



# 6

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



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

### 6.1. Introdução

#### Mercados financeiros

No ano 2007, os mercados de capitais mundiais obtiveram novamente ganhos, especialmente no primeiro semestre, em que se manteve a tendência de crescimento dos preços das ações verificada em 2006. Todavia, a segunda metade do ano foi dominada por uma grande volatilidade, decorrente da crise de liquidez originada pelo mercado de crédito *subprime* norte-americano.

Durante os meses de Julho e Agosto registaram-se quedas importantes nas cotações, embora se tenha assistido a alguma recuperação no último trimestre, o que permitiu uma valorização dos principais índices accionistas face a 2006, considerando o conjunto do ano (exceptuando o índice de referência japonês).

O índice mundial da Morgan Stanley<sup>13</sup> cresceu 7,1% em 2007 (contra os 18% de 2006). Os mercados da América do Norte e da Europa evidenciaram variações positivas de 5,7% e 11%, respectivamente, medidos pelos respectivos índices accionistas Morgan Stanley Capital International.

A capitalização bolsista apresentou, face a 2006, evoluções distintas nos principais mercados mundiais. A Euronext evoluiu 2,6% em 2007, com Lisboa a apresentar uma variação positiva de 14,5% e a bolsa alemã a valorizar 15,9%. Por outro lado, a NYSE<sup>14</sup> decresceu 8,0%, a TSE<sup>15</sup> diminuiu 14,9% e o mercado londrino recuou 8,4%. Continuou a observar-se uma grande proximidade entre o comportamento dos principais índices das bolsas europeias, norte-americanas e do mercado japonês.

A volatilidade accionista acentuou-se ao longo deste ano, tendo-se obtido valores mais elevados em Agosto (com os principais índices a apresentarem volatilidades entre 20 e 30%) e em Novembro, num quadro de incerteza quanto ao desenrolar da crise do crédito hipotecário, ao crescimento do preço das *commodities* e às consequentes pressões inflacionistas.

As volatilidades destes mercados, medidas através dos índices Morgan Stanley Capital International, foram de 15,8% na Europa, 15,9% nos Estados Unidos da América e 19,4% no Japão. Em 2006, os mesmos índices tinham apresentado valores de 13%, 10% e 19%, respectivamente, para este indicador.

Por outro lado, como reflexo da incerteza que caracterizou o ano 2007, e em virtude de um cenário de deterioração do clima de confiança, o diferencial de rendimento entre as obrigações de dívida pública e de dívida privada norte-americana e da Zona Euro aumentou substancialmente. De facto, este diferencial, para o *rating* AA era, no final de 2006, de 51 pontos base nos EUA e de 26 na Zona Euro enquanto que, no final de 2007, se situava em 171 e 88 pontos base respectivamente, sinalizando a alteração da percepção do risco de investimento.

#### Conjuntura nacional

O índice Euronext Lisbon PSI Geral Index cresceu 18,3% no ano em análise, sendo que este valor se deveu essencialmente ao bom desempenho ocorrido no 1.º semestre (23,9%), a que se seguiu, no segundo, uma descida de 4,5% do valor do índice. O volume de transacções na bolsa nacional evoluiu 58,8% face a 2006, em linha com as restantes bolsas europeias. A volatilidade deste índice situou-se nos 14,2%.

---

<sup>13</sup> Medido em USD

<sup>14</sup> New York Stock Exchange

<sup>15</sup> Tokyo Stock Exchange

## 6.2. Investimentos afectos às provisões técnicas das empresas de seguros

### Enquadramento legislativo

O enquadramento normativo dos investimentos das empresas de seguros manteve-se inalterado em 2007, pelo que não surgiram alterações nas políticas de investimento induzidas por factores legais ou normativos.

Os activos representativos das provisões técnicas cresceram, no total, 8,1% relativamente a 2006 (menos 4% que a variação observada no ano anterior), tendo-se constatado aumentos no ramo Vida (excepto *unit linked*) (7,2%), *unit linked* (12,3%) e nos ramos Não Vida (4,0%). As provisões técnicas, por seu turno, aumentaram 4,6% no ramo Vida (excluindo os produtos *unit linked*) e 3,9% nos ramos Não Vida. Em consequência, registou-se um incremento do nível de cobertura das provisões técnicas no ramo Vida e manteve-se o valor deste indicador relativamente às provisões técnicas nos ramos Não Vida, face a 2006.

No geral, a estrutura de investimentos apresenta-se semelhante à existente nos dois últimos anos, tendo, no entanto, ocorrido um novo reforço em obrigações de entidades privadas, em detrimento da aplicação em dívida pública, passando os pesos relativos de 48% para 55%, entre 2005 e 2007, no primeiro caso, e de 27% para 20%, no segundo.

### Quadro 6.1 Composição dos activos representativos das provisões técnicas por tipo de carteira de seguros

milhões de euros	Vida (excepto <i>unit linked</i> )		<i>Unit linked</i>		Não Vida		Total
	Montante	%	Montante	%	Montante	%	Montante
Títulos de dívida pública e equiparados	7.770	27,8%	211	1,5%	2.028	26,6%	10.009
Obrigações e papel comercial	13.846	49,5%	11.023	79,3%	2.392	31,3%	27.261
Acções e títulos de participação	1.577	5,6%	486	3,5%	376	4,9%	2.439
Unidades de participação em fundos de investimento	1.988	7,1%	1.518	10,9%	514	6,7%	4.020
Terrenos e edifícios	125	0,4%	1	0,0%	857	11,2%	982
Depósitos e certificados de depósito	1.947	7,0%	557	4,0%	702	9,2%	3.206
Créditos sobre tomadores de seguro	1	0,0%	0	0,0%	150	2,0%	151
Juros decorridos	676	2,4%	136	1,0%	101	1,3%	912
Outros activos	48	0,2%	-32	-0,2%	512	6,7%	527
<b>Total</b>	<b>27.977</b>	<b>100,0%</b>	<b>13.899</b>	<b>100,0%</b>	<b>7.631</b>	<b>100,0%</b>	<b>49.508</b>
Activos representativos / Provisões técnicas	110,3%		-	-	120,4%		-
Investimentos afectos / Provisões técnicas	99,8%		-	-	97,3%		-

### 6.2.1. Análise por carteira

#### Carteira afecta à representação das provisões técnicas do ramo Vida

O investimento em instrumentos de dívida tem sido dominante nas carteiras de activos representativos das provisões técnicas do ramo Vida, correspondendo a 77,3% do total em 2007. Esta estrutura tem sido idêntica ao longo dos últimos 5 anos, podendo, no entanto, identificar-se uma tendência de redução do peso da dívida pública, compensada por uma maior exposição a dívida privada.

A exposição ao mercado accionista permanece reduzida, com um ligeiro acréscimo face a 2006. A limitada exposição a acções está relacionada com as características das responsabilidades dos seguros do ramo Vida, as quais apresentam maturidades e *cash-outflows* que se adequam melhor às maturidades e *cash-inflows* possibilitados pelos instrumentos de dívida.

**Quadro 6.2** Activos representativos das provisões técnicas do ramo Vida (excepto *unit linked*)

	2005	2006	2007
Títulos de dívida pública e equiparados	35,7%	30,7%	27,8%
Obrigações e papel comercial	42,1%	47,8%	49,5%
Acções e títulos de participação	5,3%	4,5%	5,6%
Unidades de participação em fundos de investimento	6,8%	6,6%	7,1%
Terrenos e edifícios	0,8%	0,7%	0,4%
Depósitos e certificados de depósito	6,8%	6,8%	7,0%
Juros decorridos	2,1%	2,4%	2,4%
Outros activos	0,3%	0,3%	0,2%
<b>Total</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>
Activos representativos / Provisões técnicas	106,2%	107,6%	110,3%
Investimentos afectos / Provisões técnicas	96,4%	97,3%	99,8%

**Carteira afecta a contratos de seguro *unit linked***

Os investimentos afectos às provisões técnicas de seguros em que o risco é suportado pelo tomador continuaram a aumentar de forma considerável, tendo-se registado um incremento de 12,3% em 2007. Nota-se um reforço em obrigações de entidades privadas e fundos de investimento, rubricas que, em conjunto, representam 90,2% do total das aplicações.

A utilização de dívida privada para representação das provisões técnicas de seguros e operações do tipo *unit linked*, em detrimento de dívida pública, resulta do facto de a primeira possibilitar maiores rendibilidades e de as maturidades disponíveis serem mais adequadas ao perfil de risco e rendimento dos produtos disponibilizados pelas empresas de seguros.

Constata-se que quase 50% da dívida privada resulta de emissões de instituições financeiras nacionais, destinadas especificamente ao mercado de seguros *unit linked*.

**Quadro 6.3** Activos representativos das provisões técnicas de seguros e operações do tipo *unit linked* do ramo Vida

	2005	2006	2007
Títulos de dívida pública e equiparados	1,4%	1,5%	1,5%
Obrigações e papel comercial	77,3%	76,3%	79,3%
Acções e títulos de participação	3,1%	3,1%	3,5%
Unidades de participação em fundos de investimento	8,5%	9,9%	10,9%
Depósitos e certificados de depósito	8,8%	8,9%	4,0%
Juros decorridos	1,0%	0,9%	1,0%
Outros activos	-0,2%	-0,5%	-0,2%
<b>Total</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>

Face ao ano 2006, a estrutura da carteira dos investimentos afectos às provisões técnicas dos ramos Não Vida não apresenta grandes alterações, em linha com a tendência de redução de exposição à dívida pública e acréscimo de exposição à dívida privada verificada para a carteira Vida. A utilização deste tipo de instrumentos para cobertura das provisões técnicas Não Vida continua a aproximar-se dos 58% do total dos activos. Em 2007 constatou-se uma redução na exposição directa a acções, compensada pelo aumento do investimento em unidades de participação em fundos de investimento.

**Quadro 6.4** Activos representativos das provisões técnicas dos ramos Não Vida

	2005	2006	2007
Títulos de dívida pública e equiparados	31,9%	28,7%	26,6%
Obrigações e papel comercial	23,1%	29,4%	31,3%
Acções e títulos de participação	5,9%	5,7%	4,9%
Unidades de participação em fundos de investimento	6,6%	4,9%	6,7%
Terrenos e edifícios	12,6%	11,9%	11,2%
Depósitos e certificados de depósito	9,7%	10,3%	9,2%
Créditos sobre tomadores de seguro	2,5%	1,6%	2,0%
Juros decorridos	1,7%	1,6%	1,3%
Outros activos	5,9%	5,9%	6,7%
<b>Total</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>
Activos representativos / Provisões técnicas	119,4%	120,2%	120,4%
Investimentos afectos / Provisões técnicas	95,7%	96,8%	97,3%

## 6.2.2. Análise por origem sectorial e geográfica dos activos

### Análise sectorial

Os investimentos das empresas de seguros mantêm uma elevada concentração sectorial, com cerca de 70% dos activos aplicados no sector económico das actividades financeiras. As carteiras das empresas que operam no ramo Vida são as que apresentam, em 2007, um maior nível de concentração em activos deste sector, por troca com as carteiras relativas a seguros e operações do tipo *unit linked* do ramo Vida.

O facto de existir uma oferta diversificada de produtos financeiros por parte do sector bancário, que serve desta forma de intermediário para o financiamento dos restantes agentes económicos, bem como os relativamente reduzidos níveis de risco dos emitentes, poderão justificar este grau de concentração sectorial.

Os sectores de produtos consumíveis, comunicações, produção e distribuição de electricidade, gás e água e indústria concentram, no seu conjunto, cerca de 18%, 17% e 24% das carteiras Vida, *unit linked* e Não Vida, respectivamente, em posições relativas distintas, o que se afigura idêntico à concentração sectorial observada no ano transacto.

Nas carteiras relativas a seguros e operações do tipo *unit linked* do ramo Vida, destaca-se o aumento da importância dos sectores de produtos consumíveis e de materiais básicos que, em 2007, representavam, já 3,6% e 3,4% do total, respectivamente.

As carteiras referentes a seguros dos ramos Não Vida são as que apresentam um menor grau de concentração em activos do domínio das actividades financeiras, sendo de referir o aumento da importância do da produção e distribuição de combustíveis, observado em 2007 (ano em que representa 2,8% do total).

Os sectores com maior concentração nas carteiras das empresas de seguros apresentaram comportamentos distintos em 2007, como se verifica pela evolução dos índices MSCI<sup>16</sup> Telecommunications Services Europe (16%), MSCI Utilities Europe (17%), MSCI Financials Europe (-14%) e MSCI Energy Europe (11%)<sup>17</sup>. No mercado nacional, os índices sectoriais do PSI Geral obtiveram as seguintes

<sup>16</sup> Morgan Stanley Capital International

<sup>17</sup> Fonte: Bloomberg

variações: financeiro (4,9%), telecomunicações (6,4%), materiais de base (-4,1%) e industrial (4,8%)<sup>18</sup>.

#### Quadro 6.5 Investimentos em obrigações e acções por sector de actividade do emitente

Sector Económico	Ramo Vida excepto seguros e operações do tipo <i>unit linked</i>	Seguros e operações do tipo <i>unit linked</i> do ramo Vida	Ramos Não Vida
Actividades financeiras	70,9%	69,5%	67,8%
Produtos consumíveis	5,5%	3,6%	6,9%
Comunicações	5,2%	1,8%	6,9%
Produção e distribuição de electricidade, gás e água	4,7%	2,8%	7,7%
<i>Asset Backed Securities</i>	2,2%	1,8%	0,7%
<i>Mortgage securities</i>	1,3%	-	0,3%
Indústria	2,7%	9,1%	2,8%
Produção e distribuição de combustíveis	1,4%	0,3%	2,8%
Materiais básicos	1,6%	3,4%	1,6%
Outras actividades	4,4%	7,2%	2,5%
	<b>100,0%</b>	<b>99,5%</b>	<b>100,0%</b>

#### Tipologia dos fundos de investimento

O peso dos fundos de investimento no total das aplicações das empresas de seguros aumentou de 7,2% para 8,1% entre 2006 e 2007, continuando a ocupar o terceiro lugar na estrutura das referidas carteiras. Estes instrumentos possibilitam uma aplicação diversificada, quer por classe, quer por sector alvo.

Os quadros seguintes apresentam a distribuição por fundos que têm como alvo os mercados accionistas, de dívida (pública e privada) e imobiliário.

