2010, e os futuros sobre o *Eurostoxx 50*, em que aquele indicador aumentou 11,6%<sup>29</sup>.

No mercado português, a tendência foi contrária, com a *NYSE Liffe Lisbon* a registar uma variação negativa de 6,8% em termos do volume de futuros e opções transacionadas<sup>28</sup>.

A utilização apropriada de produtos financeiros derivados pode constituir uma ferramenta eficaz de gestão dos investimentos e do negócio, por permitir às empresas de seguros e às sociedades gestoras de fundos de pensões efetuar a cobertura dos riscos de taxa de juro, cambial e de preço.

<sup>27</sup> Fonte: Futures Industry Association ([www.futuresindustry.org](http://www.futuresindustry.org)).

<sup>28</sup> Fonte: NYSE Euronext ([www.euronext.com](http://www.euronext.com)).

Na análise do mercado segurador e de fundos de pensões nacional deve ter-se em atenção que a informação utilizada reflete os contratos em carteira no final dos respetivos anos e não os que estiveram em vigor ao longo dos mesmos.

#### 6.4.1. Práticas do mercado segurador

**Derivados “puros”** Em 2010, o valor nominal dos contratos de derivativos “puros”<sup>29</sup> existentes nas carteiras de ativos representativos das Provisões técnicas decresceu 10,8% face a 2009. O valor nominal dos contratos representava, no final do ano, 20,7% dos investimentos afetos, valor abaixo do registado em 2009 (23,7%).

Os contratos de futuros utilizados incidiram maioritariamente sobre taxa de juro (84,4%) e ações e índices de ações (3,3%).

O valor nominal dos *swaps* de taxa de juro corresponde a 18,5% do montante investido em instrumentos de dívida. No que se refere aos futuros, estes representam 2,4% do montante aplicado em obrigações e ações e títulos de participação, um decréscimo significativo de 2,6 pontos percentuais face a 2009.

Da leitura do Quadro 6.20 destaca-se um aumento de 3,3 pontos percentuais e uma redução de 8 pontos no peso dos contratos *forwards* de divisas e de contratos futuros, respetivamente (em função do valor nominal total dos produtos derivativos nas carteiras afetadas às Provisões técnicas).

Os *swaps* de taxa de juro, representando 70,6% das carteiras de derivativos, continuam a ser a classe mais preponderante.

**Quadro 6.20** Volume nominal por tipo de produto derivado nas carteiras afetadas às Provisões técnicas das empresas de seguros

| milhões de euros             | 2008          |               | 2009          |               | 2010          |               |
|------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
|                              | Montante      | %             | Montante      | %             | Montante      | %             |
| Opções padronizadas          | 39            | 0,3%          | 47            | 0,4%          | 120           | 1,1%          |
| Futuros                      | 1 082         | 8,1%          | 2 174         | 17,4%         | 1 049         | 9,4%          |
| <i>Swaps</i> de taxa de juro | 9 415         | 70,6%         | 8 584         | 68,6%         | 7 882         | 70,6%         |
| <i>Forwards</i> de divisas   | 1 607         | 12,1%         | 334           | 2,7%          | 666           | 6,0%          |
| Outros                       | 1 185         | 8,9%          | 1 374         | 11,0%         | 1 443         | 12,9%         |
| <b>Total</b>                 | <b>13 329</b> | <b>100,0%</b> | <b>12 514</b> | <b>100,0%</b> | <b>11 159</b> | <b>100,0%</b> |

Os produtos estruturados são instrumentos financeiros cujo rendimento e risco resultam da combinação entre um título de dívida e uma componente de rendimento variável, ou de reembolso do capital investido ou do momento desse reembolso, dependente do desempenho de um outro ativo subjacente. Como tal, é igualmente relevante incluir estes produtos na análise efetuada no presente subcapítulo.

Estes produtos caracterizam-se também por permitirem a exposição a riscos de forma indireta, principalmente aos riscos de taxa de juro, de crédito e acionista, em resultado da relação contratualmente estabelecida entre o rendimento do produto e o comportamento de um conjunto de colaterais, que podem compreender outras obrigações com maior incerteza, créditos “securitizados” ou *portfolios* mistos de ações e obrigações.

<sup>29</sup> Não considerando os derivativos embutidos em instrumentos financeiros não derivativos.

No Quadro 6.21 apresenta-se o valor apurado de aplicações em produtos estruturados nas carteiras de ativos a representar as Provisões técnicas. Em 2010 estes instrumentos atingiam 21% do valor investido em obrigações de entidades privadas, um ligeiro decréscimo face ao observado em 2009. Em termos absolutos, é de realçar uma diminuição de 16,7% no seu montante, tendo esta redução sido verificada, com maior ou menor magnitude, em relação a todos os riscos.

