



6

OS INVESTIMENTOS DAS EMPRESAS DE SEGUROS E DOS FUNDOS DE PENSÕES



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

6.1. Introdução

Conjuntura internacional

Em 2008, a turbulência nos mercados financeiros intensificou-se, amplificando o comportamento volátil verificado na segunda metade de 2007, atingindo níveis apenas comparáveis com os observados nas décadas de 1920 e 1930, situação que trouxe consequências profundas para a economia no final do ano.

No entanto, em geral, a actividade seguradora e dos fundos de pensões apenas foi afectada de forma indirecta, sentindo o impacto da queda dos mercados accionistas, das taxas de juro, do acréscimo acentuado dos *spreads* de crédito e ainda, em alguns casos, das exposições a risco de contraparte. Não obstante, o sector segurador e de fundos de pensões tem contribuído para a estabilidade dos mercados financeiros, à luz da natureza de longo prazo da estratégia de alocação dos activos e de políticas de investimento conservadoras.

Mercados financeiros

Os mercados de capitais mundiais caíram dramaticamente em 2008, em especial no segundo semestre.

O índice mundial da Morgan Stanley decresceu 40,9% em 2008 (em 2007 havia crescido 7,1%). Os mercados da América do Norte, da Europa e do Pacífico registaram variações negativas semelhantes de, respectivamente, 38,3%, 42,3% e 44,8%, medidos pelos respectivos índices accionistas Morgan Stanley Capital International (em 2007, aumentaram 5,7%, 11% e 4,8%, pela mesma ordem)²⁰. Refira-se que, durante a última década, apenas em 2002 se verificaram índices inferiores aos constatados no final do ano em análise.

Conjuntura nacional

A variabilidade dos mercados de acções acentuou-se bastante ao longo de 2008, tendo-se denotado valores mais elevados no último trimestre. As volatilidades dos rendimentos diários dos índices Morgan Stanley Capital International foram de 36,6% na Europa, 40,1% na América do Norte e 37,1% no Pacífico. Em 2007, os mesmos índices tinham apresentado valores de 15,8%, 15,7% e 18,4% para este indicador²⁰.

No contexto de turbulência financeira, os índices bolsistas dos principais mercados mundiais apresentaram, face a 2007, evoluções negativas acentuadas. A capitalização da Euronext²¹ decresceu 47,8%, com Lisboa a apresentar uma variação negativa de 45,3%. Na mesma linha, o índice da New York Stock Exchange²² reduziu-se em 44%, o Tokyo Stock Exchange²³ diminuiu 41,4% e o mercado londrino²⁴ verificou uma redução de capitalização de 29,8%. As correlações entre os principais índices das bolsas europeias, norte-americanas e japonesas mantiveram-se aos níveis dos anos anteriores.

Nos mercados de dívida, a incerteza e a deterioração do clima de confiança levaram a novos e substanciais acréscimos dos *spreads* entre as obrigações de dívida pública e de dívida privada.

²⁰ Fonte: Bloomberg.

²¹ Fonte: NYSE Euronext (www.euronext.com).

²² Fonte: NYSE Euronext (www.nyse.com) medido em USD.

²³ TSE (www.tse.or.jp/english/market/data/value/index.html) medido em JPY.

²⁴ Fonte: LSE (www.londonstockexchange.com) medido em GBP.

De facto, este diferencial, para o *rating* AA de obrigações privadas com maturidade de 10 anos era, na Zona Euro e no final de 2007, de 88 pontos base, o mesmo que em Junho de 2008. No final do ano, atingia 205 pontos base, reflectindo claramente o clima de aumento do risco de investimento e da redução dos fundos disponíveis observado no segundo semestre do ano em apreço. Nos mercados norte-americanos os diferenciais correspondentes eram de 171, 183 e 346 pontos base, pela mesma ordem cronológica²⁰.

Relativamente ao mercado de capitais nacional, o índice Euronext Lisbon PSI Geral cedeu 42%, em linha com as principais praças mundiais. O volume de transacções na bolsa nacional diminuiu 52,8% face a 2007²⁵, à semelhança das restantes bolsas europeias. A volatilidade deste índice situou-se nos 32,9%.

6.2. Investimentos afectos às Provisões técnicas das empresas de seguros

Em 2008, os activos representativos das Provisões técnicas decresceram, no total, 1,5% relativamente a 2007 (ano em que se tinha registado um crescimento de 8,1%), tendo-se verificado diminuições no ramo Vida (excepto *unit linked*) (0,5%), *unit linked* (2,8%) e nos ramos Não Vida (3,1%). As Provisões técnicas, por seu turno, aumentaram 2,1% no ramo Vida (excluindo os produtos *unit linked*) e 1,2% nos ramos Não Vida. Em consequência, observou-se uma redução do nível de cobertura das provisões face a 2007.

No geral, a estrutura de investimentos apresenta-se semelhante à existente nos dois últimos anos, sendo apenas de referir o menor peso das acções, por contrapartida de depósitos. Constatou-se, no entanto, uma mutação significativa a nível das carteiras de acções e unidades de participação em fundos de investimento, com cerca de 17% do investimento em acções em 2008 efectuado em empresas que não existiam nas carteiras em 2007, e com cerca de 46% das aplicações em fundos de investimento realizadas em fundos nas mesmas condições.

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	
	2007	2008	2007	2008	2007	2008	2007	2008
Títulos de dívida pública e equiparados	7.789	7.963	156	105	1.990	1.725	9.935	9.794
Obrigações e papel comercial	14.545	14.388	11.222	10.528	2.500	2.533	28.267	27.450
Acções e títulos de participação	1.526	651	498	139	372	331	2.396	1.120
U. P. em fundos de investimento	1.995	1.628	1.518	1.914	514	493	4.027	4.035
Terrenos e edifícios	125	129	1	1	857	819	982	949
Depósitos a prazo e certificados de depósito	933	1.856	250	500	251	459	1.433	2.815
Disponibilidades à vista	1.047	1.401	320	344	476	207	1.844	1.952
Outros activos	26	-162	-57	-6	558	714	528	546
Total	27.985	27.855	13.909	13.524	7.518	7.282	49.411	48.661
Activos representativos / Provisões técnicas	110,3%	107,5%			118,6%	113,6%		
Investimentos afectos / Provisões técnicas	101,9%	95,1%			97,3%	79,3%		

6.2.1. Análise por carteira

Vida O investimento em instrumentos de dívida tem sido dominante nas carteiras de activos representativos das Provisões técnicas do ramo Vida, correspondendo a 80,2% do total em 2008, semelhante aos 77,3% constatados em 2007. Esta estrutura tem sido idêntica

25 Fonte: CMVM.

ao longo dos últimos 5 anos, contudo, a tendência de redução do peso da dívida pública, compensada por uma maior exposição à dívida privada, não teve sequência no ano em análise.

A alocação ao mercado accionista decresceu claramente face a 2007. Tradicionalmente, 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.

Em 2008, fruto da queda dos mercados accionistas, a afectação a este sector reduziu-se, não tendo sido acompanhada de um investimento nestes activos para manutenção do valor da exposição inicial. A modificação da estrutura de alocação em acções levou a que cerca de 13% do valor investido medido em Dezembro de 2008 resultasse de títulos que não existiam em carteira no final do ano transacto. Refira-se, ainda, que cerca de 10% das acções em carteira no final de 2007 não permaneceu no total das aplicações em 2008.

Do mesmo modo, as unidades de participação em fundos de investimento sofreram uma redução, tendo a percentagem de novos fundos em carteira rondado os 19%, enquanto as saídas se aproximaram dos 14%.

Unit linked

Os investimentos afectos às Provisões técnicas de seguros em que o risco é suportado pelo tomador quebraram a trajectória ascendente verificada nos últimos anos, tendo diminuído 2,8% em 2008. Nota-se, em termos relativos, uma maior aposta em fundos de investimento e em depósitos, compensando o decréscimo de aplicações em obrigações de entidades privadas e em acções. Este factor pode ser explicado pelo maior perfil de risco inerente às aplicações em obrigações privadas nos seguros *unit linked* o que, no contexto de forte aumento de *spreads*, penalizou os instrumentos de dívida com essa estrutura de risco.

Tradicionalmente, 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.

A afectação a fundos de investimento sofreu uma alteração significativa, com a percentagem de novos fundos em carteira a rondar os 77%, e as saídas a aproximarem-se dos 35%.

Quadro 6.2 Evolução dos activos representativos das Provisões técnicas

	Vida (excepto <i>unit linked</i>)			<i>Unit linked</i>			Não Vida		
	2006	2007	2008	2006	2007	2008	2006	2007	2008
Títulos de dívida pública e equiparados	31,1%	27,8%	28,6%	1,5%	1,1%	0,8%	29,3%	26,5%	23,7%
Obrigações e papel comercial	49,8%	52,0%	51,7%	77,2%	80,7%	77,8%	30,4%	33,3%	34,8%
Acções e títulos de participação	4,5%	5,5%	2,3%	3,1%	3,6%	1,0%	5,7%	4,9%	4,5%
U. P. em fundos de investimento	6,6%	7,1%	5,8%	9,9%	10,9%	14,2%	4,9%	6,8%	6,8%
Terrenos e edifícios	0,7%	0,4%	0,5%	0,0%	0,0%	0,0%	11,9%	11,4%	11,2%
Depósitos a prazo e certificados de depósito	3,2%	3,3%	6,7%	5,8%	1,8%	3,7%	3,4%	3,3%	6,3%
Disponibilidades à vista	3,6%	3,7%	5,0%	3,0%	2,3%	2,5%	6,9%	6,3%	2,8%
Outros activos	0,5%	0,1%	-0,6%	-0,5%	-0,4%	0,0%	7,5%	7,4%	9,8%
Total	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Activos representativos / Provisões técnicas	107,6%	110,3%	107,5%				120,2%	118,6%	113,6%
Investimentos afectos / Provisões técnicas	97,3%	101,9%	95,1%				96,8%	97,3%	79,3%

Não Vida Face aos anos anteriores, a estrutura dos activos financeiros afectos às Provisões técnicas dos ramos Não Vida não apresentou grandes alterações, constatando-se uma tendência de redução do investimento em dívida pública. A utilização deste tipo de instrumentos para cobertura das Provisões técnicas Não Vida continua em torno dos 59% do total dos activos.