A categoria identificada como *alternative investment* compreende *hedge funds*, fundos de capital de risco, com estratégias de investimento envolvendo arbitragem, alavancagem, *private equity*, *event driven* ou derivados.

#### Quadro 6.6 Tipologia dos fundos de investimento (ramo Vida, excepto seguros e operações do tipo *unit linked*)

Orientação sectorial	2005	2006	2007
Acções, não diferenciado	18,2%	24,0%	28,3%
Dívida pública e privada	37,9%	33,9%	29,4%
Imobiliário	16,4%	18,4%	20,0%
<i>Alternative Investment</i>	22,0%	21,3%	20,3%
<i>Asset allocation</i> diversificado	4,3%	1,3%	0,7%
Dívida - diversificação geográfica	1,3%	0,8%	1,3%
Outros	0,0%	0,0%	0,0%
	<b>100,0%</b>	<b>99,7%</b>	<b>100,0%</b>

No caso das carteiras relativas ao ramo Vida, excepto seguros e operações do tipo *unit linked*, destaca-se o facto de cerca de um quinto do total dos fundos respeitarem a investimentos alternativos. Verificou-se igualmente um aumento do peso dos fundos que investem maioritariamente em acções, em detrimento dos que efectuam aplicações em dívida pública e privada.

<sup>18</sup> Fonte: CMVM

**Quadro 6.7** Tipologia dos fundos de investimento (seguros e operações do tipo *unit linked* do ramo Vida)

Orientação sectorial	2005	2006	2007
Acções, não diferenciado	29,3%	31,5%	30,0%
Dívida pública e privada	37,7%	35,1%	33,3%
Imobiliário	13,5%	12,7%	16,6%
<i>Alternative Investment</i>	10,2%	7,7%	7,9%
<i>Asset allocation</i> diversificado	5,1%	2,3%	5,1%
Dívida - diversificação geográfica	1,4%	4,1%	4,1%
Dívida - mercados emergentes	1,2%	1,2%	2,5%
Outros	1,6%	5,5%	0,5%
	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>99,9%</b>

Os fundos de investimento que integram as carteiras respeitantes a seguros e operações do tipo *unit linked* do ramo Vida encontram-se sobretudo concentrados em fundos de acções e de dívida pública e privada que, no seu conjunto, representam 63,3% do total. O valor dos fundos de investimento imobiliário apresentaram uma subida significativa, pese embora o contexto que marcou os mercados financeiros em especial na segunda metade do ano.

**Quadro 6.8** Tipologia dos fundos de investimento (ramos Não Vida)

Orientação sectorial	2005	2006	2007
Acções, não diferenciado	8,7%	21,6%	23,1%
Dívida pública e privada	59,2%	27,9%	41,0%
Imobiliário	24,9%	39,9%	28,7%
<i>Alternative Investment</i>	2,4%	2,6%	3,2%
<i>Asset allocation</i> diversificado	0,9%	1,5%	2,8%
Dívida - diversificação geográfica	3,8%	4,8%	1,1%
Outros	0,0%	1,7%	0,0%
	<b>99,8%</b>	<b>99,9%</b>	<b>100,0%</b>

Já no caso da carteira de investimento relativa aos ramos Não Vida destaca-se a significativa perda de importância dos fundos de investimento imobiliário, por troca com fundos de investimento em obrigações.

**Análise geográfica** A par da análise de concentração de investimentos por sectores de actividade, importa estudar a sua concentração geográfica.

Os investidores podem diversificar as suas aplicações, por forma a obter as correlações entre os rendimentos que se mostrem mais adequadas ao seu perfil de risco e à obtenção de rendibilidades superiores.

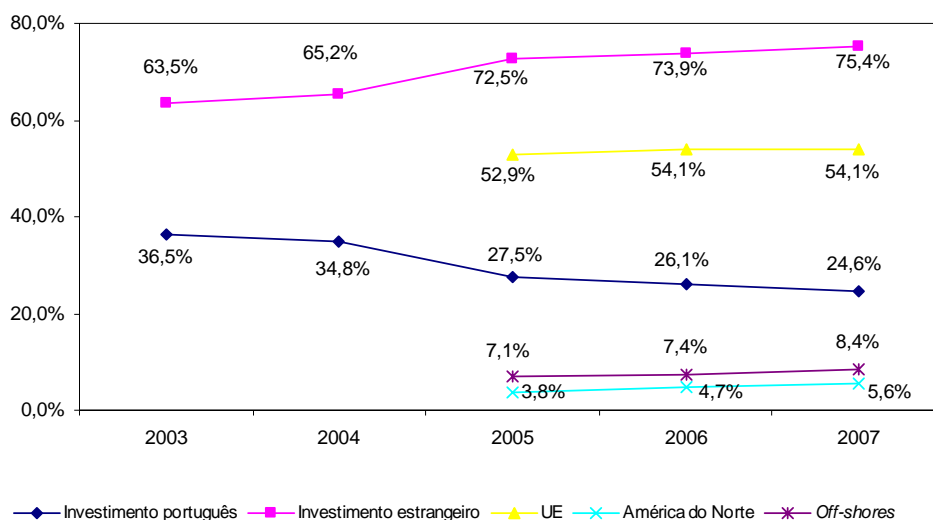
A integração dos mercados financeiros a nível global, aliada às medidas de transparência de informação e reforço das preocupações das autoridades de supervisão financeira, potenciam uma cada vez maior diversificação geográfica dos investimentos, mantendo níveis de risco aceitáveis.

Nos dois gráficos seguintes a análise incide apenas sobre as obrigações de dívida pública e privada, as acções e as unidades de participação, excluindo-se as restantes rubricas, como por exemplo os terrenos e edifícios e os depósitos (que são na sua quase totalidade efectuados no nosso país).

Em Portugal, nas carteiras das empresas de seguros a dispersão geográfica manteve-se, em 2007, idêntica à observada em 2006, continuando a verificar-se uma ligeira tendência de aumento do investimento em activos estrangeiros em detrimento das aplicações em Portugal, com as aplicações com origem fora de Portugal a representar cerca de 75% do total.

As aplicações no estrangeiro concentram-se em países da União Europeia (54,1% do total das carteiras). Assinale-se ainda que as colocações em *off-shores* registaram um crescimento, representando cerca de 8% do total.

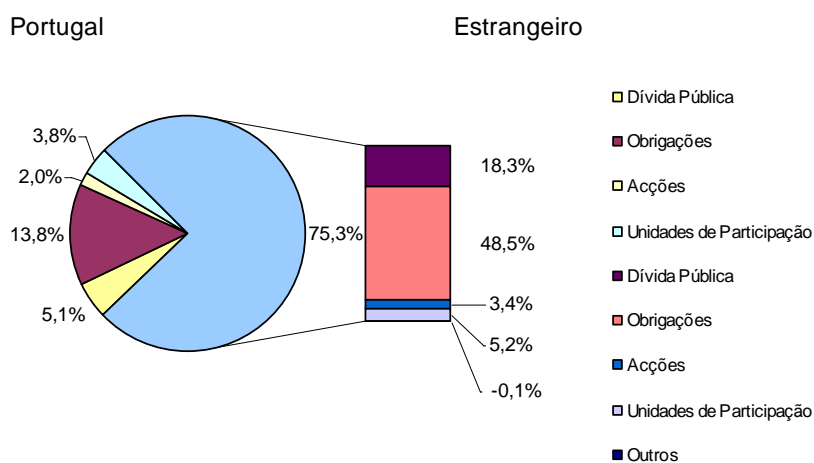
**Gráfico 6.1** Evolução da origem geográfica dos activos representativos das provisões técnicas



O detalhe da dispersão geográfica dos investimentos por classes demonstra que, em todas elas, o estrangeiro é predominante. A dimensão relativa do investimento em obrigações privadas e públicas é inferior nas aplicações efectuadas em Portugal face às realizadas no estrangeiro (85% contra 56% e 32% contra 21%, respectivamente), sucedendo o inverso nas aplicações em fundos de investimento e acções (15% e 8% em Portugal face a 9% e 6% no estrangeiro).

O gráfico seguinte pretende ilustrar a distribuição por classes de activos das aplicações nacionais e com origem estrangeira.

**Gráfico 6.2** Origem geográfica dos activos representativos das provisões técnicas



## Investimento em dívida pública

Numa análise por tipo de investimento das carteiras de seguros Vida (excluindo *unit linked*), seguros e operações do tipo *unit linked* e seguros Não Vida, verifica-se, à semelhança do ano anterior, uma redução da aplicação em dívida pública portuguesa (para 21,7%, no total das carteiras) e o acréscimo da dívida pública dos restantes países da União Europeia.

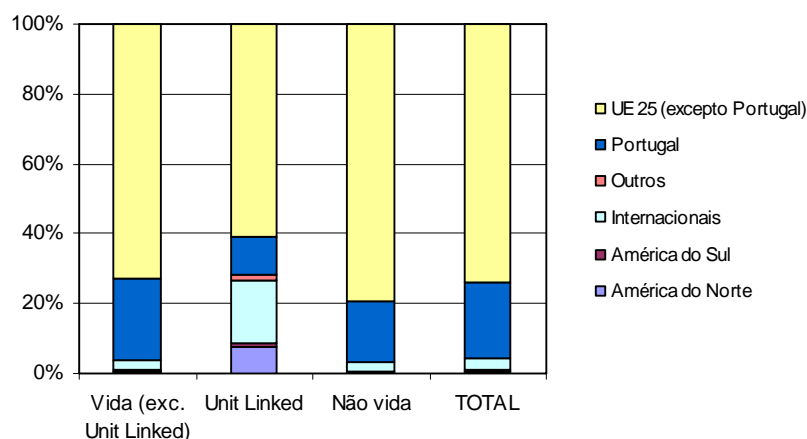
Destes, os que apresentam maior peso em dívida pública são as obrigações do Estado alemão (25,1%), de Itália (18,5%), da França (15,8%) e da Espanha (9,4%), o que evidencia alguma dispersão geográfica.

Da análise dos diferentes ramos deve salientar-se que Vida é o que apresenta o maior peso de dívida pública portuguesa, com cerca de 23%. Por outro lado, a carteira afecta aos seguros *unit linked* aumentou a sua exposição em dívida pública norte-americana e nacional, em detrimento da dívida dos outros países da UE. Por seu turno, as aplicações em dívida emitida por entidades públicas multinacionais nas carteiras *unit linked* aumentaram o seu peso relativo para 18,2%. Trata-se de emissões do Banco Europeu de Investimento e da EUROFIMA<sup>19</sup>.

O comportamento dos mercados de dívida pública dos sectores geográficos alvo foi negativo em 2007. Assim, o índice obrigacionista de dívida pública a 10 anos da Zona Euro decresceu 2,0% em 2007 (tinha decrescido 2,8% em 2006), tendo o índice português sofrido uma redução de 2,3% (valor aproximado ao verificado em 2006). Por outro lado, o índice homólogo dos EUA apresentou uma valorização em 2007 (10,1%).

Contrariamente ao sucedido em 2006, assistiu-se a um acréscimo da diferença das taxas internas de rendibilidade dos títulos de dívida pública a 2 e 10 anos, de um mínimo de 7 pontos base, observado no final de 2006, para um máximo de 33, atingido no final de 2007. Como consequência, a curva de rendimentos dos títulos de dívida pública na Zona Euro apresentava-se com uma inclinação positiva no final de Dezembro de 2007.

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



## Investimento em dívida privada

Em 2007, assistiu-se a uma redução das aplicações em dívida privada portuguesa (para 22,4% do total), compensada pelo acréscimo de importância do investimento

<sup>19</sup> European Company for the Financing of Railroad Rolling Stock

no mercado norte-americano (8,1% do total), em *off-shores* e no agrupamento designado por outros países, em especial nas carteiras de seguros *unit linked* (9,5% do total). No entanto, o peso das aplicações em países da União Europeia, excluindo Portugal, mantém-se em aproximadamente 48%. Entre estes países, aqueles com maior representatividade são a Holanda (16,7%), a Grã-Bretanha (14,4%), a França (13,5%), a Espanha (13,0%) e a Alemanha (12,8%), o que revela alguma dispersão geográfica.

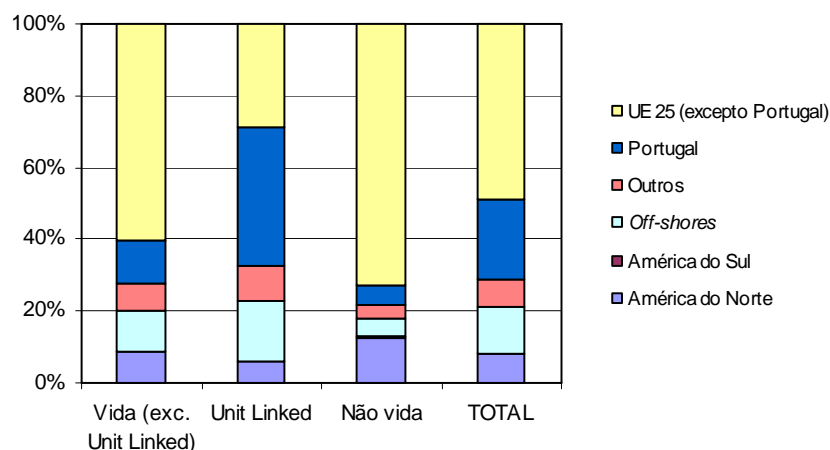
Esta tendência não é, no entanto, igual para as três carteiras. Na carteira Vida (exc. *unit linked*) destaca-se um aumento da exposição ao mercado norte-americano e ao mercado nacional, paralelamente a uma redução no grupo residual de “outros países”, *off-shores* e outros países da UE. Já na carteira Não Vida, assistiu-se ao acréscimo do peso relativo da dívida dos outros países da UE e da dívida privada norte-americana, por contrapartida da redução em dívida nacional e em *off-shores*.

As carteiras de seguros *unit linked* voltaram a diminuir a exposição à dívida privada nacional, com uma redução de 53,1% para 39,1% do total das obrigações continuando, no entanto, a ser a carteira que apresenta a maior percentagem de investimento em Portugal.

As obrigações privadas nacionais, que compõem maioritariamente as carteiras de seguros *unit linked*, são emissões do sector financeiro nacional, para colocação exclusiva no mercado segurador, com maturidades e cupões seleccionados com o objectivo de comercialização sob a forma de seguros de vida *unit linked*.