Os produtos estruturados com risco de taxa de juro e de crédito continuam a ser os que mais investimentos atraem, com um peso conjunto de 96,1% face ao total.

**Quadro 6.21** Produtos estruturados nas carteiras afetas às Provisões técnicas das empresas de seguros em percentagem do valor das obrigações

| milhões de euros          | 2008         |              | 2009         |              | 2010         |              |
|---------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
|                           | Montante     | %            | Montante     | %            | Montante     | %            |
| Produtos estruturados     | <b>5 915</b> | <b>21,5%</b> | <b>7 496</b> | <b>23,1%</b> | <b>6 246</b> | <b>21,0%</b> |
| Com risco acionista       | 223          | 3,8%         | 316          | 4,2%         | 243          | 3,9%         |
| Com risco de taxa de juro | 3 058        | 51,7%        | 4 215        | 56,2%        | 3 134        | 50,2%        |
| Com risco de crédito      | 2 627        | 44,4%        | 2 965        | 39,6%        | 2 868        | 45,9%        |
| Outros                    | 6            | 0,1%         | 1            | 0,0%         | 1            | 0,0%         |

#### 6.4.2. Práticas do mercado de fundos de pensões

##### Derivados “puros”

O valor nominal dos contratos de derivativos existentes nas carteiras dos fundos de pensões no final de 2010 representavam 5,4% do total da carteira (6,9% em 2009).

Os *forwards* cambiais, que compreendem essencialmente a cobertura de posições em USD e JPY, continuam em 2010 a ser os produtos mais utilizados. Contudo, observou-se um decréscimo do seu peso em 19,1 pontos percentuais, face a 2009.

**Quadro 6.22** Valor nominal por tipo de produto derivado nas carteiras dos fundos de pensões

| milhões de euros           | 2008         |               | 2009         |               | 2010         |               |
|----------------------------|--------------|---------------|--------------|---------------|--------------|---------------|
|                            | Montante     | %             | Montante     | %             | Montante     | %             |
| <i>Forwards</i> de divisas | 1 076        | 69,0%         | 1 061        | 70,1%         | 538          | 51,0%         |
| Futuros                    | 448          | 28,7%         | 453          | 29,9%         | 518          | 49,0%         |
| Outros                     | 35           | 2,3%          | 0            | 0,0%          | 0            | 0,0%          |
| <b>Total</b>               | <b>1 560</b> | <b>100,0%</b> | <b>1 514</b> | <b>100,0%</b> | <b>1 056</b> | <b>100,0%</b> |

##### Produtos estruturados

Pelas razões já anteriormente mencionadas, importa efetuar uma análise destes produtos. No âmbito dos fundos de pensões, estes instrumentos consubstanciam 34,2% do montante investido em obrigações privadas, dos quais 66,7% estão expostos ao risco de taxa de juro. Os produtos estruturados com exposição a risco de crédito surgem como a segunda categoria com maior peso, representando 28,2%, face aos 40,8% observados em 2009. A esse respeito refira-se que, em termos de montante, os produtos estruturados com exposição ao risco de taxa de juro e ao risco de crédito apresentaram, no seu conjunto, uma diminuição de 31,8% em 2010.

**Quadro 6.23** Produtos estruturados nas carteiras dos fundos de pensões

| milhões de euros          | 2008         |              | 2009         |              | 2010         |              |
|---------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
|                           | Montante     | %            | Montante     | %            | Montante     | %            |
| Produtos estruturados     | <b>1 611</b> | <b>36,4%</b> | <b>2 233</b> | <b>37,5%</b> | <b>1 562</b> | <b>34,2%</b> |
| Com risco acionista       | 74           | 4,6%         | 58           | 2,6%         | 78           | 5,0%         |
| Com risco de taxa de juro | 1 021        | 63,4%        | 1 262        | 56,5%        | 1 043        | 66,7%        |
| Com risco de crédito      | 515          | 32,0%        | 912          | 40,8%        | 441          | 28,2%        |
| Outros                    | 1            | 0,1%         | 1            | 0,0%         | 0            | 0,0%         |

## 6.5. As empresas de seguros e os fundos de pensões enquanto investidores institucionais

As empresas de seguros e os fundos de pensões cumprem um papel de relevo enquanto investidores institucionais, potenciando o crescimento e desenvolvimento do setor financeiro em Portugal, por via da procura de ativos com horizontes temporais mais alargados. Caracterizam-se, portanto, por serem operadores que detêm posições estáveis nos instrumentos em que investem, concorrendo para a redução da volatilidade dos mercados.