No final de 2008, cerca de 38% do investimento em acções resulta de aplicações que não constavam em 2007. Por outro lado, aproximadamente 17% das acções que se encontravam em carteira em 2007 não se mantiveram em 2008. No que respeita a fundos de investimento, as entradas de novos fundos foi de cerca de 14% e as saídas de, sensivelmente, 21%.

6.2.2. Análise por origem sectorial e geográfica dos activos

Análise sectorial Em 2008, a concentração no sector económico das actividades financeiras – disponibilizada no Quadro 6.3 – continua a ser regra nos investimentos das empresas de seguros, com cerca de 75% dos activos, um acréscimo de 5 pontos percentuais relativamente a 2007. As carteiras das empresas de seguros que operam nos ramos Não Vida eram as que apresentavam, em 2008, o menor nível de concentração em activos deste sector (67,3%), em linha com o apurado em 2007.

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 tradicionalmente reduzidos níveis de risco dos emitentes, poderão justificar este grau de concentração sectorial. No entanto, e como demonstrado pela presente situação financeira, esta concentração constitui uma vulnerabilidade não negligenciável das carteiras de investimento das empresas de seguros.

É de notar que os operadores pertencentes a grupos bancários nacionais têm uma exposição ao sector financeiro que varia entre 48% e 91% (em 2007 variava entre 58% e 92%), com a média a situar-se em 78% (71% em 2007), face ao valor de 62% (65% em 2007) das restantes empresas de seguros.

Quadro 6.3 Investimentos em obrigações e acções por sector de actividade do emitente

Sector Económico	Vida (excepto <i>unit linked</i>)			<i>Unit linked</i>			Não Vida		
	2006	2007	2008	2006	2007	2008	2006	2007	2008
Actividades financeiras	69,7%	70,9%	75,7%	72,9%	69,5%	76,4%	68,4%	67,8%	67,3%
<i>Asset Backed Securities</i>	2,3%	2,2%	0,8%	0,7%	1,8%	1,5%	1,5%	0,7%	0,5%
Comunicações	5,7%	5,2%	4,4%	2,6%	1,8%	1,1%	6,9%	6,9%	6,2%
Indústria	2,1%	2,7%	1,8%	9,1%	9,1%	7,1%	2,9%	2,8%	4,1%
Materiais básicos	1,5%	1,6%	1,5%	2,4%	3,4%	3,5%	1,2%	1,6%	1,5%
<i>Mortgage securities</i>	1,2%	1,3%	0,7%	0,0%	0,0%	0,3%	0,6%	0,3%	0,6%
Produção e dist. electricidade, gás e água	4,6%	4,7%	5,8%	2,9%	2,8%	2,3%	7,9%	7,7%	7,4%
Produção e distribuição de combustíveis	1,3%	1,4%	1,3%	0,2%	0,3%	0,1%	1,9%	2,8%	2,6%
Produtos consumíveis	5,7%	5,5%	4,9%	1,9%	3,6%	2,2%	6,8%	6,9%	5,9%
Outras actividades	5,8%	4,4%	3,0%	7,2%	7,7%	5,6%	2,0%	2,4%	3,8%
	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Os restantes sectores apresentam níveis de concentração idênticos aos verificados nos anos anteriores. De facto, não se observa nos últimos anos uma intenção de maior diversificação sectorial por parte das empresas de seguros, mantendo os diferentes sectores os respectivos pesos relativos.

Os sectores com maior concentração nas carteiras das empresas de seguros apresentaram comportamentos negativos em 2008, embora com diferentes amplitudes, como se observa pela evolução dos índices MSCI²⁶ Energy Europe (-25,8%), MSCI Telecommunications Services Europe (-30,9%), MSCI Utilities Europe (-33,8%) e MSCI Financials Europe (-57,1%). No mercado nacional, os índices sectoriais do PSI Geral obtiveram as seguintes variações: telecomunicações (-32,4%), materiais de base (-37,4%), industrial (-46,4%) e financeiro (-62,9%)²⁷.

Tipologia dos fundos de investimento

O peso dos fundos de investimento no total das aplicações das empresas de seguros aumentou ligeiramente passando de 8,1% em 2007 para 8,3% em 2008. Continua, assim, a ocupar o terceiro lugar na estrutura das referidas carteiras. Estes instrumentos potenciam uma aplicação diversificada, quer por classe, quer por sector alvo. Cerca de 63% dos fundos mobiliários são organismos de investimento colectivo em valores mobiliários (OICVM) harmonizados.

É de realçar o acréscimo do peso relativo dos fundos imobiliários, em especial nas carteiras Não Vida, correspondendo a um aumento global de valor próximo dos 49% face a 2007. Esta variação é justificada por novas aplicações em fundos imobiliários (39,7% do total no final de 2008) e reforços líquidos nas aplicações existentes (3,1%). Em 2007, cerca de 14% das aplicações neste tipo de fundos foram totalmente resgatadas ou alienadas pelas empresas de seguros. Por fim, salienta-se a queda dos investimentos em *hedge funds*, sinal de um comportamento de maior aversão ao risco que caracterizou 2008.

O Quadro 6.4 apresenta a distribuição dos fundos por orientação sectorial.

Quadro 6.4 Aplicações em fundos de investimento por orientação sectorial

Orientação sectorial	Vida (excepto <i>unit linked</i>)			<i>Unit linked</i>			Não Vida		
	2006	2007	2008	2006	2007	2008	2006	2007	2008
Acções	25,1%	28,9%	22,7%	33,7%	35,1%	32,8%	23,1%	25,9%	18,4%
Obrigações	35,4%	30,7%	33,3%	40,4%	39,9%	37,1%	32,6%	42,1%	33,0%
Imobiliário	18,3%	20,0%	30,1%	12,7%	16,6%	24,1%	39,9%	28,7%	47,0%
<i>Hedge funds</i>	21,2%	20,3%	13,0%	7,7%	7,9%	2,4%	2,6%	3,2%	1,2%
Outros	0,0%	0,0%	0,8%	5,5%	0,6%	3,6%	1,8%	0,0%	0,3%
	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Análise geográfica

As estratégias de diversificação geográfica visam obter correlações entre os rendimentos das aplicações que se mostrem mais adequadas ao perfil de risco e à obtenção de rendibilidades superiores.

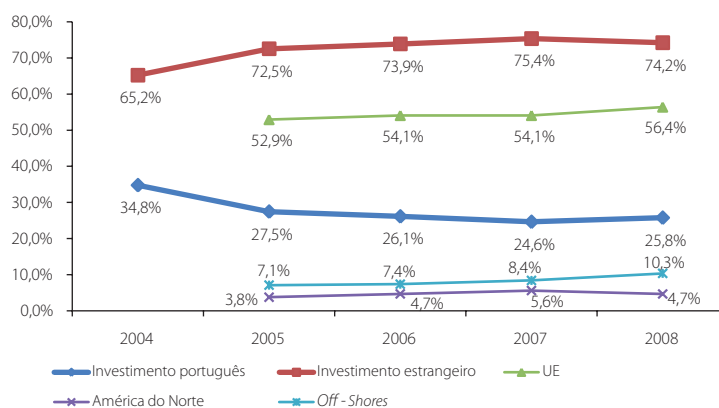
A integração dos mercados financeiros a nível global, aliada às medidas de transparência da informação e reforço das preocupações das autoridades de supervisão financeira, potenciam uma progressiva diversificação geográfica dos investimentos, mantendo níveis de risco aceitáveis. Por outro lado, a globalização dos movimentos de capital tem conduzido a uma aproximação da correlação entre os rendimentos obtidos em situações normais de mercado. Em tempos de turbulência, o efeito de diversificação, sempre que envolva economias ou mercados menos afectados, pode ser benéfica para os objectivos a atingir.

²⁶ Morgan Stanley Capital International.

²⁷ Fonte: Bloomberg.

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 se situam na sua quase totalidade em Portugal.

Gráfico 6.1 Evolução da origem geográfica dos activos representativos das Provisões técnicas



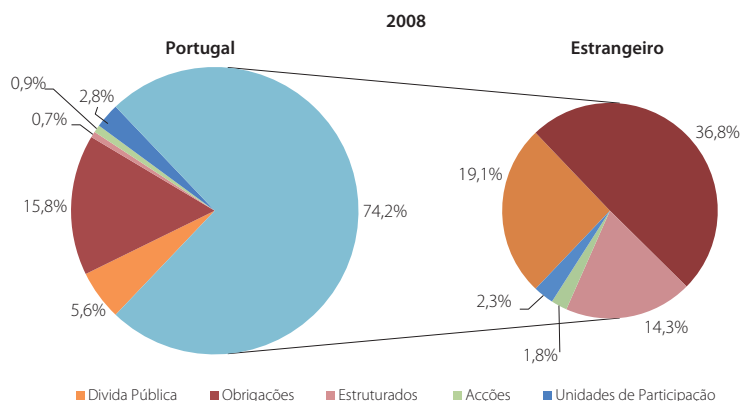
Nas carteiras das empresas de seguros, a dispersão geográfica manteve-se, em 2008, idêntica à observada nos anos anteriores, tendo a tendência de aumento do investimento em activos estrangeiros, em detrimento das aplicações em Portugal, sido atenuada, verificando-se mesmo uma ligeira inversão.

As aplicações com origem fora de Portugal representam cerca de 74% do total. Estas concentram-se em países da União Europeia (56,4% do total das carteiras, face aos 54,1% em 2007). Assinale-se, ainda, que as colocações em *off-shores* registaram um novo crescimento, representando cerca de 10%. É de notar também a retração das aplicações no continente norte-americano, mais afectadas pelo actual momento, embora o seu peso no total dos activos financeiros das empresas de seguros nacionais seja diminuto.

O detalhe da dispersão geográfica das aplicações por classes demonstra que, em todas elas, o investimento estrangeiro é predominante. Foi a aposta em obrigações privadas que originou a ligeira inversão do seu crescimento relativo em termos de origem geográfica. Verificou-se igualmente uma redução nas aplicações em fundos de investimento domiciliados fora de Portugal.