Os diferenciais de rendibilidade de obrigações de dívida privada e de dívida pública na Zona Euro subiram substancialmente em 2007, em resultado do ambiente de incerteza, sentido sobretudo no 2.º semestre. Assim, para obrigações com *rating* AA o diferencial cresceu de 26 pontos base para 88 pontos base, enquanto que para obrigações com *rating* BBB o diferencial aumentou de 73 pontos base para 145 pontos base. No caso particular das empresas do sector financeiro, bastante mais atingidas pela actual crise, os diferenciais sofreram alterações de maior amplitude: 27 para 96 pontos base e 98 para 240 pontos base, respectivamente.

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



Investimento em acções

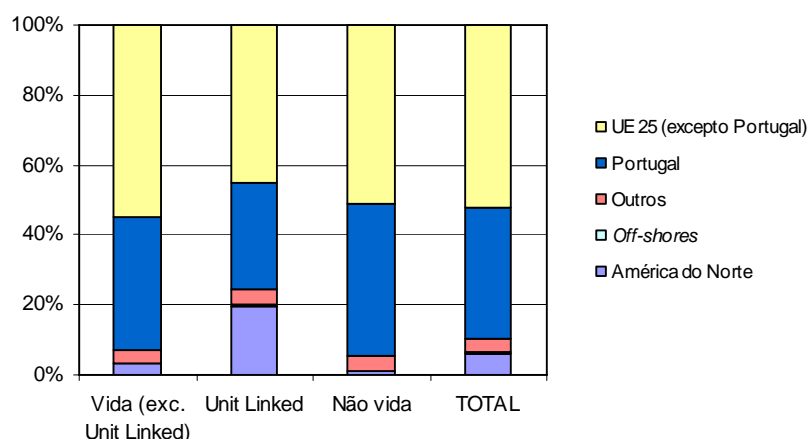
A tendência de deslocação do investimento accionista do mercado nacional para os outros mercados da União Europeia, verificada em 2006, inverteu-se em 2007, com as aplicações nos mercados da União Europeia a decrescer, em termos relativos, cerca de 5,3 pontos percentuais. Este movimento teve como contrapartida um reforço no mercado português (3,7 pontos percentuais), no norte-americano (0,8 pontos percentuais) e em outros países (0,9 pontos percentuais).

Dos países da União Europeia, excluindo Portugal, a França foi o principal destino de aplicações em acções, com 31,0%, seguida da Alemanha (22,5%), da Espanha (10,3%), da Grã-Bretanha (8,8%), da Itália (8,6%) e da Holanda (6,7%).

Constata-se uma grande semelhança entre a distribuição geográfica das acções detidas nas carteiras dos seguros do ramo Vida, excepto operações do tipo *unit linked*, e dos ramos Não Vida. A carteira dos seguros e operações do tipo *unit linked* do ramo Vida apresenta uma estrutura distinta com um peso significativo de acções norte-americanas (19,7%).

No ano em análise, os principais índices accionistas dos países alvo de investimento das carteiras afectas às provisões técnicas de seguros mostraram variações inferiores às verificadas nos anos anteriores, tendo os índices norte-americanos S&P 500 e Nasdaq crescido 3,6% e 9,0%, respectivamente, e os europeus FTSE 100 e Dow Jones Euro Stoxx aumentado 2,3% e 5,2%, respectivamente. O índice PSI-20 cresceu 14,8% em 2007<sup>20</sup>.

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



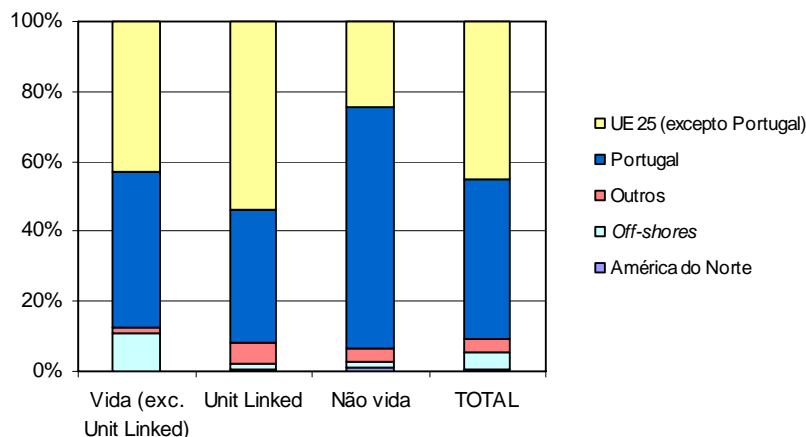
**Investimento em unidades de participação**

Em 2007, a distribuição geográfica das aplicações em fundos de investimento mobiliário manteve-se muito semelhante, face a 2006, com as aplicações em fundos sediados em território nacional a atingir um nível idêntico (cerca de 45%) às efectuadas na União Europeia (excluindo Portugal). Destacam-se os fundos sediados no Luxemburgo, com um peso de 78,6%, como tradicionalmente vem acontecendo. Relativamente às aplicações em *off-shores*, 91,8% foram efectuadas nas Ilhas Caimão.

A carteira de activos afectos às provisões de seguros Não Vida continua a investir maioritariamente em fundos de investimento nacionais, correspondendo a 69,0% do peso relativo no total desta classe.

<sup>20</sup> Fonte: Bloomberg

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



### 6.2.3. Análise de risco

Análise da maturidade, *duration* e *rating*

A gestão do risco é uma tarefa essencial na actividade seguradora. Por forma a efectuar uma adequada gestão da relação Activo-Passivo, os gestores financeiros procuram compor as carteiras de activos representativos das provisões técnicas de seguros com investimentos que sejam adequados às características das responsabilidades, tendo igualmente em atenção a necessidade de dispor de meios financeiros suficientemente líquidos para fazer face ao pagamento de sinistros, nas datas prováveis da sua ocorrência.

Existem três medidas de risco de liquidez e de crédito importantes para analisar o risco das aplicações em títulos de dívida: maturidade, *duration* e *rating*.

A maturidade dos investimentos em obrigações permite aferir o horizonte temporal das aplicações, identificando os períodos em que ocorrem os vencimentos de capital dos empréstimos obrigacionistas e, indirectamente, o volume e *timing* dos recebimentos de cupões. A *duration*, por seu turno, é uma medida de sensibilidade da rentabilidade das obrigações a alterações nas taxas de juro de mercado. Assim, *durations* mais elevadas indiciam maior exposição ao risco de taxa de juro, ou seja, variações positivas das taxas de juro do mercado originam um impacto mais negativo no valor das obrigações com maior *duration*, penalizadas pelo custo de oportunidade de detenção desses títulos.

Em 2007, constata-se que as carteiras de dívida pública e privada afectas às provisões técnicas registaram variações pouco expressivas na maturidade média ponderada e na *duration* média ponderadas, quando comparadas com as ocorridas em 2006.

**Quadro 6.9** Escalões de maturidade dos investimentos em obrigações

milhões de euros	Vida (excepto <i>unit linked</i> )		<i>Unit linked</i>		Não Vida		Total	
	2006	2007	2006	2007	2006	2007	2006	2007
Inferior a 2 anos	23,7%	25,6%	37,5%	47,4%	18,7%	19,7%	26,9%	31,4%
Entre 2 e 5 anos	28,8%	27,5%	25,8%	16,8%	29,6%	24,4%	28,1%	24,0%
Superior a 5 anos	45,1%	44,9%	36,0%	33,5%	50,4%	55,2%	43,3%	42,7%
Sem informação	2,3%	2,0%	0,7%	2,3%	1,2%	0,7%	1,8%	1,9%

Da análise do quadro anterior destaca-se o aumento, em 4,5 pontos percentuais, do peso dos investimentos em obrigações com maturidade inferior a 2 anos, que resulta essencialmente da evolução ao nível da carteira de seguros *unit linked*.

De referir, igualmente, o facto de ser na carteira de seguros Não Vida que se encontra a maior proporção de obrigações com maturidade superiores a 5 anos e o menor peso de obrigações com maturidade inferior a 2 anos.

**Quadro 6.10** Caracterização da modalidade de pagamento do cupão dos investimentos em obrigações

	Vida (excepto <i>unit linked</i> )		<i>Unit linked</i>		Não Vida		Total	
	2006	2007	2006	2007	2006	2007	2006	2007
Cupão fixo	54,5%	50,6%	34,3%	25,0%	68,3%	68,9%	50,7%	45,1%
Cupão zero	9,0%	8,4%	3,5%	22,3%	2,7%	1,4%	6,7%	11,7%
Cupão variável	32,6%	32,5%	38,9%	33,3%	26,6%	28,1%	33,6%	32,3%
Sem informação	3,8%	8,4%	23,3%	19,4%	2,5%	1,6%	9,0%	10,9%

No que toca à forma de pagamento do cupão, o fixo ocupa o primeiro lugar nas carteiras de seguros do ramo Vida e dos Ramos Não Vida, representando mais de metade do total.

Já na carteira de seguros *unit linked*, a posição cimeira é ocupada por títulos que remuneram os investidores através do pagamento de cupões variáveis, tendo-se no último ano assistido a uma aumento muito significativo da importância das obrigações de cupão zero na carteira.

Nos quadros seguintes apresentam-se as maturidades e *durations* dos títulos de dívida presentes nas carteiras das empresas de seguros, seguindo-se os gráficos demonstrativos dos níveis de *rating* das mesmas aplicações.

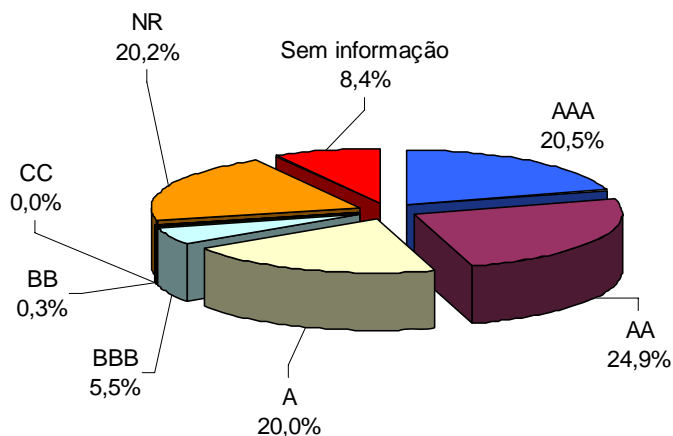
**Quadro 6.11** Maturidade e *duration* dos investimentos em obrigações (ramo Vida excepto *unit linked*)

	2005		2006		2007	
	Maturidade	<i>Duration</i>	Maturidade	<i>Duration</i>	Maturidade	<i>Duration</i>
Títulos de dívida pública e equiparados	6,07	4,84	7,49	5,59	8,25	5,72
Obrigações e papel comercial	7,77	2,56	7,52	2,69	7,18	2,37

Amostra	2005		2006		2007	
	Maturidade	<i>Duration</i>	Maturidade	<i>Duration</i>	Maturidade	<i>Duration</i>
Títulos de dívida pública e equiparados	99%	97%	99%	97%	100%	96%
Obrigações e papel comercial	92%	59%	93%	62%	86%	60%

**Gráfico 6.7** Rating do investimento em obrigações (ramo Vida excepto *unit linked*)



No que respeita à maturidade e *duration* observa-se uma redução no caso das obrigações e papel comercial e um aumento no dos títulos de dívida pública e equiparados.

Constata-se que o nível de *rating* das obrigações constantes nas carteiras de seguros Vida excepto *unit linked* desceu ligeiramente face a 2006. Assim, cerca de 71% das obrigações apresenta em 2007 notações na categoria *investment grade* (classificação igual ou superior a BBB), enquanto em 2006 esta percentagem rondava os 74%.

A análise da dívida privada detida pelas empresas de seguros é enviesada, no caso dos activos afectos a seguros *unit linked*, pela falta de informação relativa ao *rating* de um conjunto importante de emissões obrigacionistas. É de salientar que estas obrigações são essencialmente emitidas por instituições financeiras nacionais, sendo especialmente desenhadas para os produtos *unit linked*.

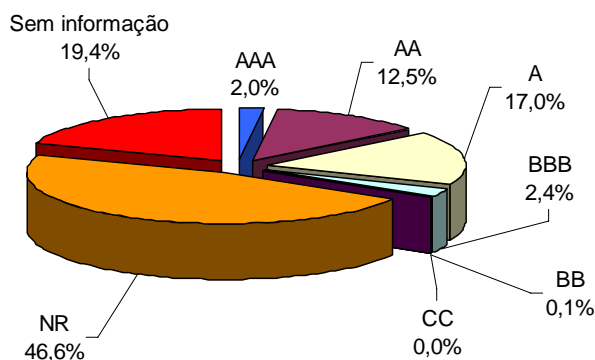
**Quadro 6.12** Maturidade e *duration* dos investimentos em obrigações (*unit linked*)

	2005		2006		2007	
	Maturidade	<i>Duration</i>	Maturidade	<i>Duration</i>	Maturidade	<i>Duration</i>
Títulos de dívida pública e equiparados	4,21	3,15	6,89	5,25	6,79	4,58
Obrigações e papel comercial	8,55	4,81	8,77	4,15	9,53	3,49

Amostra	2005		2006		2007	
	Maturidade	<i>Duration</i>	Maturidade	<i>Duration</i>	Maturidade	<i>Duration</i>
Títulos de dívida pública e equiparados	100%	98%	100%	93%	100%	93%
Obrigações e papel comercial	99%	29%	96%	30%	60%	30%

**Gráfico 6.8** Rating do investimento em obrigações (*unit linked*)



No caso dos investimentos afectos às carteiras *unit linked*, relativamente à maturidade e *duration*, observa-se uma redução em todos os casos, excepto na maturidade das obrigações e papel comercial. Salienta-se a reduzida dimensão da amostra utilizada para estes títulos, ao longo de todo o período em análise, no caso da *duration*, e no último ano, no caso da maturidade.

Verifica-se igualmente uma redução do nível de *rating*, com uma percentagem de investimento em títulos da categoria *investment grade* de cerca de 34% em 2007, face a 36% em 2006. Todavia, importa destacar a existência de uma parcela muito expressiva de títulos para os quais não existe *rating* ou informação disponível, o que não significa necessariamente que a esses títulos esteja associado um nível de risco elevado.