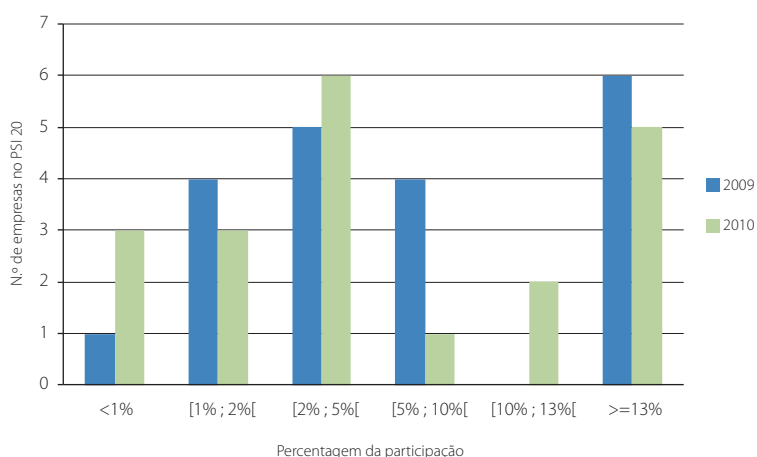
Peso no segmento  
acionista

A alocação de capital por parte das empresas de seguros e dos fundos de pensões em ações que integravam o PSI-20 decresceu, no final de 2010, 30,3%. Este decréscimo provocou uma descida de 56,7% e de 25,9%, respetivamente, no montante detido pelas empresas de seguros e pelos fundos de pensões na capitalização bolsista das empresas do PSI-20.

**Quadro 6.24** Peso na capitalização bolsista do PSI-20

| milhões de euros                              | 2008         |             | 2009         |             | 2010         |             |
|---|--------------|-------------|--------------|-------------|--------------|-------------|
|   | Montante     | %           | Montante     | %           | Montante     | %           |
| Capitalização bolsista das empresas do PSI-20 | 19 461       |             | 25 910       |             | 23 373       |             |
| Montante detido pelos fundos de pensões       | 1 365        | 7,5%        | 1 904        | 7,0%        | 1 411        | 6,0%        |
| Montante detido pelas empresas de seguros     | 250          | 2,1%        | 314          | 1,3%        | 136          | 0,6%        |
| <b>Total</b>                                  | <b>1 615</b> | <b>9,6%</b> | <b>2 218</b> | <b>8,3%</b> | <b>1 547</b> | <b>6,6%</b> |

O Gráfico 6.22 permite visualizar a evolução do total das carteiras das empresas de seguros e dos fundos de pensões, em função da participação no capital bolsista das empresas pertencentes ao PSI-20. É de salientar um decréscimo de participações na classe dos 5% aos 10%, compensado por um aumento nas classes de participações inferiores a 1% e dos 10% aos 13%, que era, em 2009, um conjunto vazio.

**Gráfico 6.22** Proporção do capital detido nas empresas do PSI-20**Peso no segmento de dívida pública**

O Governo português emitiu, no ano 2010, 21 446 milhões de euros relativos a uma obrigação do tesouro de taxa fixa, com cupão de 4,8% e maturidade a 10 anos<sup>30</sup>, o que constitui um reforço de 36% em relação ao emitido em 2009.

O volume de dívida pública portuguesa admitido à negociação no primeiro mercado da Euronext Lisboa cresceu, assim, 15,3%, mantendo a tendência positiva observada em 2009 (11,9%).

Da nova emissão, o montante detido pelas carteiras de ativos representativos das Provisões técnicas das empresas de seguros e pelas carteiras dos fundos de pensões rondou os 3%. Contrariamente, o valor detido pelas mesmas em termos do total do volume de dívida pública portuguesa admitida à negociação na Euronext Lisboa subiu de 3,4% para 5,8%.

É de salientar o aumento expressivo do investimento em dívida soberana nas carteiras de ativos afetos às Provisões técnicas das empresas de seguros (125,9%), consideravelmente superior ao verificado nos fundos de pensões (19,9%).

**Quadro 6.25** Peso na dívida pública admitida à negociação

| milhões de euros  | 2008         |             | 2009         |             | 2010         |             |
|---|--------------|-------------|--------------|-------------|--------------|-------------|
|   | Montante     | %           | Montante     | %           | Montante     | %           |
| Dívida pública admitida à negociação na Euronext Lisboa | 82 148       |             | 91 907       |             | 105 946      |             |
| Montante detido pelos fundos de pensões                 | 606          | 0,7%        | 822          | 0,9%        | 986          | 0,9%        |
| Montante detido pelas empresas de seguros               | 2 173        | 2,6%        | 2 290        | 2,5%        | 5 174        | 4,9%        |
| <b>Total</b>  | <b>2 779</b> | <b>3,4%</b> | <b>3 112</b> | <b>3,4%</b> | <b>6 160</b> | <b>5,8%</b> |

30 Fonte: Boletim mensal do Instituto de Gestão da Tesouraria e do Crédito Público, janeiro 2011.