O Gráfico 6.2 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



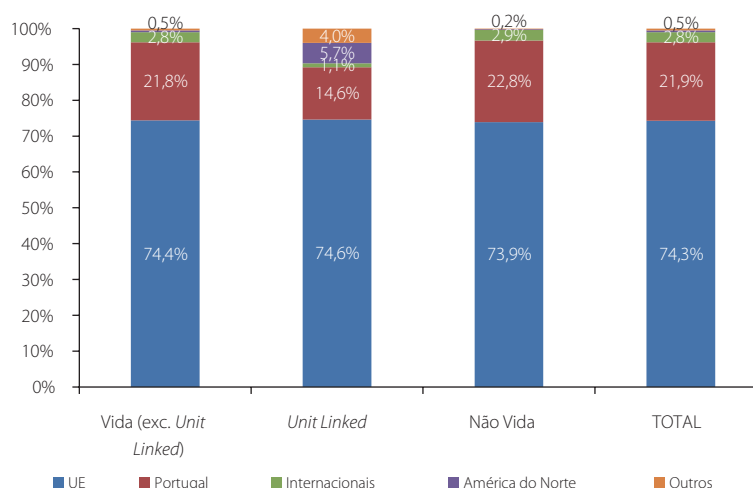
Investimento em dívida pública

Os investimentos em dívida pública estrangeira mantêm globalmente a mesma proporção face a 2007. Consta-se, no entanto, nas carteiras de seguros Vida (excluindo *unit linked*) um ligeiro acréscimo da proporção das aplicações fora de Portugal, enquanto nas restantes carteiras o movimento foi inverso.

Como seria de esperar, e tem sido regra nos anos anteriores, as alocações fora de Portugal fazem-se predominantemente nos restantes países da União Europeia. Entre estes, os que apresentam maior peso em dívida pública em 2008 são as obrigações do Estado Italiano (19,3%), da Alemanha (17,8%), de França (17,3%) e da Grécia (11,8%), o que evidencia uma maior dispersão que em 2007, sobretudo devido à redução da exposição ao Estado Alemão (25,1% em 2007).

Em termos relativos, o conjunto dos investimentos afectos ao ramo Não Vida é o que exhibe agora o maior peso de dívida pública portuguesa, com 22,8%. Por outro lado, a carteira afecta aos seguros *unit linked* reduziu a sua proporção em dívida pública norte-americana e dos outros países da União Europeia, em detrimento da dívida nacional.

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



Por seu turno, as aplicações em dívida emitida por entidades públicas multinacionais nas carteiras *unit linked* reduziram o seu peso relativo para 1,1% face aos 18,2% (tratam-se de emissões do Banco Europeu de Investimento e da EUROFIMA²⁸). Este desinvestimento poderá ser justificado quer pelo vencimento de algumas das obrigações, quer pela necessidade de obtenção de liquidez para a concretização dos pedidos de resgate deste tipo de seguros que ocorreram em 2008.

O comportamento dos mercados de dívida pública dos sectores geográficos alvo foi positivo em 2008. Assim, o índice obrigacionista de dívida pública Bloomberg/EFFAS Bond Euro Govt All > 1 Yr TR da Zona Euro cresceu 9,3% em 2008 (tinha crescido 1,8% em 2007), tendo o índice português subido 9,1% (2,4% em 2007). Por outro lado, o índice homólogo dos EUA apresentou uma valorização em 2008 de 14,2%²⁹.

No final de 2008, a diferença das taxas internas de rendibilidade dos títulos de dívida pública da Zona Euro a 2 e 10 anos era de 117 pontos base, quando em Dezembro de

²⁸ European Company for the Financing of Railroad Rolling Stock.

²⁹ Fonte: Bloomberg.

2007 atingia apenas 33 pontos base. É de notar que, em Junho de 2008, esta diferença era de apenas 3 pontos base, indicando uma curva horizontal, o que reflecte um ambiente de incerteza na economia.

Investimento em dívida privada

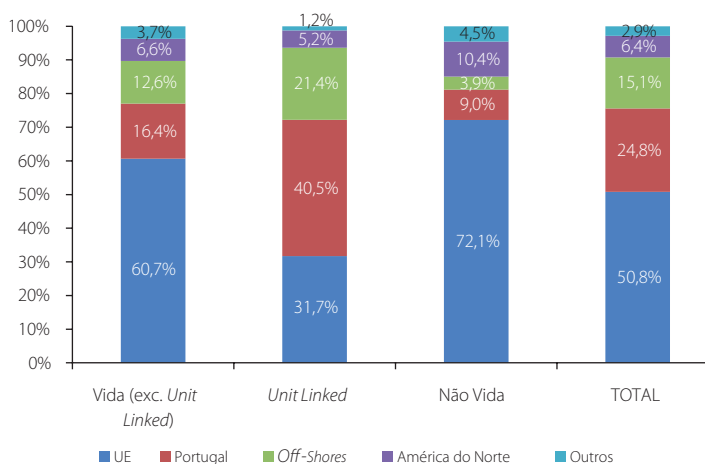
Em 2008, assistiu-se a um acréscimo das aplicações em dívida privada portuguesa e dos restantes países da União Europeia (de 70,9% para 75,6% do total), compensada pelo decréscimo de importância do investimento nos outros mercados. Esta tendência verificou-se nas três carteiras (vide Gráfico 6.4).

Entre os restantes países da União Europeia, aqueles com maior representatividade são a Holanda (17,3%), a França (16,6%), a Grã-Bretanha (15,2%), a Espanha (14,1%) e a Alemanha (11,7%), o que revela alguma dispersão geográfica. Em 2007 observava-se uma estrutura semelhante.

As carteiras de seguros *unit linked* mantiveram a exposição à dívida privada nacional (40,5% em 2008 contra 39,1% em 2007), continuando a ser aquela que apresenta a maior percentagem de investimento em Portugal.

Estas obrigações privadas nacionais são essencialmente emissões do sector financeiro, 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*.

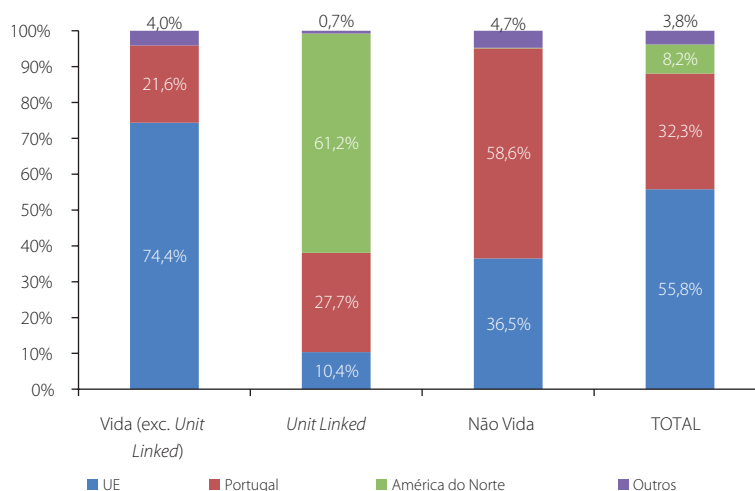
Gráfico 6.4 Distribuição geográfica da dívida privada detida pelas empresas de seguros



Os diferenciais de rentabilidade de obrigações de dívida privada e de dívida pública na Zona Euro subiram substancialmente em 2008, em resultado do ambiente de incerteza vivido neste ano. Assim, para obrigações com *rating* AAA com maturidade a 10 anos, o *spread* cresceu de 54 para 157 pontos base, enquanto para obrigações com *rating* BBB a 10 anos o diferencial aumentou de 147 para 444 pontos base. Refira-se que, em Junho de 2008, estes diferenciais eram de 71 e 178 pontos base, respectivamente. Estes indicadores mostram, claramente, um forte clima de aversão ao risco e de redução de liquidez disponível nos mercados financeiros.

Investimento em acções

O investimento em acções sofreu uma redução considerável em 2008, tendo a distribuição geográfica das aplicações, em termos globais, sofrido pequenas alterações.

Gráfico 6.5 Distribuição geográfica das acções detidas pelas empresas de seguros

Na carteira Vida, os investimentos em países da União Europeia ganharam mais peso (embora o seu valor se tenha reduzido em cerca de 50% face a 2007), passando de 55,4% para 74,4%, e o montante aplicado em acções de empresas nacionais decresceu cerca de 78%, o que reflecte a estratégia de alteração da estrutura de investimento de acções nacionais para acções da União Europeia. Por outro lado, o mercado norte-americano deixou de ser opção de investimento.

A dispersão accionista da carteira *unit linked* reduziu-se, estando agora mais concentrada em títulos norte-americanos. Esta concentração não resulta do reforço naquele mercado mas sim da forte diminuição das aplicações em acções de empresas de outros países da União Europeia (93,1%) e nacionais (74,6%).

Na carteira Não Vida, o peso relativo das acções nacionais aumentou, em detrimento das afectações em activos de outros países na União Europeia, que decresceram 47,7% face a 2007.

Na União Europeia, excluindo Portugal, a França continua a ser o principal destino dos investimentos em acções, com 36,4%, seguida da Alemanha (22%), da Espanha (10,7%) e da Itália (8%).

No ano em análise, os principais índices accionistas representativos das zonas geográficas alvo de investimento das carteiras afectas às Provisões técnicas de seguros sofreram elevadas perdas, tendo os índices norte-americanos S&P 500 e Nasdaq cedido 38,5% e 40,5%, respectivamente, e os europeus FTSE 100 e Dow Jones Euro Stoxx 50 reduzido 31,3% e 44,4%, respectivamente. O índice PSI-20 decresceu 51,3% em 2008³⁰.

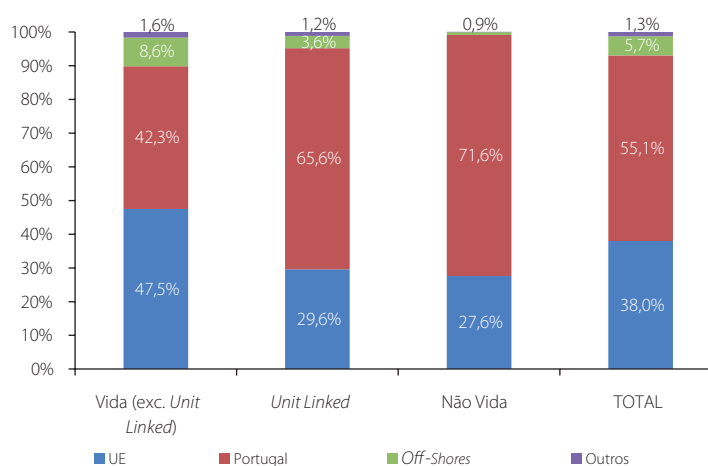
Investimento em unidades de participação

Em 2008, a distribuição geográfica das unidades de participação em fundos de investimento mobiliário alterou-se face a 2007, tendo as aplicações em fundos sediados em território nacional registado um aumento da sua importância (cerca de 55% contra cerca de 45% em 2007) face às efectuadas na União Europeia (excluindo Portugal). Daqueles países destacam-se os fundos domiciliados no Luxemburgo, com um peso de 76,3%, como tradicionalmente vem acontecendo. Relativamente aos investimentos em *off-shores*, 92,5% foram efectuadas nas Ilhas Caimão, à semelhança do sucedido no ano anterior.