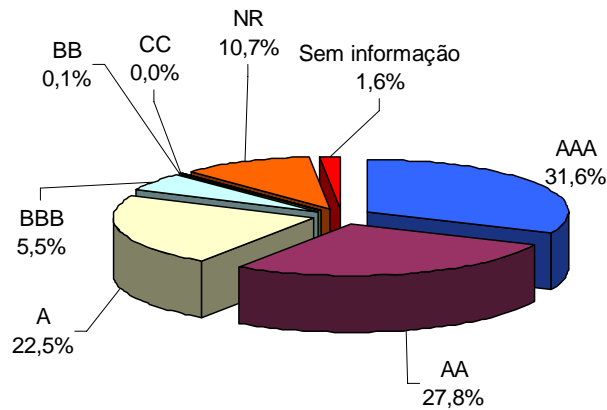
**Quadro 6.13** Maturidade e *duration* dos investimentos em obrigações (ramos Não Vida)

	2005		2006		2007	
	Maturidade	<i>Duration</i>	Maturidade	<i>Duration</i>	Maturidade	<i>Duration</i>
Títulos de dívida pública e equiparados	5,90	4,73	8,05	5,90	8,73	5,96
Obrigações e papel comercial	5,59	2,71	6,83	2,94	7,03	2,64

Amostra	2005		2006		2007	
	Maturidade	<i>Duration</i>	Maturidade	<i>Duration</i>	Maturidade	<i>Duration</i>
Títulos de dívida pública e equiparados	100%	98%	100%	98%	100%	94%
Obrigações e papel comercial	90%	74%	93%	74%	97%	82%

Gráfico 6.9 Rating do investimento em obrigações (ramos Não Vida)



A maturidade e a *duration* dos títulos afectos aos ramos Não Vida apresentam valores mais elevados do que no caso da carteira de seguros do ramo Vida.

Mais uma vez, constata-se que uma percentagem muito relevante da carteira de obrigações das empresas de seguros se encontra afecta a investimentos da categoria *investment grade* (cerca de um terço do total com *rating* AAA), cujo nível de risco é, à partida, relativamente reduzido. Saliente-se ainda que a percentagem de obrigações com *rating* desta categoria chega a 87%, valor idêntico ao verificado em 2006.

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

Apesar de o peso das acções e das unidades de participação em fundos de investimento ser reduzido nas carteiras de activos afectos às provisões técnicas, importa analisar a volatilidade dos respectivos preços, especialmente num contexto de incerteza como o vivido no segundo semestre do ano em apreço.

A volatilidade, medida através do desvio padrão anualizado das variações logarítmicas diárias de preços ao longo do ano, é um indicador de risco de preço das aplicações, permitindo aferir a possibilidade de se registarem perdas importantes nas carteiras.

É conhecido que, em períodos de turbulência, a volatilidade aumenta nos mercados accionistas. Como já foi referido, ao longo de 2007 os preços nos mercados accionistas registaram subidas no primeiro semestre, perdendo valor no segundo, tendo os períodos de maior incerteza ocorrido em Agosto e Novembro, o que levou a oscilações de preços com maiores amplitudes nesses meses.

Esta situação reflectiu-se na volatilidade anual dos índices representativos dos principais mercados. O PSI-20 registou, em 2007, uma volatilidade anual de 14,2%, um aumento de 4,8 pontos percentuais face a 2006. Os índices dos principais mercados de destino de investimento verificaram igualmente aumentos neste indicador. Assim, o Next 150 apresentou uma volatilidade de 15,3%, o CAC 40, 17,2%, o DAX, 15,5%, o IBEX, 16,5%, o S&P 500, 16,3%, o AEX, 15,9%, o MIB30, 15,4% e o UKX 17,7%<sup>21</sup>. Relativamente a 2006, este indicador cresceu nestes índices, em média, entre 2 e 5 pontos percentuais.

Em consequência, e como se pode constatar nos quadros seguintes, a volatilidade anualizada do preço das acções em carteira subiu nos três grupos de ramos de

<sup>21</sup> Fonte: Bloomberg

seguros, com acréscimos que variaram entre 2,5 e 8,6 pontos percentuais face ao ano transacto, sugerindo portanto um novo acréscimo de risco. Em 2007, também a volatilidade do preço dos fundos de investimento apresentou subidas, que embora situadas no intervalo entre 1 e 2 pontos percentuais, correspondem a acréscimos que rondam os 50%.

Note-se, no entanto, que os valores apresentados nos quadros 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.

**Quadro 6.14** Volatilidade do investimento em acções e fundos de investimento (ramo Vida excepto *unit linked*)

	2005	2006	2007
	Volatilidade	Volatilidade	Volatilidade
Acções e títulos de participação	15,73	20,38	28,97
Unidades de participação em fundos de investimento	2,32	3,82	5,66
<i>Amostra</i>			
	2005	2006	2007
	Volatilidade	Volatilidade	Volatilidade
Acções e títulos de participação	98%	94%	92%
Unidades de participação em fundos de investimento	51%	52%	62%

Relativamente à volatilidade dos investimentos que integram a carteira do ramo Vida excepto *unit linked*, surpreende pela positiva o valor relativamente reduzido apresentado para as unidades de participação em fundos de investimento, considerando que a carteira de fundos se encontra, em cerca de 20%, alocada a fundos classificados como *alternative investment*.

**Quadro 6.15** Volatilidade do investimento em acções e fundos de investimento (*unit linked*)

	2005	2006	2007
	Volatilidade	Volatilidade	Volatilidade
Acções e títulos de participação	14,68	20,95	26,10
Unidades de participação em fundos de investimento	3,57	4,45	6,79
<i>Amostra</i>			
	2005	2006	2007
	Volatilidade	Volatilidade	Volatilidade
Acções e títulos de participação	100%	82%	79%
Unidades de participação em fundos de investimento	56%	58%	80%

Na carteira de seguros *unit linked*, a volatilidade do investimento em acções surge com um valor inferior ao do agregado anterior, embora não restem dúvidas de que, ao nível dos fundos de investimento, são efectuados investimento em activos mais voláteis.

#### Quadro 6.16 Volatilidade do investimento em acções e fundos de investimento (ramos Não Vida)

	2005	2006	2007
	Volatilidade	Volatilidade	Volatilidade
Acções e títulos de participação	15,86	19,44	21,90
Unidades de participação em fundos de investimento	1,16	2,22	3,44

Amostra	2005	2006	2007
	Volatilidade	Volatilidade	Volatilidade
Acções e títulos de participação	86%	83%	90%
Unidades de participação em fundos de investimento	38%	40%	64%

Efectuando a comparação com o ramo Vida (excepto *unit linked*), especificamente para os investimentos em acções e títulos de participação, salienta-se o facto de que, embora as duas carteiras apresentem níveis de volatilidade semelhantes em 2005, a carteira associada aos ramos Não Vida apresenta em 2007 um risco inferior.

Da análise dos quadros anteriores, sobressai a grande diferença existente entre o nível de volatilidade das unidades de participação em fundos de investimento e da exposição directa a acções e títulos de participação. De facto, um dos objectivos associados ao investimento em fundos de investimento é precisamente a possibilidade de benefício do efeito de mitigação do risco de preço, decorrente da diversificação de *portfolios*, pelo que tais diferenças são expectáveis.

### 6.3. Investimentos dos fundos de pensões

#### 6.3.1. Análise por tipo de fundo

O enquadramento normativo dos fundos de pensões estabelece diferentes limites ao investimento, em função do tipo de activo, do emitente e do grupo económico, resultando em diferentes níveis mínimos de dispersão e diversificação de investimentos.

Para além do quadro normativo, cada fundo de pensões possui uma orientação de investimento na qual as características dos participantes e o tipo de plano a financiar desempenham um papel importante.

Uma vez que os fundos de pensões fechados, que correspondem na sua quase totalidade a fundos de benefício definido e são classificados como fundos profissionais, representam cerca de 95% do total dos investimentos dos fundos de pensões, as conclusões relativas à totalidade do mercado são idênticas às daqueles fundos.

As carteiras dos fundos de pensões continuam a apresentar uma elevada dispersão pelas diversas rubricas. Em 2006, a estrutura dos investimentos sofreu uma alteração significativa, já que naquele ano a componente acções e títulos de participação foi, pela primeira vez, aquela com maior peso no total das aplicações. Em 2007 continua a ser esta a rubrica mais importante no total dos investimentos dos fundos de pensões, apesar de o seu peso ter sofrido uma redução de 4 pontos percentuais. A esta diminuição da exposição a acções não é alheia a desvalorização dos mercados nacional e accionistas internacionais a que se assistiu no segundo semestre de 2007.

As aplicações em obrigações e papel comercial e, sobretudo, em fundos de investimento, saíram reforçadas no ano em análise, passando os seus pesos no total a ascender a cerca de 19% e 24%, respectivamente. Ocorreu também uma redução da exposição a títulos de dívida pública e equiparados, com o seu peso

relativo a reduzir-se em 4 pontos percentuais, correspondendo a uma redução do valor aplicado de 10,1%.

#### Quadro 6.17 Composição dos activos por tipo de fundo de pensões e tipo de plano de pensões

milhões de euros	Fechados		PPR/E		PPA		Rest. Abertos		Total
	Montante	%	Montante	%	Montante	%	Montante	%	Montante
Títulos de dívida pública e equiparados	3.524	16,7%	187	37,3%	0	0,0%	142	19,1%	<b>3.853</b>
Obrigações e papel comercial	3.972	18,8%	136	27,2%	0	0,0%	207	27,8%	<b>4.315</b>
Acções e títulos de participação	5.577	26,4%	24	4,8%	19	97,5%	50	6,7%	<b>5.670</b>
Unidades de participação em fundos de investimento	4.988	23,7%	95	18,9%	0	0,0%	278	37,4%	<b>5.361</b>
Terrenos e edifícios	1.578	7,5%	8	1,5%	0	0,0%	12	1,7%	<b>1.598</b>
Depósitos e certificados de depósito	1.010	4,8%	50	9,9%	1	2,7%	54	7,3%	<b>1.114</b>
Outros investimentos	441	2,1%	3	0,5%	0	-0,2%	1	0,1%	<b>445</b>
<b>Total</b>	<b>21.090</b>	<b>100%</b>	<b>502</b>	<b>100%</b>	<b>19</b>	<b>100%</b>	<b>744</b>	<b>100%</b>	<b>22.356</b>

milhões de euros	Benefício definido		Contribuição definida		Misto		Total
	Montante	%	Montante	%	Montante	%	Montante
Títulos de dívida pública e equiparados	3.486	16,6%	276	28,6%	92	26,6%	<b>3.853</b>
Obrigações e papel comercial	4.018	19,1%	234	24,3%	62	18,1%	<b>4.315</b>
Acções e títulos de participação	5.588	26,5%	75	7,7%	8	2,2%	<b>5.670</b>
Unidades de participação em fundos de investimento	4.913	23,3%	291	30,2%	157	45,5%	<b>5.361</b>
Terrenos e edifícios	1.591	7,6%	8	0,8%	0	0,0%	<b>1.598</b>
Depósitos e certificados de depósito	1.013	4,8%	75	7,8%	26	7,6%	<b>1.114</b>
Outros investimentos	440	2,1%	5	0,5%	0	0,0%	<b>445</b>
<b>Total</b>	<b>21.048</b>	<b>100,0%</b>	<b>963</b>	<b>100,0%</b>	<b>345</b>	<b>100,0%</b>	<b>22.356</b>

Analisando as carteiras dos fundos de benefício definido (BD) e contribuição definida (CD) constata-se que os segundos apresentam uma maior concentração em títulos de dívida face aos primeiros (52,9% vs. 35,7%). Em contrapartida, as carteiras dos fundos CD concentram 37,9% dos seus investimentos em acções e títulos de participação e unidades de participação em fundos de investimento (dos quais, 30,2% em fundos de investimento), enquanto os fundos BD alocam aos mesmos activos 49,8% do total.

#### Fundos de pensões fechados

Os fundos de pensões fechados, como já foi referido, reflectem a evolução global. O investimento em acções representa agora 26,4% do total das aplicações (31% em 2006), uma descida de 4,6 pontos percentuais. Descida idêntica foi sentida na rubrica títulos de dívida pública e equiparados.

Por contrapartida, verifica-se um aumento da exposição à dívida privada, assim como a fundos de investimento. No seu conjunto, estas rubricas cresceram 11,3 pontos percentuais, tendo as restantes mantido os seus pesos relativos quase inalterados.

#### Fundos abertos (excluindo PPR/E e PPA)

A carteira dos fundos de pensões abertos, excluindo os PPR/E e PPA, que serão analisados noutra parte deste relatório, apresenta uma estrutura muito diferente da carteira dos fundos fechados.

A rubrica de unidades de participação em fundos de investimento representa, em 2007, 37,4% do total investido (36,3% em 2006) e apenas 6,7% se encontram aplicados em acções, privilegiando estes fundos o investimento indirecto ao investimento directo em acções. Destes, cerca de 44% correspondem a fundos de investimento mobiliários que investem sobretudo em acções, 28% correspondem a fundos mobiliários que não investem maioritariamente em acções e 12% são *hedge funds*.

As aplicações em dívida pública e privada apresentam um peso de cerca de 47%, um valor 2 pontos percentuais superior ao verificado em 2006.

A exposição ao segmento accionista decresceu igualmente face a 2006, embora apenas 1,2 pontos percentuais, situando-se agora em 6,7% do valor da carteira total.

**Quadro 6.18** Evolução da composição das carteiras

	Fechados		PPR/E		PPA		Rest. Abertos	
	2006	2007	2006	2007	2006	2007	2006	2007
	%	%	%	%	%	%	%	%
Títulos de dívida pública e equiparados	21,5%	16,7%	35,9%	37,3%	0,0%	0,0%	18,6%	19,1%
Obrigações e papel comercial	11,8%	18,8%	29,0%	27,2%	0,1%	0,0%	26,5%	27,8%
Acções e títulos de participação	31,0%	26,4%	4,6%	4,8%	95,8%	97,5%	7,9%	6,7%
Unidades de participação em fundos de investimento	21,5%	23,7%	22,9%	18,9%	0,0%	0,0%	36,3%	37,4%
Terrenos e edifícios	8,2%	7,5%	1,6%	1,5%	0,0%	0,0%	1,9%	1,7%
Depósitos e certificados de depósito	4,6%	4,8%	6,4%	9,9%	3,9%	2,7%	9,6%	7,3%
Outros investimentos	1,5%	2,1%	-0,3%	0,5%	0,2%	-0,2%	-0,7%	0,1%
<b>Total</b>	<b>100%</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 por tipo de entidade gestora

Os fundos de pensões são geridos por empresas de seguros e por sociedades gestoras de fundos de pensões, representando a parte gerida pelas primeiras apenas 2,1% do total da carteira. Esta percentagem continua a reduzir-se, sendo que, em 2005, o valor dos fundos de pensões geridos por estas entidades correspondia a 3,3% do total.