³⁰ Fonte: Bloomberg.

A carteira de fundos de investimento incluída nos activos afectos às provisões de seguros Vida é a única que não é composta maioritariamente por fundos nacionais. Por outro lado, verifica-se um grande aumento (de 38,2% para 65,6%) do peso relativo dos fundos nacionais na carteira *unit linked*.

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



6.2.3. Análise de risco de mercado

O risco de mercado resulta do nível ou da volatilidade dos preços dos activos financeiros, com impacto nos activos e passivos da empresa de seguros.

No contexto do novo regime de solvência (Solvência II), a medição do risco de mercado deve ser efectuada identificando separadamente (em módulos de risco) a sensibilidade do valor dos activos e passivos no que diz respeito a (i) alterações da estrutura temporal das taxas de juro ou da volatilidade das mesmas; (ii) alterações do nível ou volatilidade dos preços dos activos expostos à componente accionista; (iii) alterações do nível ou volatilidade dos preços dos activos expostos à componente imobiliária; (iv) alterações do nível ou volatilidade dos *spreads* de crédito face à estrutura temporal de taxas de juro sem risco; (v) alterações do nível ou volatilidade das taxas de câmbio e (vi) efeitos de concentração quer na composição das carteiras de investimento, quer na exposição ao risco de incumprimento de um emissor ou grupo de emissores.

Os resultados apurados separadamente nos módulos indicados são posteriormente agregados segundo uma matriz de correlações entre riscos.

Tendo este enquadramento como referência efectuou-se em primeiro lugar a avaliação de alguns dos factores que influenciam o apuramento do risco de mercado, essencialmente para os módulos mais representativos no mercado nacional. Estes factores são a maturidade, *duration*, *rating* e *yield* do investimento em títulos de dívida e a volatilidade do rendimento das aplicações em acções e fundos de investimento.

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 maior impacto negativo no valor das obrigações com maior *duration*, penalizadas pelo custo de oportunidade de detenção desses títulos.

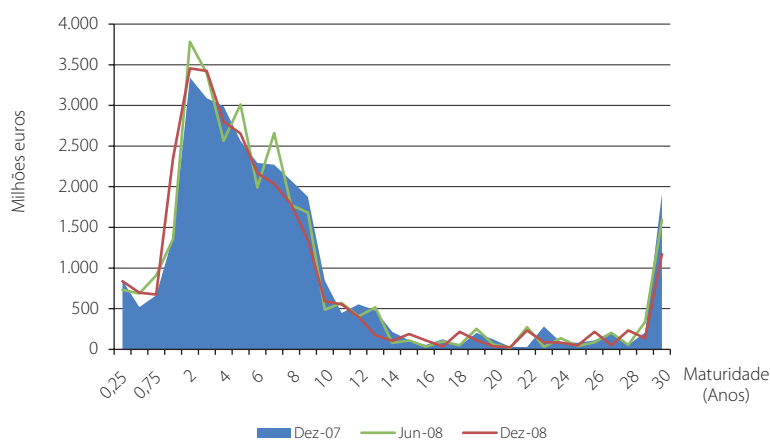
Em 2008, constata-se, pela análise do Quadro 6.5, que a distribuição dos montantes investidos em função da maturidade da dívida pública e privada registou em todas as carteiras algumas variações, verificando-se o acréscimo das maturidades inferiores a 5 anos. Saliente-se que os ramos Não Vida continuaram a ser o segmento de negócio com maior proporção de investimentos em obrigações no escalão de maior maturidade (superior a 5 anos).

Quadro 6.5 Escalões de maturidade dos investimentos em obrigações

	Vida (excepto <i>unit linked</i>)			<i>Unit linked</i>			Não Vida		
	2006	2007	2008	2006	2007	2008	2006	2007	2008
Inferior a 2 anos	23,7%	25,6%	31,2%	37,5%	47,4%	50,3%	18,7%	19,7%	23,4%
Entre 2 e 5 anos	28,8%	27,5%	29,7%	25,8%	16,8%	18,8%	29,6%	24,4%	28,6%
Superior a 5 anos	45,1%	44,9%	37,4%	36,0%	33,5%	28,9%	50,4%	55,2%	46,8%
Sem informação	2,4%	2,0%	1,7%	0,7%	2,3%	2,0%	1,3%	0,7%	1,2%

O Gráfico 6.7 permite visualizar a evolução da estrutura dos investimentos em instrumentos de dívida por maturidade durante 2008.

Gráfico 6.7 Estrutura do investimento em instrumentos de dívida por maturidade



Os instrumentos de dívida de cupão fixo são predominantes nas carteiras Vida e Não Vida, enquanto nos seguros *unit linked* os títulos de cupão variável têm maior peso no conjunto das obrigações, conforme visível no Quadro 6.6. Esta estrutura tem-se mantido estável ao longo dos últimos três anos.

Quadro 6.6 Caracterização da modalidade de pagamento do cupão dos investimentos em obrigações

	Vida (excepto <i>unit linked</i>)			<i>Unit linked</i>			Não Vida		
	2006	2007	2008	2006	2007	2008	2006	2007	2008
Cupão fixo	54,5%	50,6%	54,0%	34,3%	24,3%	28,8%	68,3%	68,8%	67,3%
Cupão zero	9,0%	8,0%	7,4%	3,5%	2,2%	1,1%	2,7%	1,2%	1,4%
Cupão variável	32,6%	32,3%	28,4%	38,9%	33,7%	35,4%	26,6%	27,7%	27,1%
Sem informação	3,9%	9,1%	10,2%	23,3%	39,8%	34,7%	2,4%	2,3%	4,2%

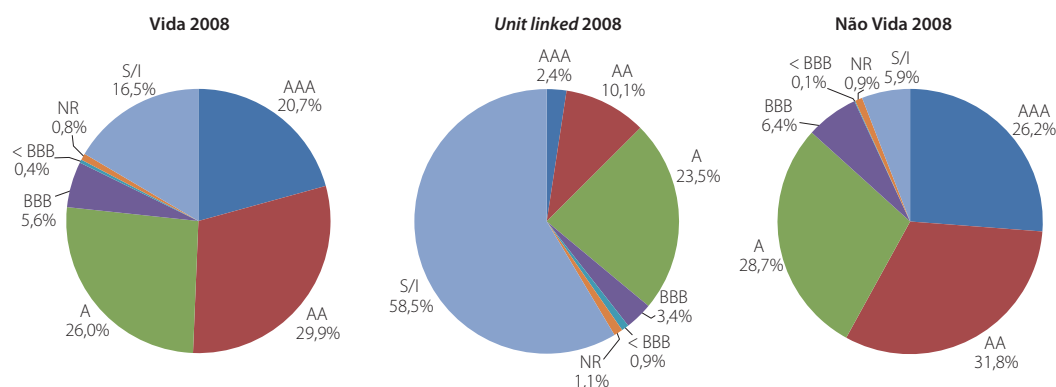
A maior concentração dos títulos de dívida em maturidades inferiores a 5 anos é reflectida na redução, face a 2007, da maturidade média ponderada e na *duration* média ponderada nas carteiras de activos afectos às Provisões técnicas. Uma diminuição destes indicadores indicia uma tentativa de menor exposição à volatilidade das taxas de rendimento deste tipo de instrumento, consoante com a situação vivida nos mercados financeiros.

No Quadro 6.7, apresentam-se as maturidades e *durations* dos títulos de dívida presentes nas carteiras das empresas de seguros, seguindo-se o Gráfico 6.8, demonstrativo dos níveis de *rating* das mesmas aplicações.

Quadro 6.7 Maturidade e *duration* dos investimentos em obrigações

	Vida (excepto <i>unit linked</i>)				<i>Unit linked</i>				Não Vida			
	Maturidade		<i>Duration</i>		Maturidade		<i>Duration</i>		Maturidade		<i>Duration</i>	
	2007	2008	2007	2008	2007	2008	2007	2008	2007	2008	2007	2008
Títulos de dívida pública e equiparados	8,28	7,9	5,73	5,68	7,17	4,99	5,03	3,83	8,8	7,89	6,07	5,62
Obrigações privadas	5,95	4,66	2,6	2,29	5,66	5,3	3,11	2,89	6,34	5,29	2,82	2,66
Obrigações estruturadas	10,35	7,21	0,96	1,05	19,04	14,58	3,96	1,91	11,39	9,23	1,31	1,23

Gráfico 6.8 *Rating* do investimento em obrigações



Conforme se pode constatar pela análise do Gráfico 6.8, em 2008, uma percentagem superior a 80% na carteira Vida e 90% na Não Vida apresenta classificação de crédito de *investment grade* (*rating* igual ou superior a BBB).

Nos activos afectos a seguros *unit linked* esta percentagem é de apenas 39,4%. Porém, esta análise, no que respeita à dívida privada, é enviesada pela falta de informação (S/I) relativa ao *rating* de um conjunto importante de emissões obrigacionistas, o que não significa que se esteja na presença de activos com maior risco. É de salientar que estas obrigações são essencialmente emitidas por instituições financeiras nacionais, sendo desenhadas para os produtos *unit linked*.

Convém referir igualmente que, em 2008, foi possível obter *ratings* para um maior número de emissões obrigacionistas presentes nas carteiras das empresas de seguros, o que justifica a redução destes títulos classificados como NR (sem *rating*).

No contexto de incerteza patente nos mercados financeiros durante 2008, as aplicações em instrumentos de dívida registaram alterações importantes das suas taxas de rendibilidade implícitas.

Estas alterações efectuaram-se em dois sentidos, ou seja, decréscimo das *yields* para a dívida pública e aumento para os instrumentos emitidos por entidades privadas, em resultado do alargamento dos *spreads* de crédito.