Não obstante o reduzido peso da carteira gerida pelas empresas de seguros, interessa verificar as diferenças registadas ao nível da estrutura da carteira, sobretudo tendo em conta que tanto estas como as sociedades gestoras gerem a mesma percentagem de fundos de pensões fechados (cerca de 94%).

As estratégias de investimento adoptadas pelas empresas de seguros na gestão de fundos de pensões são mais próximas das utilizadas para o investimento em activos representativos das provisões técnicas. O peso dos títulos de dívida pública e obrigações privadas corresponde a 60,5% nos fundos de pensões geridos por empresas de seguros, face a 36,0% nos fundos geridos por sociedades gestoras de fundos de pensões. O investimento em acções e unidades de participação em fundos de investimento tem maior relevância nos investimentos dos fundos de pensões geridos por sociedades gestoras do que nas carteiras geridas por empresas de seguros (49,9% face a 24,0%, respectivamente).

**Quadro 6.19** Composição das carteiras por tipo de entidade gestora de fundos de pensões

milhões de euros	Soc. Gestoras		Emp. Seguros		Entidades Gestoras	
	Montante	%	Montante	%	Montante	%
Títulos de dívida pública e equiparados	3.776	17,2%	77	16,7%	3.853	17,2%
Obrigações e papel comercial	4.112	18,8%	203	43,8%	4.315	19,3%
Acções e títulos de participação	5.636	25,7%	34	7,3%	5.670	25,4%
Unidades de participação em fundos de investimento	5.284	24,1%	77	16,7%	5.361	24,0%
Terrenos e edifícios	1.571	7,2%	28	6,0%	1.598	7,1%
Depósitos remunerados e certificados de depósito	1.054	4,8%	61	13,1%	1.114	5,0%
Outros activos	461	2,1%	-17	-3,6%	445	2,0%
<b>Total</b>	<b>21.894</b>	<b>100,0%</b>	<b>462</b>	<b>100,0%</b>	<b>22.356</b>	<b>100,0%</b>

### 6.3.2. Análise por origem sectorial e geográfica dos activos

#### Análise sectorial

Os investimentos dos fundos de pensões apresentam, à semelhança das carteiras das empresas de seguros relativas aos activos representativos das provisões técnicas, uma forte concentração no sector das actividades financeiras, justificada, em parte, pelas razões já apresentadas aquando da análise efectuada a estas empresas. Esta exposição ganhou ainda maior dimensão em 2007, passando o seu peso relativo para cerca de 56% do total. A exposição ao sector financeiro através de acções corresponde a cerca de 50%. No entanto, esta concentração mantém-se em níveis muito inferiores à concentração das empresas de seguros.

Os sectores de produtos consumíveis, comunicações, indústria e produção e distribuição de electricidade, gás e água representam, no seu conjunto, cerca de 29% do total, face aos 36% observados em 2006.

Tal como apresentado no ponto 6.2.2., em 2007 os sectores com maior concentração obtiveram comportamentos distintos em termos de rendibilidade, com o sector financeiro a ser bastante penalizado.

Ainda assim, saliente-se a subida do peso do sector das actividades financeiras, num ano em que este tipo de actividades sofreu perdas. Convém igualmente referir que os fundos de pensões do sector bancário têm, no seu conjunto, uma exposição ao sector financeiro de cerca de 56%, enquanto no conjunto dos restantes fundos a percentagem é de 61%.

**Quadro 6.20** Investimentos em obrigações e acções por sector de actividade do emitente

Sector Económico	2005	2006	2007
Actividades financeiras	47,0%	48,0%	55,9%
Comunicações	10,0%	8,9%	9,4%
Indústria	10,0%	9,3%	6,9%
Produção e distribuição de electricidade, gás e água	8,0%	8,0%	6,4%
Produtos consumíveis	5,0%	10,2%	6,2%
Materiais básicos	3,0%	1,1%	3,0%
<i>Asset Backed Securities</i>	1,0%	2,1%	1,3%
<i>Mortgage securities</i>	2,0%	0,6%	1,2%
Produção e distribuição de energia	1,0%	2,7%	3,9%
Outras actividades	13,0%	9,2%	5,8%
	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>

**Tipologia dos fundos de investimento**

Os fundos de investimento representam 24% do total das aplicações dos fundos de pensões em 2007, um acréscimo de 2 pontos percentuais face ao observado em 2006, mantendo o segundo lugar no total dos investimentos. Estas aplicações permitem uma diversificação por classe de investimento e por sector alvo.

Como se pode observar no quadro seguinte, cerca de 33% das unidades de participação correspondem a fundos que investem maioritariamente em acções, sem especialização, representando um pequeno decréscimo face a 2006 (34%). Mantém-se assim o investimento no sector accionista por via de fundos de investimento mobiliário, não se tendo verificado um desinvestimento neste segmento.

Em 2007, a categoria *alternative investment* foi a que obteve maior incremento em termos de peso relativo (3 pontos percentuais).

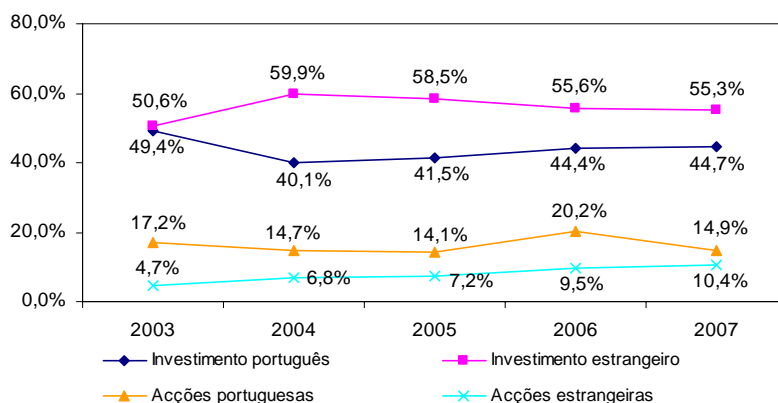
**Quadro 6.21** Tipologia dos fundos de investimento

Orientação sectorial	2005	2006	2007
Acções, não diferenciado	40,0%	33,7%	32,8%
Dívida pública e privada	20,8%	24,1%	21,7%
Imobiliário	22,5%	20,6%	20,5%
<i>Alternative Investment</i>	7,8%	8,7%	11,5%
Dívida - fundos índice	4,7%	7,4%	7,2%
<i>Asset allocation</i> diversificado	1,4%	1,8%	2,9%
Dívida - diversificação geográfica	2,3%	2,9%	2,5%
Dívida - mercados emergentes	0,6%	0,7%	0,5%
	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>99,6%</b>

Análise geográfica

Analisando os fundos de pensões na perspectiva da diversificação de investimento em função da sua origem geográfica, em 2007, o peso relativo das aplicações no estrangeiro manteve-se praticamente inalterado face ao ano anterior. A alteração mais marcante na estrutura geográfica ocorreu na rubrica acções nacionais, a qual decresceu aproximadamente 5 pontos percentuais face a 2006. Esta redução, no entanto, foi compensada pelo acréscimo de aplicações em dívida privada nacional e em fundos de investimento domiciliados em Portugal.

Gráfico 6.10 Evolução da origem geográfica dos activos dos fundos de pensões 2003-2007

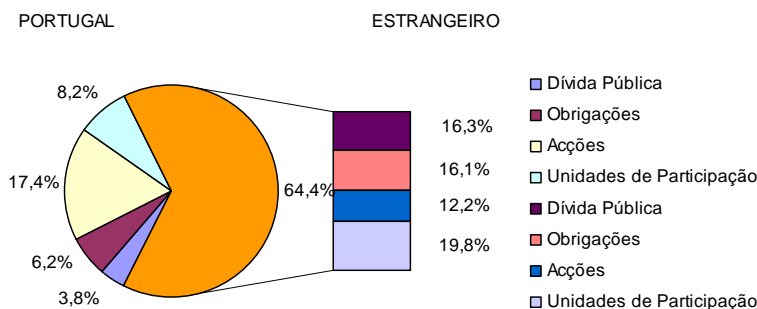


Contudo, o detalhe da dispersão geográfica dos investimentos por classe de activos demonstra que a rubrica acções e títulos de participação nacionais continua a superar o correspondente valor aplicado fora do país, tal como já sucedia no ano anterior, embora com menor expressão.

De resto, as restantes rubricas mantêm um peso relativo entre Portugal e o estrangeiro semelhante ao verificado em 2006, assistindo-se, no entanto, no investimento estrangeiro a uma redução do peso das aplicações em obrigações públicas e o correspondente reforço em obrigações privadas (cerca de 3 pontos percentuais).

Esta análise incide apenas sobre as aplicações em valores mobiliários, excluindo-se as restantes rubricas, como por exemplo os terrenos e edifícios e depósitos (investimentos na sua quase totalidade efectuados em Portugal).

Gráfico 6.11 Origem geográfica dos activos dos fundos de pensões



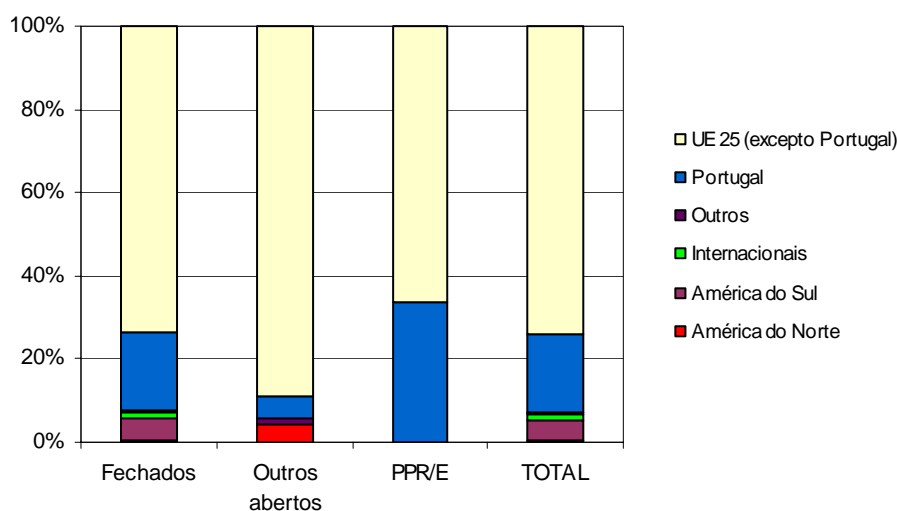
### Investimento em dívida pública

O investimento em títulos de dívida pública de países da União Europeia (excluindo Portugal) aproxima-se de 74% do total investido em dívida pública pelos fundos de pensões. Há que destacar a redução de aplicações em dívida pública nacional por parte dos fundos de pensões classificados como Outros Abertos (quase 6 pontos percentuais) e o acréscimo de aplicações nesta mesma rubrica, por parte dos fundos PPR/E (cerca de 16 pontos percentuais). No total, o investimento em dívida pública portuguesa representa cerca de 19%.

Analisando a decomposição pelos diversos países da UE, 39,2% respeitam a dívida pública alemã, 25,3% a francesa, 16,9% a italiana e 11,3% a dívida pública grega. Comparando com o ano anterior, verifica-se que não houve uma alteração significativa nesta dispersão.

Tal como em 2006, o investimento em dívida pública de países da América do Sul corresponde a títulos brasileiros, que representam cerca de 3% do total.

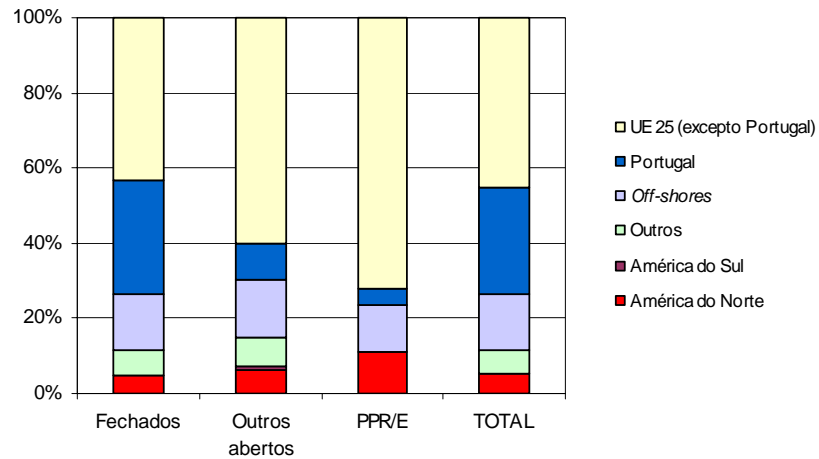
**Gráfico 6.12** Distribuição geográfica dos investimentos em dívida pública nos fundos de pensões



### Investimento em dívida privada

Contrariamente ao verificado para a dívida pública, no que se refere à dívida privada as obrigações emitidas por empresas portuguesas (cerca de 28% do total) continuam, nos fundos de pensões, a ser uma das mais importantes origens de investimento. Dos países da União Europeia, excluindo Portugal, cerca de 85% das aplicações ocorrem no conjunto de países composto por Irlanda (22,6%), Espanha (15,3%), França (13,8%), Alemanha (13,4%), Grã-Bretanha (10,4%) e Holanda (9,8%). Comparando o investimento em Portugal com as aplicações nos outros países da União Europeia, verifica-se que o peso relativo do primeiro apresentou um crescimento de cerca de 6 pontos percentuais, enquanto os segundos viram a sua representação decrescer na mesma proporção. Destaque também para a importância dos *off-shores* (14,7% do total), transversal a todos os tipos de fundos.