A turbulência financeira provocou também a revisão em baixa dos níveis de crédito das entidades emitentes de obrigações, em especial no sector financeiro.

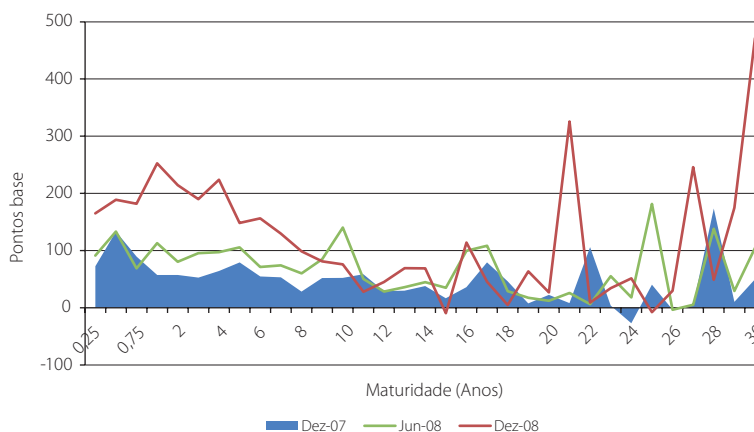
Em função do acima descrito, verifica-se, no Quadro 6.8, a quebra, face a 2007, das taxas de rendimento implícitas nos títulos de dívida pública detidos pelas empresas de seguros e o aumento daquelas taxas para os outros instrumentos de dívida. Paralelamente, assiste-se à diminuição do nível de *rating* médio ponderado de todas as categorias de instrumentos detidos pelas seguradoras, excepto nas carteiras de activos afectas aos ramos Não Vida.

Quadro 6.8 Yield e rating dos investimentos em obrigações

	Vida (excepto <i>unit linked</i>)				<i>Unit linked</i>				Não Vida			
	Yield		Rating		Yield		Rating		Yield		Rating	
	2007	2008	2007	2008	2007	2008	2007	2008	2007	2008	2007	2008
Títulos de dívida pública e equiparados	4,33	3,46	AA+	AA	4,18	3,56	AA+	AA	4,32	3,27	AA+	AA+
Obrigações privadas	5,14	5,51	AA	AA-	5,15	6,36	AA-	A+	5,03	5,98	AA-	AA-
Obrigações estruturadas	5,32	6,27	AA-	A+	5,27	9,12	AA-	AA-	5,19	5,58	AA-	AA-

Ilustra-se, no Gráfico 6.9, a evolução do *spread* médio ponderado implícito nas *yields* das obrigações existentes nas carteiras, em função da maturidade, onde se verifica o acréscimo dos *spreads* dos investimentos das empresas de seguros face à *yield curve* publicada pelo Banco Central Europeu³¹.

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



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 no contexto de crise vivida no 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 2008 os preços nestes mercados averbaram fortes quedas, especialmente no segundo semestre, o que levou a oscilações com maiores amplitudes nesses meses.

³¹ AAA-rated euro area central government bonds.

Esta situação reflectiu-se na volatilidade anual dos índices mais representativos. O PSI-20 obteve, em 2008, um valor de 33,2%, o dobro de 2007. Os índices dos principais mercados de destino de investimento verificaram igualmente aumentos semelhantes neste indicador. Assim, o DJ Eurostoxx 50 apresentou valores de 39,6%, o S&P 500, 41,3%, e o UKX 37,7%³².

Em consequência, e como se pode constatar no Quadro 6.9, a volatilidade anualizada do preço das acções em carteira subiu nos três grupos de ramos de seguros, com acréscimos que variaram entre 11 e 13 pontos percentuais face ao ano transacto, denotando, portanto, um aumento de risco. Em 2008, também a volatilidade do preço dos fundos de investimento apresentou subidas que, embora situadas no intervalo entre 1 e 4 pontos percentuais, correspondem a variações que rondam os 30%.

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

Da análise do Quadro 6.9, 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, o investimento nos primeiros tem como objectivo a possibilidade de beneficiar do efeito de mitigação do risco de preço, decorrente da diversificação de *portfolios*, pelo que tais diferenças são expectáveis. Por outro lado, cerca de 33% dos fundos de investimento mobiliário investem maioritariamente em obrigações, o que contribui para a menor volatilidade destes instrumentos.

Quadro 6.9 Volatilidade do investimento em acções e fundos de investimento

	Vida (excepto <i>unit linked</i>)		<i>Unit linked</i>		Não Vida	
	2007	2008	2007	2008	2007	2008
Acções e títulos de participação	34,29	46,06	36,24	49,39	32,73	44,27
Unidades de participação em fundos de investimento	12,52	16,70	11,17	11,96	7,13	9,64

Requisito de capital relativo ao risco de mercado

Conforme enunciado no início do ponto 6.2.3., a medição do risco de mercado em ambiente Solvência II deverá ser efectuada apurando a carga de capital que cada módulo de risco gera, sendo os módulos agregados através da aplicação de uma matriz de correlação dos riscos individuais.

Tendo como objectivo o acompanhamento do grau de risco de mercado das empresas de seguros sob supervisão do ISP, foi elaborada uma avaliação deste enquadrada nas regras do último *Quantitative Impact Study*³³ promovido pelo Committee of European Insurance and Occupational Pensions Supervisors (CEIOPS).

A metodologia consistiu em apurar as cargas de capital decorrentes da exposição dos módulos de risco a seguir identificados, procurando sempre que possível aplicar a fórmula *standard* definida no QIS 4, conforme se explicita seguidamente:

³² Fonte: Bloomberg.

³³ Ver QIS 4 em <http://www.ceiops.eu/content/view/full/118/124/>, nomeadamente as especificações técnicas.

Módulo	Forma de apuramento
Risco de taxa de juro	Aplicação de choques paralelos na curva de taxa de juro sem risco (<i>AAA-rated Euro Area Central Government Bonds</i> publicada pelo ECB, nos finais de 2007 e 2008) de - 40% e + 55% a cada activo exposto a risco de taxa de juro, multiplicando a taxa obtida pela <i>duration</i> modificada de cada activo e aplicação (simétrica) dos mesmos choques às Provisões técnicas de seguros (excepto seguros em que o risco de investimento é do tomador de seguro), utilizando a <i>duration</i> modificada média dos activos representativos. É seleccionado o cenário que gera a maior carga de capital.
Risco accionista	Alocação dos activos expostos ao risco accionista (acções, produtos estruturados com risco accionista e fundos de investimento maioritariamente investidos em acções) a dois grupos, em função do local de emissão (instrumentos emitidos em países pertencentes ao EEE e à OCDE por um lado, e restantes países por outro) e, em função do tipo de fundo, aplicação dos choques de - 32% e - 45%, respectivamente. A carga de capital é apurada aplicando a correlação de 0,75 entre os valores das cargas dos grupos atrás mencionados.
Risco imobiliário	Aplicação de choques de - 20% aos activos expostos ao risco imobiliário.
Risco de crédito	Aplicação a cada activo dos choques equivalentes aos coeficientes dependentes da <i>duration</i> e do <i>rating</i> de cada instrumento exposto ao risco de crédito, conforme definido na fórmula <i>standard</i> do QIS 4, efectuando a separação entre obrigações "clássicas" e obrigações estruturadas com risco de crédito.
Risco de concentração	Aplicação ao conjunto dos activos emitidos por cada grupo económico que exceda 5% do total dos activos afectos a essa empresa de seguros (por carteira e fundo autónomo), de um coeficiente de 0,18 (correspondente à assumpção de um nível de crédito do emissor igual a A) multiplicado pela percentagem em excesso. A carga de capital resulta da agregação dos valores individuais apurados.
Risco de taxa de câmbio	Aplicação de choques paralelos de +20% e -20% às taxas de câmbio de todas as divisas estrangeiras face ao euro. É seleccionado o cenário que gera a maior carga de capital.

A agregação das cargas de capital foi efectuada aplicando a matriz utilizada no QIS 4, reproduzida em seguida:

Risco	Taxa juro	Accionista	Imobiliário	Crédito	Concentração	Taxa câmbio
Taxa juro	1					
Accionista	0	1				
Imobiliário	0,5	0,75	1			
Crédito	0,25	0,25	0,25	1		
Concentração	0	0	0	0	1	
Taxa câmbio	0,25	0,25	0,25	0,25	0	1

No Quadro 6.10 apresentam-se os valores médios, ponderados pelos fundos próprios de cada empresa, dos requisitos de capital relativos a cada componente do risco de mercado, no final de 2007 e de 2008. Verifica-se que o requisito de capital global sofre um acréscimo de 5 pontos percentuais face a 2007, explicado essencialmente pelo aumento das componentes risco de crédito e risco imobiliário, conforme seria de esperar face ao enquadramento económico e financeiro actual.

Por outro lado, a componente relativa ao risco accionista diminui, quer em requisito médio de capital, quer em peso relativo no total, facto que se explica pela redução de exposição accionista empreendida pelas empresas de seguros durante o ano em apreço.

Quadro 6.10 Requisito de capital médio relativo ao risco de mercado

	Requisito de capital		Peso de cada risco	
	2007	2008	2007	2008
Risco de taxa de juro	12,3%	8,9%	32,6%	23,0%
Risco accionista	20,6%	19,3%	51,0%	40,4%
Risco imobiliário	7,0%	10,3%	21,4%	29,5%
Risco de crédito	13,5%	18,8%	27,4%	34,4%
Risco de concentração	1,4%	3,3%	2,6%	6,6%
Risco de taxa de câmbio	0,8%	2,8%	2,4%	3,2%
<i>Sub-Total</i>	55,6%	63,5%	137,4%	137,0%
Efeito diversificação	-16,0%	-18,2%	-37,4%	-37,0%
Total	39,6%	45,3%	100,0%	100,0%

6.3. Investimentos dos fundos de pensões

6.3.1. Análise por tipo de fundo

A composição dos activos dos fundos de pensões obedece, por um lado, ao enquadramento normativo que estabelece diferentes limites de investimento, em função do tipo de activo, do emitente e do grupo económico, e por outro, à orientação de investimento de cada fundo, na qual as características dos participantes e o tipo de plano a financiar desempenham um papel importante.

Uma vez que os fundos 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, as conclusões relativas à totalidade do mercado são idênticas às daqueles fundos.