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



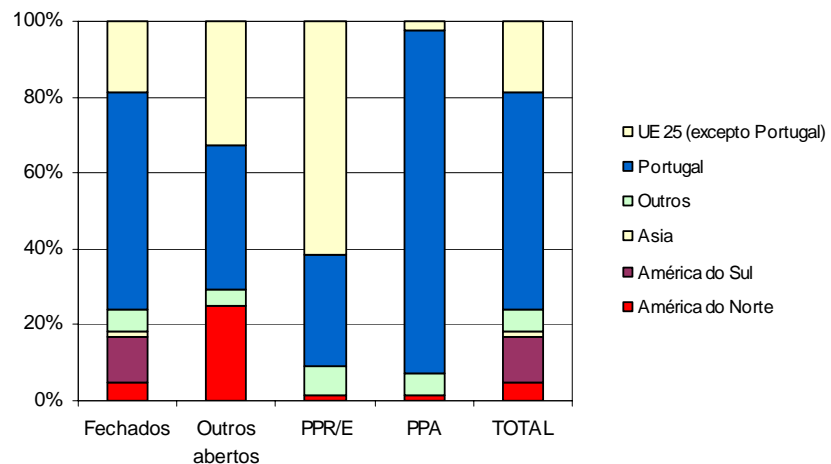
**Investimento em acções**

As acções, tal como já mencionado, representam o principal investimento individual efectuado pelos fundos de pensões nacionais, representando cerca de um quarto da carteira. Portugal continua a ser o destino preferencial, embora com um decréscimo expressivo de aproximadamente 11 pontos percentuais face a 2006, tendo a sua percentagem descido de 68% para 57,1%.

O investimento em outros países da UE representa cerca de 19% do total, dos quais aproximadamente 73% correspondem a acções de empresas espanholas. O investimento sul-americano assume um valor não negligenciável, tendo duplicado o seu peso (5,7% para 11,8%), correspondendo a acções de empresas brasileiras.

Os fundos de pensões classificados como Outros Abertos viram o investimento em acções norte-americanas crescer cerca de 21 pontos percentuais, em termos relativos, contrabalançado pela redução da exposição ao mercado nacional (cerca de 17 pontos percentuais). Esta alteração deveu-se essencialmente à redução do investimento em acções do PSI 20 e à aquisição de acções norte-americanas.

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



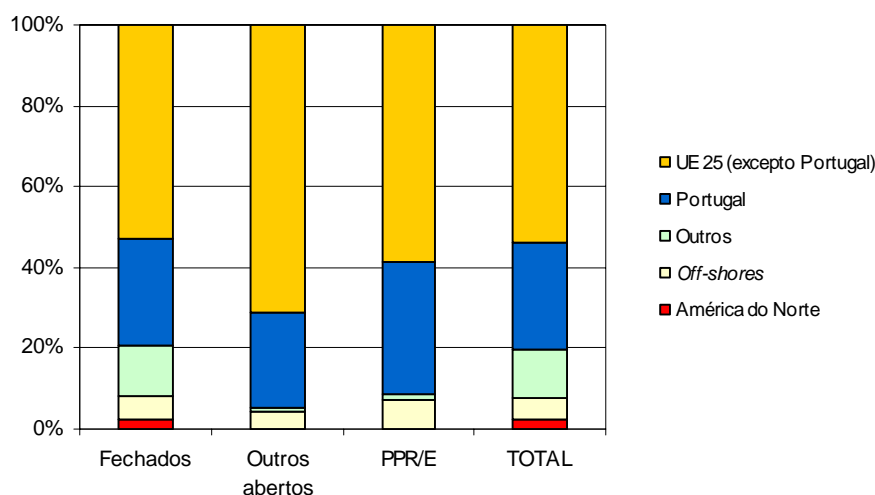
## Investimento em unidades de participação

A origem das aplicações em unidades de participação em fundos de investimento sofreu, em 2007, uma ligeira alteração face à verificada em 2006. Manteve-se o investimento maioritário em países da União Europeia, excluindo Portugal, enquanto o peso das aplicações em fundos domiciliados em território nacional diminuiu quase 5 pontos percentuais. O peso dos fundos de investimento de países exteriores à União Europeia registou um ligeiro aumento (1,6 pontos percentuais nos EUA e 3,5 pontos percentuais em outros países).

Dos restantes países da União Europeia, o Luxemburgo continua a ser o país com a maior parcela (cerca de 51%), seguido da Irlanda, com aproximadamente 37%.

Relativamente às aplicações sediadas em *off-shores*, cerca de 94% foram efectuadas nas Ilhas Caimão (83% em 2006).

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



### 6.3.3. Análise de risco

Tal como foi referido no ponto 6.2.3 para as empresas de seguros, a gestão do risco assume-se também como uma tarefa fundamental para os fundos de pensões. Tendo em consideração a necessidade de dispor de meios financeiros suficientemente líquidos para fazer face ao pagamento dos encargos com pensões, nas datas prováveis da sua ocorrência, torna-se indispensável proceder a uma correcta gestão da relação entre o Activo e o Passivo, especialmente nos fundos de benefício definido. Nos fundos de pensões de contribuição definida é igualmente relevante controlar de forma apropriada o binómio rentabilidade/risco, de modo a assegurar o cumprimento dos objectivos estabelecidos.

Nos fundos de pensões de benefício definido em que o peso da população activa seja significativo, o horizonte temporal das responsabilidades é, de forma geral, bastante alargado. Assim, os gestores sentem maior pressão para a valorização dos activos a médio e longo prazo, o que permite o investimento em activos financeiros que tendem a gerar rendimentos superiores nestes horizontes temporais, tal como as acções, atribuindo menor relevância a eventuais perdas no curto prazo.

## Análise da maturidade, duration e rating

Começando por analisar os investimentos em obrigações, serão consideradas as três medidas de risco de liquidez e crédito já abordadas para as empresas de seguros: maturidade, *duration* e *rating*.

Em 2007, constata-se que as carteiras de obrigações de dívida pública dos fundos de pensões registaram aumentos na maturidade e na *duration* médias ponderadas. O primeiro caso é explicado pelo efeito de substituição de obrigações, essencialmente pelo seu vencimento, por outras com maturidades residuais mais elevadas. Já o aumento das *durations* é consequência da trajectória ascendente observada nas taxas de juro do euro, aliado ao facto de estas obrigações serem quase exclusivamente de taxa fixa (cerca de 98% do total).

Nas aplicações em dívida privada, a tendência foi de um ligeiro decréscimo, quer nas maturidades, quer nas *durations*, resultante da redução da exposição a taxa fixa, estratégia directamente relacionada com o aumento das taxas de juro da Zona Euro ocorrida em 2007. Em 2006, as obrigações de taxa variável representavam cerca de 79% do total, atingindo em 2007 aproximadamente 86%.

No quadro seguinte, apresentam-se as maturidades e *durations* dos títulos de dívida presentes nas carteiras dos fundos de pensões, seguindo-se os gráficos demonstrativos dos níveis de *rating* das mesmas aplicações.

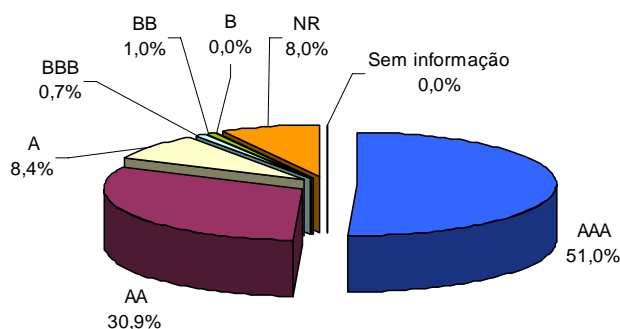
**Quadro 6.22** Maturidade e *duration* dos investimentos em obrigações

	2005		2006		2007	
	Maturidade	<i>Duration</i>	Maturidade	<i>Duration</i>	Maturidade	<i>Duration</i>
Títulos de dívida pública e equiparados	7,68	5,10	10,10	6,00	12,75	6,80
Obrigações e papel comercial	9,59	2,30	12,06	2,38	10,53	2,05

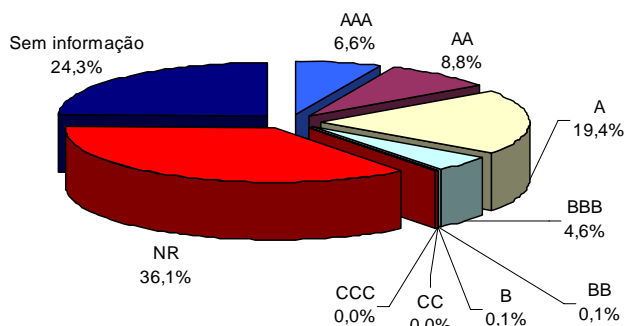
Amostra	2005		2006		2007	
	Maturidade	<i>Duration</i>	Maturidade	<i>Duration</i>	Maturidade	<i>Duration</i>
Títulos de dívida pública e equiparados	99%	97%	100%	92%	100%	97%
Obrigações e papel comercial	88%	44%	74%	50%	75%	36%

**Gráfico 6.16** *Rating* do investimento em títulos de dívida pública



Como se pode verificar pela análise do gráfico, mais de metade do investimento (51%) é colocado em títulos cujo emitente obteve uma notação de *rating* de AAA, sendo o peso total dos investimentos da categoria *investment grade* de 91%, traduzindo um acréscimo de 3 pontos percentuais face a 2006.

**Gráfico 6.17** Rating do investimento em dívida privada



Neste caso, o investimento em títulos classificados com notações de *rating* iguais ou superiores a BBB é de 40%, sendo de referir que para a generalidade dos restantes não existe informação disponível ou não foi atribuído qualquer *rating*. O acréscimo observado nas obrigações com classificação “NR” resulta do aumento do investimento líquido em novas obrigações do sector financeiro (cerca de 85%), domiciliadas em *off-shores* (56,2%), na EU, excluindo Portugal (29,2%), e em Portugal (18,3%).

Volatilidade das acções e dos fundos de investimento

Dado o peso que as aplicações em acções e fundos de investimento assumem nas carteiras dos fundos de pensões, importa analisar a volatilidade destes activos, medida de forma análoga ao que anteriormente se realizou para as empresas de seguros.

Tendo em conta a evolução que os mercados accionistas registaram ao longo do ano e o seu impacto na volatilidade dos principais índices accionistas, já destacado na análise efectuada no ponto 6.2.3. deste capítulo, constata-se que a volatilidade anualizada do preço das acções em carteira subiu cerca de 9 pontos percentuais face a 2006, sugerindo um acréscimo de risco destas aplicações, em linha com a variação de volatilidades dos índices representativos atrás indicada. Por outro lado, este indicador manteve-se quase inalterado no caso dos fundos de investimento mobiliário, reflectindo a maior diversificação existente nestas aplicações, que contribui para a mitigação dos riscos de investimento.

Note-se, no entanto, que os valores apresentados nos quadros que se seguem resultam da média ponderada das volatilidades de cada título, sem terem em consideração as co-variâncias entre as variações logarítmicas diárias de preços de cada título, o que faz com que estes valores surjam ligeiramente empolados.

**Quadro 6.23** Volatilidade do investimento em acções e fundos de investimento

	2005	2006	2007
	Volatilidade	Volatilidade	Volatilidade
Acções e títulos de participação	16,18	19,81	28,86
Unidades de participação em fundos de investimento	5,13	6,95	6,79
<i>Amostra</i>	2005	2006	2007
	Volatilidade	Volatilidade	Volatilidade
Acções e títulos de participação	95%	95%	89%
Unidades de participação em fundos de investimento	84%	52%	73%

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

Nesta secção apresenta-se a análise efectuada à rendibilidade dos fundos de pensões durante o ano 2007, bem como à respectiva volatilidade. Para os fundos abertos, foi recolhida a informação mensal referente aos valores das unidades de participação publicados no Boletim de Cotações da Euronext Lisboa. Para os fundos de pensões fechados, foram utilizados os elementos trimestrais comunicados pelas entidades gestoras ao Instituto de Seguros de Portugal.

A rendibilidade anual foi apurada, relativamente aos fundos abertos, 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.

No que respeita aos fundos fechados, foi utilizada a 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 dos fundos foi igualmente apurada de forma geométrica.

Note-se que não foram considerados os efeitos dos encargos correntes de gestão nos fundos de pensões, uma vez que o seu efeito é negligenciável.

Importa referir que a rendibilidade e a volatilidade, isoladamente, não permitem 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 objectivo dar a conhecer estas variáveis tendo apenas como enquadramento a gestão dos activos, oferecendo para comparação os dados de referência observados nos mercados financeiros.

#### Rendibilidade anual

Como se pode verificar pelo quadro seguinte, os fundos de pensões apresentaram um comportamento positivo em 2007. No entanto, tendo em consideração a elevada exposição ao mercado accionista e a trajectória ascendente das taxas de juro, a rendibilidade dos fundos de pensões é, neste ano, a mais reduzida dos últimos cinco anos. A respectiva taxa média de rendibilidade, ponderada pelo valor de cada fundo, foi de 6,3% (menos 2,5 pontos percentuais que em 2006). Para os fundos fechados a rendibilidade foi de 6,5% e para os abertos foi de 3,1%.

**Quadro 6.24** Taxas de rendibilidade dos fundos de pensões

	2004	2005	2006	2007
Total dos fundos de pensões	7,2%	9,1%	8,8%	6,3%
Fundos de pensões fechados	7,3%	9,2%	9,0%	6,5%
Fundos de pensões abertos	4,8%	6,0%	5,3%	3,1%

#### Rendibilidade dos fundos de pensões fechados

Os 173 fundos de pensões fechados considerados em 2007 foram agrupados em quatro escalões de rendibilidade, para efeitos de comparação da respectiva *performance*.