Em 2008, o valor dos fundos de pensões sob gestão diminuiu 9,3%, em resultado da crise financeira internacional sentida neste ano. Os fundos fechados reduziram 8,6%, os fundos PPR/E 19,7%, os PPA, mais atingidos pela queda dos mercados accionistas, viram o seu valor reduzido em 57%. Os classificados como Outros Abertos decresceram 20,8%.

As carteiras dos fundos continuam a apresentar uma elevada dispersão pelas diversas rubricas. A alteração constatada na estrutura dos investimentos em 2006 e 2007, anos em que a componente de acções e títulos de participação foi aquela com maior peso no total das aplicações, não se manteve em 2008. A diminuição verificada na exposição

a acções resulta da desvalorização dos mercados accionistas nacionais e internacionais a que se assistiu desde o segundo semestre de 2007 e, em especial, durante 2008.

Quadro 6.11 Composição das carteiras de activos dos fundos de pensões

milhões de euros	Fechados		PPR/E		PPA		Outros Abertos		Total	
	2007	2008	2007	2008	2007	2008	2007	2008	2007	2008
	%	%	%	%	%	%	%	%	%	%
Títulos de dívida pública e equiparados	3.524	4.065	187	144	0	0	142	157	3.853	4.366
Obrigações e papel comercial	3.972	4.125	136	145	0	0	207	158	4.315	4.428
Acções e títulos de participação	5.577	2.541	24	17	19	8	50	21	5.670	2.587
U. P. em fundos de investimento	4.988	4.416	95	62	0	0	278	151	5.361	4.630
Terrenos e edifícios	1.578	1.758	8	8	0	0	12	13	1.598	1.778
Depósitos e certificados de depósito	1.010	2.627	50	38	1	0	54	93	1.114	2.759
Outros investimentos	441	-252	3	-11	0	0	1	-3	445	-265
Total	21.090	19.281	502	403	19	8	744	589	22.356	20.282

	Fechados		PPR/E		PPA		Outros Abertos		Total	
	2007	2008	2007	2008	2007	2008	2007	2008	2007	2008
	%	%	%	%	%	%	%	%	%	%
Títulos de dívida pública e equiparados	16,7%	21,1%	37,3%	35,7%	0,0%	0,0%	19,1%	26,6%	17,2%	21,5%
Obrigações e papel comercial	18,8%	21,4%	27,2%	35,9%	0,0%	0,0%	27,8%	26,8%	19,3%	21,8%
Acções e títulos de participação	26,4%	13,2%	4,8%	4,3%	97,5%	96,4%	6,7%	3,5%	25,4%	12,8%
U. P. em fundos de investimento	23,7%	22,9%	18,9%	15,4%	0,0%	0,0%	37,4%	25,7%	24,0%	22,8%
Terrenos e edifícios	7,5%	9,1%	1,5%	1,9%	0,0%	0,0%	1,7%	2,2%	7,1%	8,8%
Depósitos e certificados de depósito	4,8%	13,6%	9,9%	9,5%	2,7%	3,7%	7,3%	15,8%	5,0%	13,6%
Outros investimentos	2,1%	-1,3%	0,5%	-2,6%	-0,2%	-0,2%	0,1%	-0,6%	2,0%	-1,3%
Total	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Os investimentos em instrumentos de dívida (títulos de dívida pública e obrigações e papel comercial) representam agora 43,4% do total, enquanto as aplicações em acções viram o seu peso baixar 12,6 pontos percentuais, correspondendo a um decréscimo no montante de cerca de 54% face a 2007. Destes instrumentos, os títulos de dívida pública foram os que apresentaram um incremento superior (com um acréscimo absoluto de 13,3%), denotando uma estratégia de alocação de activos que privilegia a segurança e maiores níveis de rentabilidade no actual contexto económico.

As afectações em fundos de investimento mantêm-se, em termos relativos, em níveis idênticos aos do ano anterior, embora se tenha registado um decréscimo absoluto de aproximadamente 14%. A rubrica de depósitos e certificados de depósito mais que duplicou face ao final de 2007, em resultado do efeito conjugado do importante volume de contribuições efectuadas para os fundos profissionais de benefício definido no final de 2008 (com o objectivo de atenuar o decréscimo das carteiras e manter os níveis de financiamento) e da escassez de oportunidades de investimento seguras.

Os fundos que financiam planos de contribuição definida foram os que sofreram a maior redução de valor (cerca de 22%), incluindo também os fundos PPR/E e PPA.

Analisando as carteiras dos fundos de benefício definido e contribuição definida – Quadro 6.12 –, constata-se que os segundos apresentam uma maior concentração em títulos de dívida face aos primeiros, tendo mesmo esta proporção crescido em 2008 (de 53% para cerca de 63%), em resultado da redução da exposição em acções e fundos de investimento.

Quadro 6.12 Composição das carteiras de activos por tipo de plano

	Benefício definido		Contribuição definida		Misto		Total	
	2007	2008	2007	2008	2007	2008	2007	2008
	%	%	%	%	%	%	%	%
Títulos de dívida pública e equiparados	16,6%	20,9%	28,6%	33,4%	26,6%	33,3%	17,2%	21,5%
Obrigações e papel comercial	19,1%	21,7%	24,3%	29,4%	18,1%	14,6%	19,3%	21,8%
Ações e títulos de participação	26,5%	13,3%	7,7%	5,2%	2,2%	0,6%	25,4%	12,8%
U. P. em fundos de investimento	23,3%	22,6%	30,2%	20,3%	45,5%	39,6%	24,0%	22,8%
Terrenos e edifícios	7,6%	9,2%	0,8%	1,0%	0,0%	0,0%	7,1%	8,8%
Depósitos e certificados de depósito	4,8%	13,7%	7,8%	12,2%	7,6%	12,3%	5,0%	13,6%
Outros investimentos	2,1%	-1,3%	0,5%	-1,4%	0,0%	-0,5%	2,0%	-1,3%
Total	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Em todos os tipos de plano se verifica um acréscimo das aplicações em liquidez, pelas razões acima indicadas.

6.3.2. Análise por origem sectorial e geográfica dos activos

Análise sectorial

Os investimentos dos fundos de pensões apresentam, à semelhança do verificado nas 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 2008, mesmo no ano em que o sector registou perdas significativas, reforçando a concentração em seu torno e passando a ter um peso relativo de cerca de 62% do total – Quadro 6.13. A exposição ao sector financeiro através de acções corresponde a cerca de 27% do total, uma clara redução face aos 50% observados em 2007. No entanto, esta concentração mantém-se em níveis inferiores aos das empresas de seguros.

Em contrapartida, os sectores de produtos consumíveis, comunicações, indústria e produção e distribuição de electricidade, gás e água representam, no seu conjunto, cerca de 27% do total, face aos 29% observados em 2007 e 36% em 2006.

Quadro 6.13 Investimentos em obrigações e acções por sector de actividade do emitente

Sector Económico	2006	2007	2008
Actividades financeiras	48,0%	55,9%	61,6%
<i>Asset Backed Securities</i>	2,1%	1,3%	1,3%
Comunicações	8,9%	9,4%	9,0%
Indústria	9,3%	6,9%	5,8%
Materiais básicos	1,1%	3,0%	4,5%
<i>Mortgage securities</i>	0,6%	1,2%	1,7%
Produção e distribuição de electricidade, gás e água	8,0%	6,4%	8,0%
Produção e distribuição de energia	2,7%	3,9%	2,1%
Produtos consumíveis	10,2%	6,2%	4,0%
Outras actividades	9,2%	5,8%	2,2%
	100,0%	100,0%	100,0%

Tal como apresentado no ponto 6.2.2., em 2008, os sectores com maior concentração obtiveram comportamentos negativos em termos de rendibilidade, com o sector financeiro a ser bastante penalizado. Como abordado no referido ponto, o elevado peso nas actividades financeiras constitui um risco que importa não negligenciar, tal como o demonstra a situação presente.

Tipologia dos fundos de investimento

Convém igualmente referir que os fundos de pensões do sector bancário têm, no seu conjunto, uma exposição ao sector financeiro de cerca de 61% (56% em 2007), inferior à registada pelos restantes fundos em que a percentagem é de 64,4% (61% em 2007).

Os fundos de investimento representam 22,8% do total das aplicações dos fundos de pensões em 2008, uma variação de -1,2 pontos percentuais face ao observado em 2007, mas correspondendo agora ao primeiro lugar no total dos investimentos, apesar de em termos absolutos ter decrescido 13,6%. Estas aplicações permitem uma diversificação por classe de activos e por sector alvo.

Como se pode verificar pelo Quadro 6.14, cerca de 26% das unidades de participação correspondem a fundos que investem maioritariamente em acções, sem especialização, representando uma importante redução face a 2007 (35,7%). Reduziu-se assim, igualmente, a alocação no sector accionista por via de fundos de investimento mobiliário.

Em termos relativos, as aplicações em fundos de investimento imobiliário apresentam um aumento de 16,3 pontos percentuais, correspondendo a um acréscimo em termos absolutos de cerca de 13%.

As aplicações em *hedge funds* tiveram uma redução no ano em análise, reflexo do ambiente avesso ao risco que caracterizou 2008.

Quadro 6.14 Investimentos em fundos de investimento por orientação sectorial

Orientação sectorial	2006	2007	2008
Acções	35,6%	35,7%	26,1%
Obrigações	35,1%	31,9%	26,8%
Imobiliário	20,6%	20,5%	36,8%
<i>Hedge funds</i>	8,7%	11,5%	7,4%
Outros	0,0%	0,4%	2,9%
	100,0%	100,0%	100,0%

Análise geográfica

Analisando os fundos de pensões na perspectiva da diversificação de investimento em função da sua origem geográfica – Gráfico 6.10 –, verifica-se que, em 2008, o peso relativo dos investimentos no estrangeiro se manteve praticamente inalterado face ao ano anterior. A alteração mais marcante na estrutura geográfica ocorreu na rubrica das acções nacionais, a qual diminuiu aproximadamente 5 pontos percentuais, atingindo o valor mais baixo da última década. Esta variação foi em parte compensada pelo acréscimo de aplicações em dívida privada nacional (cerca de 10%) e em fundos de investimento domiciliados em Portugal (cerca de 30%).

Apesar do anteriormente referido, o detalhe da dispersão geográfica por classe de activos (Gráfico 6.11) demonstra que a rubrica das acções continua a superar o correspondente valor aplicado fora do país, tal como já sucedia em anos anteriores, embora com menor expressão.