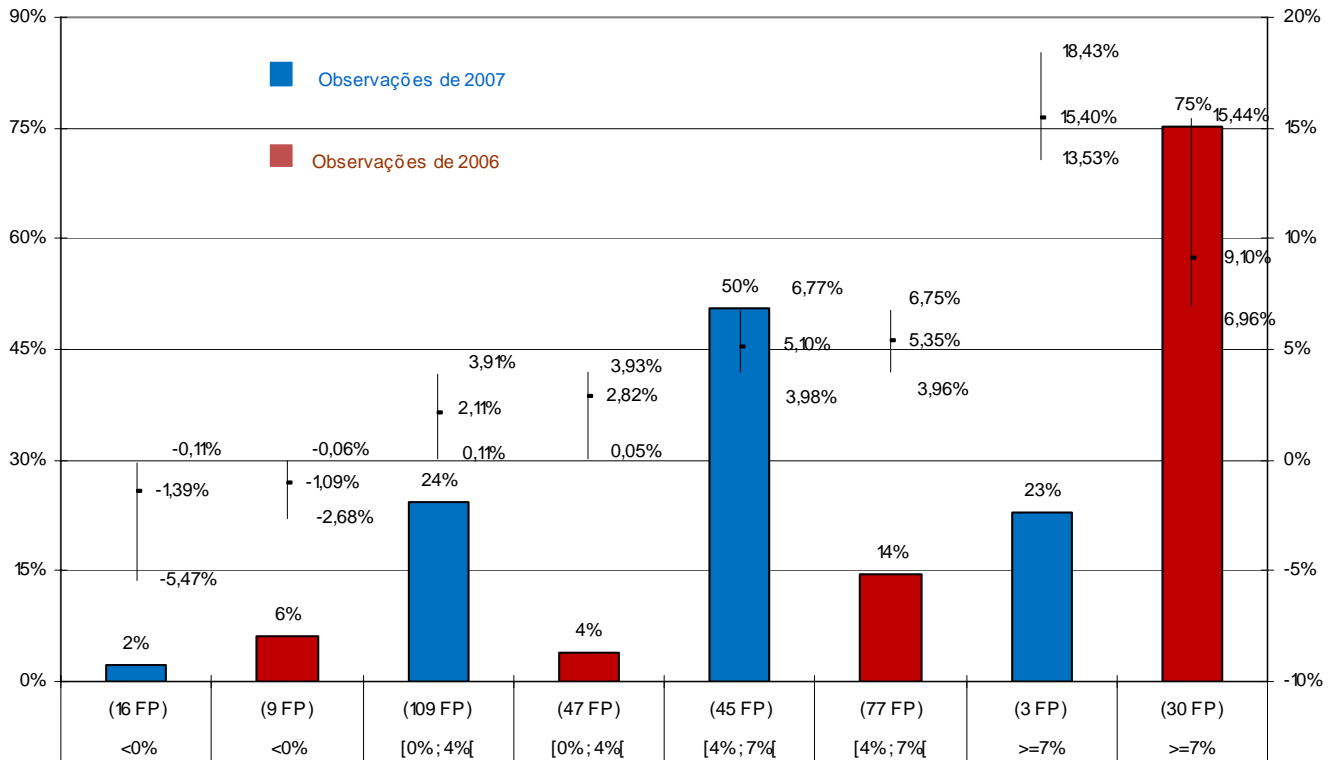
O gráfico seguinte apresenta as taxas de rendibilidade máxima, média e mínima, bem como o peso do respectivo escalão no montante total dos fundos fechados, para os anos 2006 e 2007.

Uma primeira conclusão reside no facto de em 2007 cerca de 76% dos fundos de pensões (tendo em consideração a dimensão dos valores investidos) ter obtido valorizações inferiores a 7,0%, enquanto que, em 2006, 75% do total superou esta rendibilidade. Por outro lado, apenas três fundos de pensões apresentam níveis de

rendibilidade superiores a 7% (cerca de 23% dos montantes geridos), enquanto que, em 2006, trinta ultrapassavam esta fasquia.

A amplitude de variação das taxas de rendibilidade foi de 23,9 pontos percentuais, com um fundo a registar o mínimo de -5,5%, situando-se a taxa máxima nos 18,4%. A rendibilidade média simples individual foi de 2,8%.

**Gráfico 6.18** Taxas de rendibilidade dos fundos fechados por escalões



**Tipo de actividade económica dos associados**

Segregando os associados dos fundos de pensões por tipo de actividade económica, verifica-se que a rendibilidade dos fundos constituídos por associados do sector da actividade bancária continua a ser a mais elevada do conjunto, não obstante a redução de aproximadamente 2 pontos percentuais. Tal situação poderá, de alguma forma, decorrer da menor concentração em activos do sector financeiro destes fundos, na medida em que estes foram dos mais penalizados ao longo do último ano. Cerca de 92% do montante de fundos geridos pertence a associados originários de três sectores de actividade económica, cujos respectivos níveis de rendibilidade decresceram, em 2007, entre 2 e 4 pontos percentuais.

**Quadro 6.25** Taxa de rendibilidade do mercado de fundos de pensões fechados por tipo de actividade económica dos associados

	2005		2006		2007	
	Quota de mercado	Taxa de rendibilidade	Quota de mercado	Taxa de rendibilidade	Quota de mercado	Taxa de rendibilidade
Actividade bancária	69,5%	9,7%	73,0%	9,8%	73,5%	7,7%
Comunicações e transportes	14,1%	8,7%	12,3%	7,1%	12,2%	3,3%
Produção e distribuição de electricidade, gás e água	6,8%	8,9%	6,4%	8,7%	6,3%	4,6%
Indústria	5,7%	6,5%	3,7%	4,6%	3,5%	2,3%
Actividade seguradora	1,6%	7,0%	1,6%	5,2%	1,5%	2,3%
Outras actividades financeiras	0,9%	9,0%	0,7%	3,3%	0,7%	1,9%
Comércio	1,0%	7,3%	1,3%	4,2%	1,2%	3,0%
Outros	0,5%	4,9%	1,0%	4,8%	1,0%	2,7%
	<b>100,0%</b>	<b>9,2%</b>	<b>100,0%</b>	<b>9,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>6,5%</b>

#### Rendibilidade dos fundos de pensões abertos

Para a análise da rendibilidade dos fundos de pensões abertos, conforme referido no início desta secção, foi apurada a taxa obtida através das variações mensais dos valores das unidades de participação.

Foram considerados 54 fundos abertos, dos quais 19 são PPR/E e 4 são PPA.

A taxa de rendibilidade dos fundos de pensões abertos foi de 3,1%, 2,3 pontos percentuais abaixo da verificada em 2006 e, tal como nos anos anteriores, menor que a dos fechados. Outro factor de destaque é o bom desempenho dos PPA, em resultado do crescimento do mercado accionista nacional durante o primeiro semestre de 2007. Já os PPR/E obtiveram rendibilidades mais modestas (2,6%), fruto do fraco desempenho dos mercados obrigacionistas.

#### Rendibilidade e risco

A rendibilidade de um *portfolio* de activos financeiros deve ser avaliada tendo em conta o risco incorrido na obtenção do resultado. Nesta perspectiva, foram apuradas as volatilidades dos rendimentos dos fundos, segundo a metodologia descrita no início desta secção.

Assim, no quadro seguinte pode constatar-se que o conjunto dos fundos de pensões fechados apresenta uma volatilidade média, ponderada pelo peso de cada um, de 8,5%. O conjunto dos abertos apresenta uma volatilidade de 2,9%, não significativamente influenciada pela volatilidade dos PPA, que têm um peso reduzido.

**Quadro 6.26** Rendibilidade e volatilidade dos fundos de pensões

	2004		2005		2006		2007	
	Rendibilidade	Volatilidade	Rendibilidade	Volatilidade	Rendibilidade	Volatilidade	Rendibilidade	Volatilidade
Fundos de pensões fechados	7,3%	n.d.	9,2%	n.d.	9,0%	6,6%	6,5%	8,5%
Todos os fundos de pensões abertos	4,8%	2,0%	6,0%	2,5%	5,3%	2,5%	3,0%	2,9%
Fundos de pensões PPR/E	3,6%	1,4%	4,3%	2,0%	4,2%	1,9%	2,6%	2,4%
Fundos de pensões PPA	17,3%	10,2%	18,2%	9,8%	29,1%	12,6%	14,0%	15,4%
Outros fundos de pensões abertos	5,7%	2,4%	7,1%	2,7%	5,4%	2,6%	3,0%	2,9%

**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

Adicionalmente às análises de rendibilidade e risco (volatilidade), efectuadas isoladamente, é também importante realizar uma análise conjunta destas duas medidas, ou seja, medir a *performance* alcançada ponderada pelo risco incorrido. Esta análise é particularmente relevante, pois permite classificar os diversos fundos segundo o nível de ponderação das fontes de risco para a rendibilidade alcançada.

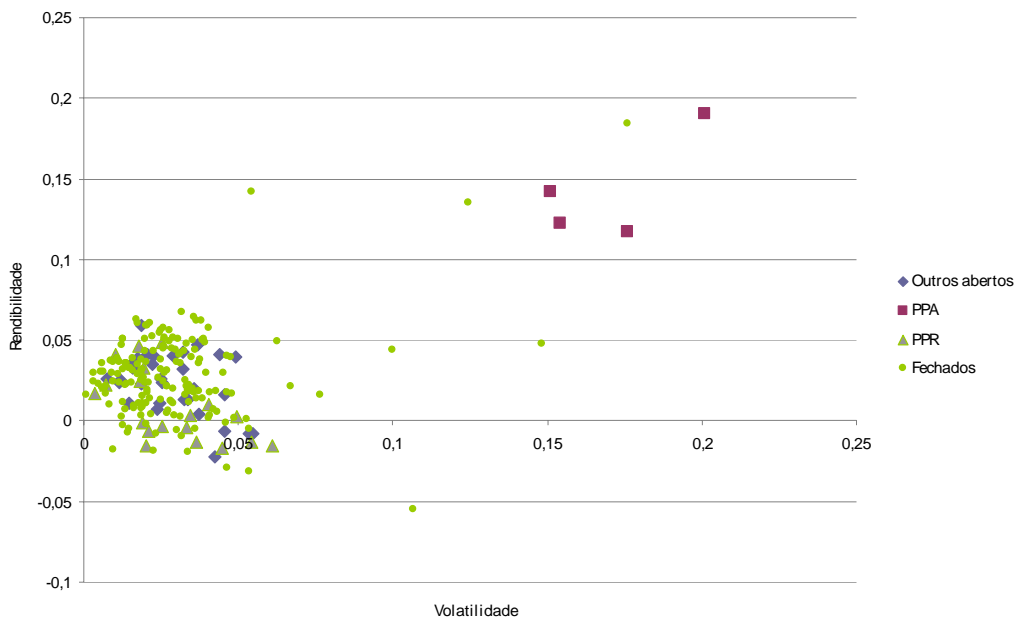
A medida de *performance* ponderada pelo risco escolhida para efectuar a análise foi o índice de Sharpe, definido como o excesso de rendibilidade obtida por um *portfolio* sobre a taxa de juro sem risco do mercado, ponderado pelo desvio-padrão

da rentabilidade desse *portfolio*, num determinado período de tempo. Neste caso, o período de tempo corresponde a um ano, e para taxa de juro sem risco foi seleccionada a média geométrica das taxas de juro mensais Euro Weekly Repo Refinance Rate, observadas durante 2007.

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

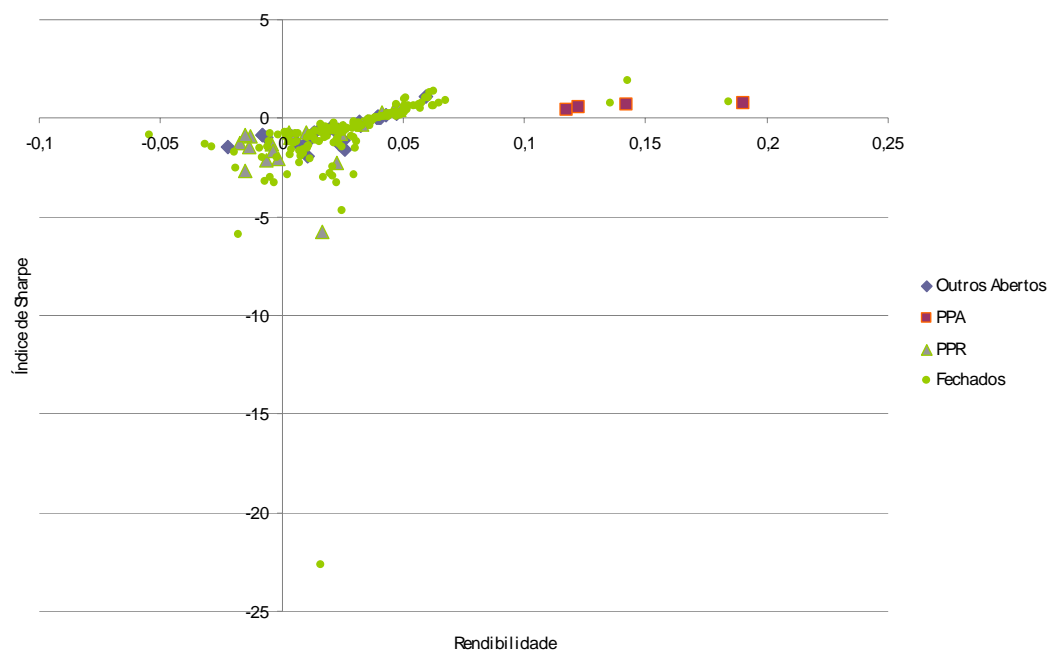
Como seria expectável, os PPA são os que se situam no topo superior direito do gráfico, reflectindo os maiores níveis de rentabilidade e risco. Por outro lado, em 2007, o conjunto dos fundos fechados encontra-se na sua maioria próximo dos outros fundos abertos e PPR/E, mas com uma maior dispersão do que a verificada em 2006, evidenciando uma menor homogeneidade das carteiras de investimento.

**Gráfico 6.19** Rentabilidade e volatilidade dos fundos de pensões



Os índices de Sharpe observados em 2007 variaram entre -22,67 e 1,92, com a média a situar-se em -0,76. Tanto o valor máximo como o valor mínimo do índice foi atingido por fundos fechados. Pode concluir-se que, comparativamente com o ano anterior, a generalidade dos fundos de pensões apresenta níveis de rentabilidade inferiores à taxa de juro sem risco, contrariamente ao que sucedia em 2006.

Gráfico 6.20 Índice de Sharpe dos fundos de pensões



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

##### O mercado de derivados

Em 2007, registou-se uma vez mais um forte crescimento no volume de transacções nos mercados mundiais de derivados. Este facto deriva do elevado clima de incerteza vivido, sobretudo durante o segundo semestre, que teve como consequência a procura acrescida de instrumentos de mitigação de risco. O volume transaccionado de futuros Eurodollar aumentou 23,8% e o de 10 Yr T-Notes subiu 36,6%, situando-se o crescimento dos contratos Euro-Bund em apenas 5,8%. Nos mercados accionistas, o volume dos contratos DJ Euro Stoxx 50 Futures verificou um acréscimo de 53,2%.