As restantes rubricas mantêm um peso relativo entre Portugal e o estrangeiro, semelhante ao verificado em 2007, assistindo-se, no entanto, no investimento estrangeiro, a um aumento do peso das aplicações em obrigações públicas e em obrigações privadas e a um decréscimo em fundos de investimento.

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

Gráfico 6.10 Evolução da origem geográfica dos activos dos fundos de pensões 2004-2008

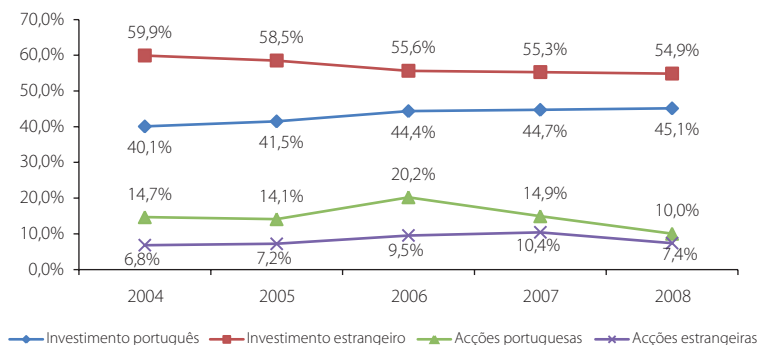
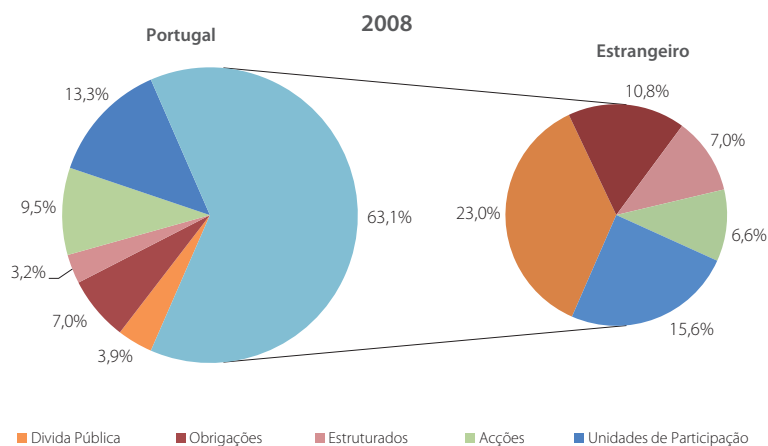


Gráfico 6.11 Origem geográfica dos activos dos fundos de pensões

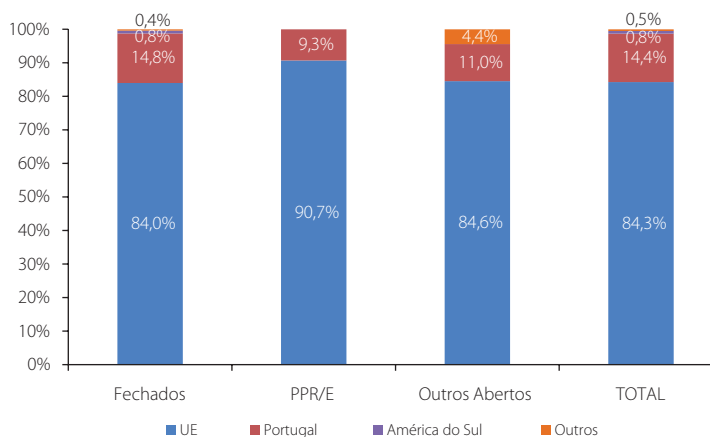


Investimento em dívida pública

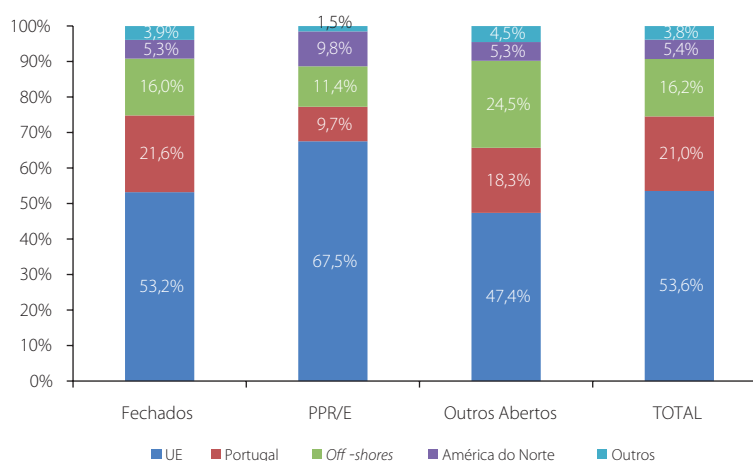
Conforme se pode constatar no Gráfico 6.12, o investimento em títulos de dívida pública de países da União Europeia (excluindo Portugal) cresceu, em termos relativos, cerca de 10 pontos percentuais, aproximando-se agora dos 84%, face aos 74% do total investido em 2007. Há que destacar a redução de aplicações em dívida pública nacional por parte dos fundos de pensões PPR/E (quase 24 pontos percentuais) por contrapartida da dívida pública de outros países da União Europeia. No total, o investimento em títulos portugueses desta natureza representa cerca de 14%, contra os 19% em 2007.

Analisando a decomposição pelos diversos países da UE, 43,5% respeitam à dívida pública alemã, 25% à francesa, 14,2% à italiana e 10,4% à grega. Comparando com o ano anterior, verifica-se que houve um ligeiro reforço da posição alemã.

Tal como nos anos anteriores, o investimento em dívida pública de países da América do Sul corresponde a títulos brasileiros, que representam agora cerca de 0,8% do total.

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

No que se refere à dívida privada, e contrariamente ao verificado para a dívida pública, as obrigações emitidas por empresas portuguesas (cerca de 21% do total) continuam, nos fundos de pensões, a ser uma das mais importantes origens de investimento, apesar de terem registado um decréscimo de 10 pontos percentuais, conforme se pode constatar pelo Gráfico 6.13. Dos países da União Europeia, excluindo Portugal, cerca de 83% das aplicações ocorrem no conjunto de países composto por Irlanda (24,3%), Holanda (17,9%), Espanha (13,3%), Grã-Bretanha (10,2%), Suécia (8,8%) e França (8,1%). Convém igualmente destacar a importância dos *off-shores* (16,2% do total), transversal a todos os tipos de fundos.

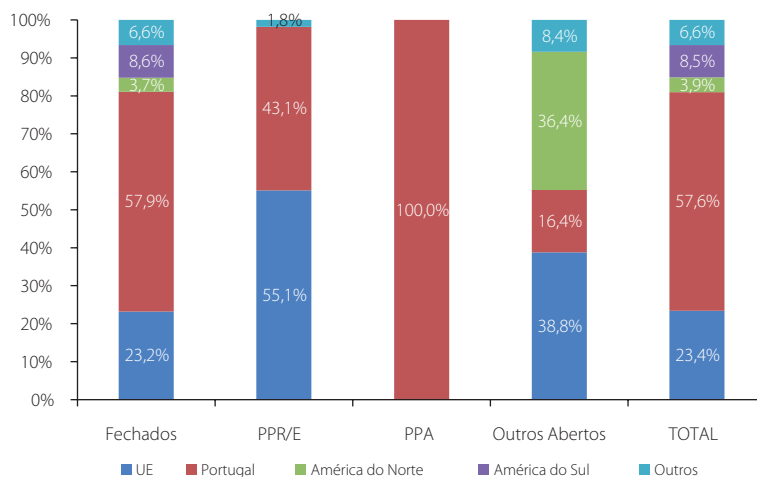
Gráfico 6.13 Distribuição geográfica do investimento em dívida privada nos fundos de pensões

Investimento em acções

As acções, tal como já foi mencionado, deixaram de ser o principal investimento individual efectuado pelos fundos de pensões nacionais, representando agora cerca de um oitavo da carteira, quando em 2007 representavam um quarto das aplicações. Portugal continua a ser o destino preferencial, embora com um peso relativo semelhante ao existente no final de 2007, observando-se, contudo, um decréscimo expressivo de aproximadamente 50% em termos absolutos. O peso relativo das acções nacionais evidenciou um reforço nos fundos PPR/E e PPA (14 e 9,7 pontos percentuais, respectivamente), manteve-se constante nos fundos fechados e diminuiu nos outros

fundos abertos, cerca de 21 pontos percentuais. No caso dos PPA, as acções nacionais representam 100% dos títulos nesta classe de activos.

Gráfico 6.14 Distribuição geográfica das acções detidas pelos fundos de pensões



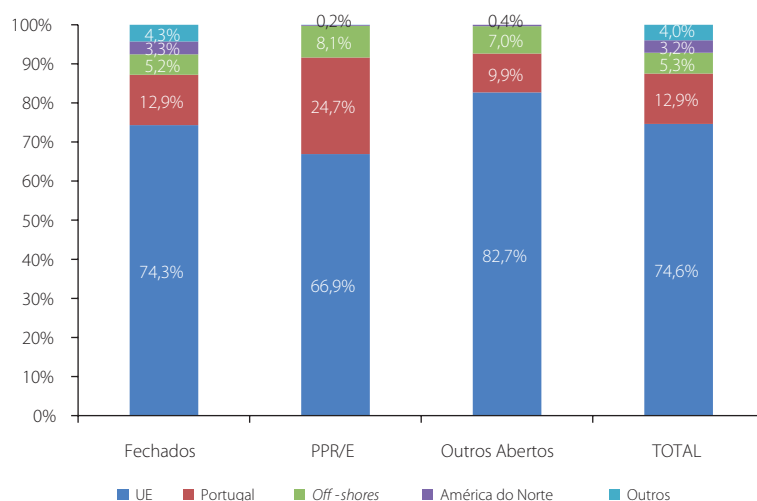
O investimento em outros países da UE representa cerca de 23% do total, dos quais aproximadamente 77% correspondem a acções de empresas espanholas. O investimento sul-americano assume um valor menos expressivo em 2008 face aos 11,8% de 2007, correspondendo a títulos de empresas brasileiras.

Os fundos de pensões classificados como Outros Abertos viram as aplicações em acções norte-americanas crescer cerca de 11 pontos percentuais, em termos relativos. No entanto, em virtude da redução da exposição total a acções, este acréscimo corresponde a uma redução de 40% em acções norte-americanas em termos de montantes.