No mercado nacional, a tendência de forte crescimento foi semelhante, com o volume de futuros transaccionados a crescer cerca de 60% face a 2006. O contrato de futuros sobre o PSI 20 continua a ser o contrato mais negociado, representando cerca de 81% do valor global de futuros transaccionado.

A utilização de produtos financeiros derivados permite às empresas de seguros e às sociedades gestoras de fundos de pensões efectuar a cobertura do risco de taxa de juro, do risco cambial e do risco de preço, ou simplesmente gerir de forma mais eficaz as suas carteiras.

Ao longo dos últimos anos tem vindo a verificar-se um acréscimo na utilização deste tipo de instrumentos pelas empresas de seguros e de fundos de pensões, nomeadamente através de produtos *over-the-counter* (OTC).

Nas análises que se seguem deve ter-se em consideração que a informação utilizada reflecte os contratos em vigor no final de 2007 e não os que estiveram em vigor ao longo do ano. No entanto, deve salientar-se que os valores utilizados pelas empresas não variam muito ao longo do ano, reflectindo uma estratégia de manutenção das operações de cobertura de risco.

### 6.4.1. Práticas do mercado segurador

#### Derivados “puros”

Em 2007, o valor nominal dos contratos de derivativos “puros” presentes nas carteiras de activos afectos à representação das provisões técnicas decresceu ligeiramente face a 2006 (cerca de 2%), o que contrasta com os acréscimos de 53% e 13% em 2005 e 2006. O valor nominal do total dos contratos representa agora cerca de 17% do total dos activos afectos, contra os 19% observados em 2006.

Os contratos com maior volume continuam a ser os *swaps* de taxa de juro, sendo o contrato de futuros o segundo tipo mais utilizado.

Os contratos de futuros utilizados incidem sobretudo sobre acções e índices de acções (43%), seguidos dos futuros sobre taxa de juro (34%), facto que pode ser explicado pelo aumento de incerteza nestes mercados, com reflexo no preço dos subjacentes e na necessidade de protecção contra movimentos adversos.

Refira-se que o valor nominal dos *swaps* sobre taxa de juro representava cerca de 15% do total investido em obrigações, e os futuros representavam 2,5% do montante aplicado nas rubricas relativas a obrigações e acções e títulos de participação.

**Quadro 6.27** Volume nominal por tipo de produto derivado nas carteiras afectas às provisões técnicas das empresas de seguros

milhões de euros	2004		2005		2006		2007	
	Montante	%	Montante	%	Montante	%	Montante	%
<i>Swaps</i> de taxa de juro e divisas	7	0,1%	7	0,1%	19	0,2%	16	0,2%
Opções padronizadas	24	0,5%	247	3,2%	178	2,1%	36	0,4%
Futuros	171	3,4%	628	8,2%	1.357	15,7%	975	11,5%
<i>Swaps</i> de taxa de juro	3.810	76,9%	4.611	60,5%	5.095	58,9%	5.621	66,5%
<i>Swaps</i> de divisas	42	0,9%	58	0,8%	47	0,5%	11	0,1%
<i>Forwards</i> de divisas	243	4,9%	1.355	17,8%	1.309	15,1%	853	10,1%
Outros	659	13,3%	712	9,3%	638	7,4%	936	11,1%
<b>Total</b>	<b>4.956</b>	<b>100,0%</b>	<b>7.616</b>	<b>100,0%</b>	<b>8.643</b>	<b>100,0%</b>	<b>8.448</b>	<b>100,0%</b>

#### Produtos estruturados

Os produtos estruturados têm vindo a adquirir uma importância crescente no leque de investimentos disponíveis para os agentes do mercado. Estes produtos caracterizam-se por serem um híbrido entre um título de dívida, geralmente de cupão zero, e uma componente de rendimento variável, ou de reembolso do capital investido, dependente da *performance* de um outro activo financeiro, geralmente um derivado.

Entre os derivativos mais comuns dos produtos estruturados encontram-se as opções exóticas, que se distinguem das opções *standard* pelo facto de o apuramento do seu resultado na data do vencimento depender do comportamento do activo subjacente ao longo da vida da opção.

Estes produtos caracterizam-se também por permitirem a exposição a riscos de forma indirecta, principalmente ao risco de taxa de juro, ao risco de crédito e ao risco accionista.

Esta exposição é gerada pela relação contratualmente estabelecida entre o rendimento do produto e o comportamento de um conjunto de colaterais, que podem compreender outras obrigações com risco mais elevado, créditos “securitizados” ou *portfolios* mistos de acções e obrigações. É também frequente assistir-se à monitorização de eventos que originem reembolso antecipado ou accionamento de garantias.

No quadro seguinte apresenta-se o valor apurado de aplicações em produtos estruturados nas carteiras de activos afectos às provisões técnicas. Verifica-se que estes produtos representam, em 2007, 18,3% do valor investido em obrigações privadas, contra um peso de 13% em 2006, sendo que a maioria compreende produtos com exposição a risco de taxa de juro e risco de crédito.

**Quadro 6.28** Produtos estruturados na componente obrigacionista das carteiras afectas às provisões técnicas das empresas de seguros

milhões de euros	2006		2007	
	Montante	%	Montante	%
Produtos estruturados	<b>3.202</b>	<b>13,0%</b>	<b>4.982</b>	<b>18,3%</b>
Com risco accionista	435	13,6%	281	5,6%
Com risco de taxa de juro	1.446	45,2%	2.301	46,2%
Com risco de crédito	1.231	38,4%	2.399	48,2%
Outros	89	2,8%	1	0,0%

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

#### Derivados “puros”

O valor nominal dos produtos derivados nas carteiras dos fundos de pensões decresceu, em 2007, cerca de 30%, tendo este decréscimo sido observado essencialmente nos *forwards*. Os futuros registaram um ligeiro acréscimo e passaram a corresponder a cerca de 39% do total dos montantes envolvidos em contratos derivados.

Os *forwards* cambiais continuam a ser os produtos mais utilizados, com a cobertura do risco cambial a tornar-se cada vez mais importante, dada a utilização de instrumentos financeiros em moedas diferentes do euro. Estes contratos compreendem maioritariamente a cobertura de posições em USD e GBP.

No caso dos fundos de pensões, o valor nominal total dos produtos derivados existentes no final de 2007 representava cerca de 20% do total da carteira, revelando um decréscimo face aos 30% observados em 2006.

**Quadro 6.29** Valor nominal por tipo de produto derivado nas carteiras dos fundos de pensões

milhões de euros	2004		2005		2006		2007	
	Montante	%	Montante	%	Montante	%	Montante	%
<i>Swaps de taxa de juro e divisas</i>	2	0,1%	2	0,1%	0	0,0%	0	0,0%
<i>Swaps de taxa de juro</i>	119	3,6%	26	0,7%	9	0,1%	9	0,2%
<i>Forwards de divisas</i>	2.365	70,5%	2.392	66,3%	4.120	65,9%	1.949	44,6%
Futuros	808	24,1%	936	25,9%	1.653	26,4%	1.706	39,0%
Opções	5	0,1%	73	2,0%	82	1,3%	9	0,2%
Outros OTC	55	1,6%	180	5,0%	387	6,2%	701	16,0%
<b>Total</b>	<b>3.355</b>	<b>100,0%</b>	<b>3.609</b>	<b>100,0%</b>	<b>6.251</b>	<b>100,0%</b>	<b>4.374</b>	<b>100,0%</b>

#### Produtos estruturados

No quadro seguinte apresenta-se o valor apurado de aplicações em produtos estruturados nas carteiras de activos dos fundos de pensões. Estes produtos correspondem a 24,8% do valor investido em obrigações privadas, e cerca de 74% são produtos expostos ao risco de taxa de juro, o que corresponde aproximadamente ao triplo do registado em 2006.

**Quadro 6.30** Produtos estruturados na componente obrigacionista das carteiras dos fundos de pensões

milhões de euros	2006		2007	
	Montante	%	Montante	%
Produtos estruturados	<b>574</b>	<b>21,5%</b>	<b>1.071</b>	<b>24,8%</b>
Com risco accionista	250	43,6%	40	3,7%
Com risco de taxa de juro	252	43,9%	796	74,3%
Com risco de crédito	69	12,0%	234	21,9%
Outros	3	0,5%	1	0,1%

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

O papel desempenhado pelas empresas de seguros e pelos fundos de pensões, enquanto investidores institucionais, tem contribuído em Portugal para o desenvolvimento do sector financeiro e, em particular, para o do mercado de capitais.

As empresas que operam neste sector procuram investimentos com horizontes temporais longos, sendo portanto investidores que detêm posições estáveis nos activos em que investem, contribuindo para a redução da volatilidade dos mercados.

Peso no segmento  
accionista

Atendendo à capitalização bolsista das acções das empresas pertencentes ao PSI-20 e considerando o número de títulos admitidos à negociação na Euronext Lisboa, valorizados ao preço de fecho do final de ano, verifica-se que a capitalização bolsista registou uma redução de 35,2%, tendo o índice PSI-20 valorizado em cerca de 18%. Esta redução reflecte sobretudo a redução do capital disperso em bolsa decorrente do menor número de acções admitidas a negociação.

O investimento das empresas de seguros e dos fundos de pensões em acções que integravam o PSI-20, no final de 2007, decresceu aproximadamente 30%. Todavia, em consequência da redução da capitalização bolsista, o peso relativo dos investimentos em acções do PSI-20 cresceu 0,7 pontos percentuais.

No conjunto do período analisado destaca-se a crescente importância dos fundos de pensões, contrastando com a relativa estabilidade no peso assumido pelas empresas de seguros.

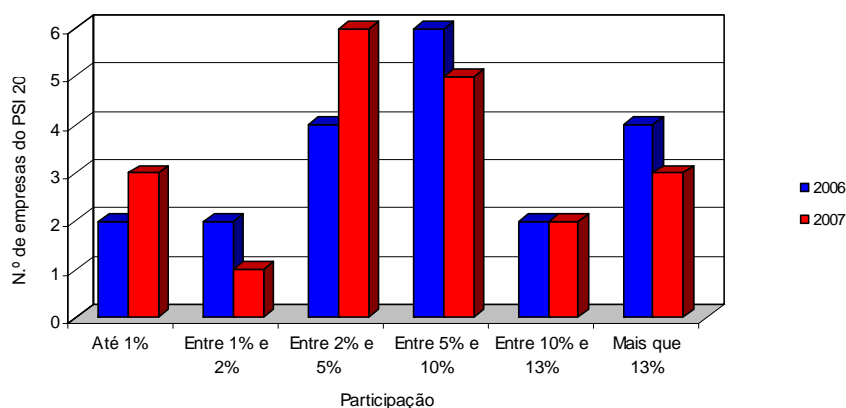
**Quadro 6.31** Peso na capitalização bolsista do PSI-20

milhões de euros	2004		2005		2006		2007	
	Montante	%	Montante	%	Montante	%	Montante	%
Capitalização Bolsista das empresas do PSI 20	46.792		50.506		57.970		37.539	
Montante detido pelos fundos de pensões	2.041	4,4%	2.356	4,7%	4.280	7,4%	2.815	7,5%
Montante detido pelas empresas de seguros	666	1,4%	988	2,0%	884	1,5%	776	2,1%
<b>Total</b>	<b>2.707</b>	<b>5,8%</b>	<b>3.344</b>	<b>6,6%</b>	<b>5.164</b>	<b>8,9%</b>	<b>3.591</b>	<b>9,6%</b>

Analisando as posições detidas em acções do PSI-20, sob a perspectiva do capital detido pelas empresas de seguros e fundos de pensões relativamente ao total da capitalização bolsista, conclui-se que estes sectores viram, este ano, o seu peso relativo aumentar, apesar da forte redução em termos de valor absoluto, fruto essencialmente da queda observada ao nível da capitalização bolsista.

O gráfico seguinte permite visualizar o conjunto das carteiras das empresas de seguros e dos fundos de pensões, em função da participação no capital bolsista das empresas pertencentes ao PSI-20, em 2007 e 2006.

**Gráfico 6.21** Nível das participações nas empresas do PSI-20



Verifica-se que, de um modo geral, ocorreu uma redução no valor das participações nas empresas do PSI-20. Esta traduziu-se numa diminuição do número de posições detidas superiores a 5% e num acréscimo de participações inferiores a esta percentagem.

**Peso no segmento de dívida pública**

O Governo português emitiu, em 2007, 9.550 milhões de euros em obrigações do tesouro, um valor inferior em cerca de 31% ao emitido no ano anterior. Os valores emitidos foram de taxa fixa, com cupões entre 4,2% e 5,45%, tendo as maturidades oscilado entre os 3 e os 30 anos.

Note-se que, em 2006, as colocações de dívida pública tiveram taxas de juro entre 3,1% e 5%, o que demonstra a trajectória ascendente das taxas de juro da Zona Euro.

O volume de dívida pública portuguesa admitido à negociação no primeiro mercado da Euronext Lisboa cresceu abaixo dos 2%, um quarto do crescimento observado em 2006.

Em 2007, o peso do investimento em dívida pública nacional detido pelas carteiras de activos afectos às provisões técnicas das empresas de seguros e pelas carteiras dos fundos de pensões decresceu 1,1 pontos percentuais face a 2006, em linha com a redução de aplicações em dívida pública já mencionada neste relatório.

**Quadro 6.32** Peso na dívida pública admitida à negociação

milhões de euros	2004		2005		2006		2007	
	Montante	%	Montante	%	Montante	%	Montante	%
Dívida pública admitida à negociação na Euronext Lisboa	56.470		65.252		70.486		71.800	
Montante detido pelos fundos de pensões	602	1,1%	672	1,0%	780	1,1%	551	0,8%
Montante detido pelas empresas de seguros	2.760	4,9%	2.444	3,7%	2.343	3,3%	1.795	2,5%
<b>Total</b>	<b>3.362</b>	<b>6,0%</b>	<b>3.116</b>	<b>4,8%</b>	<b>3.123</b>	<b>4,4%</b>	<b>2.346</b>	<b>3,3%</b>