Investimento em unidades de participação

A origem das aplicações em unidades de participação em fundos de investimento sofreu, em 2008, uma alteração importante relativamente a 2007. Ao contrário do que se registou com as empresas de seguros, nas carteiras dos fundos de pensões, os fundos de investimento nacionais perderam cerca de 14 pontos percentuais em termos relativos em favor dos fundos originários de outros países da União Europeia.

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



Consequentemente, manteve-se o investimento maioritário em países da União Europeia, excluindo Portugal. O peso dos fundos de investimento de países exteriores à União Europeia registou um decréscimo de aproximadamente 7 pontos percentuais.

Dos restantes países da União Europeia, o Luxemburgo continua a deter a maior parcela (cerca de 46%), seguido da Irlanda, com aproximadamente 42%.

Relativamente às aplicações sediadas em *off-shores*, denota-se uma maior concentração nas Ilhas Caimão (cerca de 97% contra 94% em 2007 e 83% em 2006).

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 Passivo (as responsabilidades), especialmente nos fundos de benefício definido. Nos fundos de contribuição definida é igualmente relevante controlar de forma apropriada o binómio rentabilidade/risco, de modo a assegurar a maximização do valor da pensão disponível para o participante.

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

Maturidade, *duration* e *rating*

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

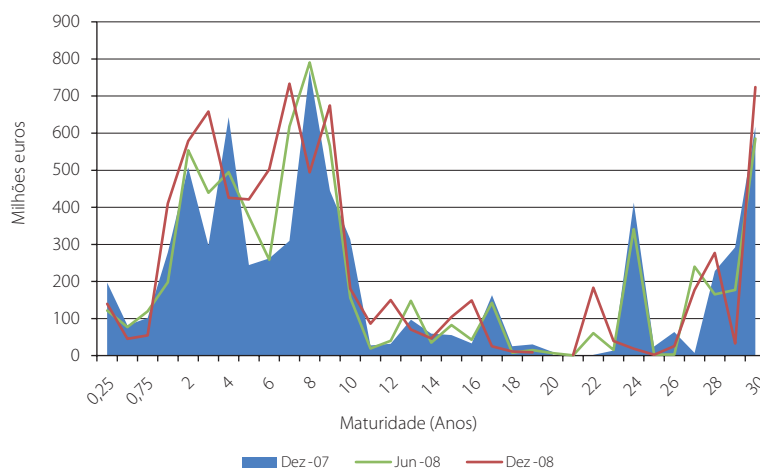
Em 2008, a distribuição dos montantes investidos em função da maturidade da dívida pública e privada registou algumas variações nos fundos PPR/E, onde se constatou um decréscimo dos montantes no escalão de maturidade entre 2 e 5 anos e um aumento nos escalões extremos (inferior a 2 anos e superior a 5 anos), mantendo-se relativamente constante em relação aos fundos fechados e outros abertos – conforme demonstrado no Quadro 6.15.

Quadro 6.15 Escalões de maturidade dos investimentos em obrigações

	Fechados		PPR/E		Outros Abertos	
	2007	2008	2007	2008	2007	2008
Inferior a 2 anos	24,1%	23,0%	24,1%	28,8%	25,1%	25,1%
Entre 2 e 5 anos	16,7%	16,9%	36,0%	28,6%	21,9%	20,7%
Superior a 5 anos	55,3%	57,8%	37,0%	41,0%	46,7%	50,2%
Sem informação	3,9%	2,3%	2,9%	1,6%	6,3%	4,0%

O Gráfico 6.16 permite visualizar a evolução da estrutura dos investimentos em instrumentos de dívida por maturidade durante 2008.

Gráfico 6.16 Estrutura do investimento em instrumentos de dívida por maturidade



O Quadro 6.16 mostra que os instrumentos de dívida de cupão fixo são predominantes nos fundos de pensões, denotando-se um acréscimo desse peso nos fundos fechados e nos fundos classificados como Outros Abertos, enquanto nos PPR/E os títulos de cupão zero e variável incrementaram em termos relativos.

Quadro 6.16 Caracterização da modalidade de pagamento do cupão dos investimentos em obrigações

	Fechados		PPR/E		Outros Abertos	
	2007	2008	2007	2008	2007	2008
Cupão fixo	54,5%	60,1%	57,7%	53,8%	39,6%	47,8%
Cupão zero	2,3%	1,5%	1,9%	4,2%	8,7%	9,9%
Cupão variável	29,6%	26,0%	39,2%	41,9%	39,4%	35,9%
Sem informação	13,6%	12,4%	1,2%	0,1%	12,3%	6,4%

No presente ano, as aplicações em instrumentos de dívida dos fundos de pensões registaram, de forma geral, uma diminuição na maturidade média ponderada, o que é explicado pelo efeito de substituição de obrigações por outras com maturidades residuais mais baixas, em linha com o anteriormente referido sobre a distribuição dos montantes investidos por maturidade, embora nos fundos fechados se tenha observado um aumento da proporção em títulos de dívida de maturidade superior a 5 anos. As *durations* mantêm-se praticamente idênticas, comparativamente com o ano anterior.

No Quadro 6.17, apresentam-se as maturidades e *durations* dos instrumentos de dívida presentes nas carteiras dos fundos de pensões, seguindo-se os gráficos demonstrativos dos níveis de *rating* das mesmas aplicações.

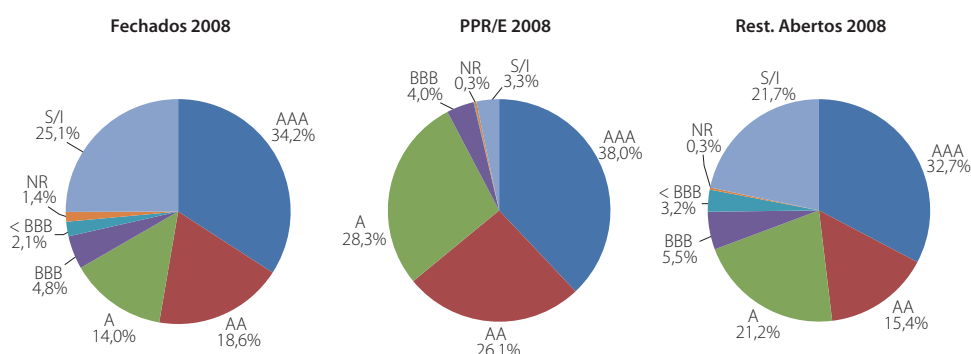
Quadro 6.17 Maturidade e *duration* dos investimentos em obrigações

	Fechados				PPR/E				Outros Abertos			
	Maturidade		Duration		Maturidade		Duration		Maturidade		Duration	
	2007	2008	2007	2008	2007	2008	2007	2008	2007	2008	2007	2008
Títulos de dívida pública e equiparados	13,4	11,9	7,2	6,8	4,8	6,5	3,3	4,8	9,0	8,0	6,8	6,2
Obrigações privadas	8,5	7,0	2,7	2,9	5,4	3,4	0,6	1,0	4,8	6,8	0,9	1,0
Obrigações estruturadas	15,6	15,3	1,0	0,7	10,1	9,5	0,2	0,3	13,6	14,3	0,6	1,5

Da análise do Gráfico 6.17 retira-se que, em 2008, a percentagem dos instrumentos de dívida que apresenta classificação de crédito de *investment grade* (*rating* igual ou superior a BBB) é superior a 72%, nos fundos fechados e nos restantes abertos. Já nos fundos PPR/E esta percentagem aproxima-se dos 96% da carteira obrigacionista.

De referir que, em 2008, foi possível obter *ratings* para um maior número de emissões obrigacionistas presentes nas carteiras dos fundos de pensões o que justifica a redução das obrigações classificadas como NR (sem *rating*).

Gráfico 6.17 *Rating* do investimento em obrigações



No contexto de incerteza patente nos mercados financeiros durante 2008, as aplicações em instrumentos de dívida registaram alterações importantes das suas taxas de rendibilidade implícitas.

Esta alteração efectuou-se em dois sentidos, ou seja, decréscimo das *yields* para a dívida pública e aumento para os instrumentos emitidos por entidades privadas, em resultado do alargamento dos *spreads* de crédito.

A turbulência financeira provocou, também, a revisão em baixa dos níveis de crédito das entidades emittentes de instrumentos de dívida, em especial no sector financeiro.

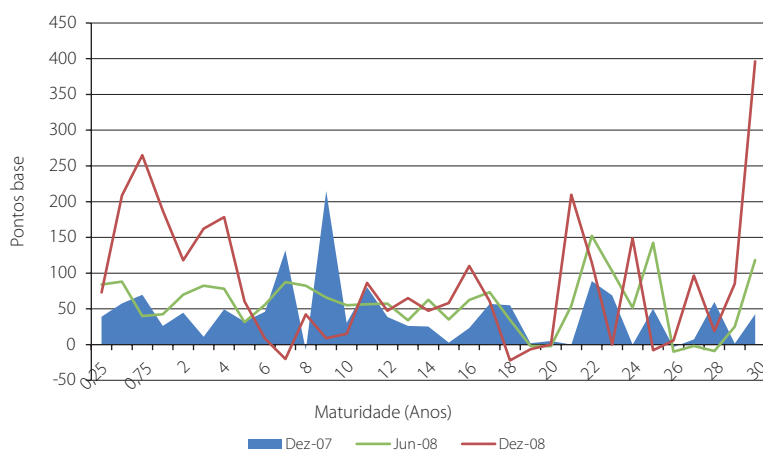
Em função do acima descrito, verifica-se no Quadro 6.18 a diminuição, face a 2007, das taxas de rendimento implícitas nos títulos de dívida pública detidos pelas empresas de seguros e o aumento daquelas taxas para os outros instrumentos de dívida. Paralelamente, assiste-se à diminuição do nível de *rating* médio ponderado nos instrumentos de dívida privada detidos pelos fundos de pensões, especialmente ao nível das obrigações estruturadas.

Quadro 6.18 *Yield* e *rating* dos investimentos em obrigações

	Fechados				PPR/E				Outros Abertos			
	<i>Yield</i>		<i>Rating</i>		<i>Yield</i>		<i>Rating</i>		<i>Yield</i>		<i>Rating</i>	
	2007	2008	2007	2008	2007	2008	2007	2008	2007	2008	2007	2008
Títulos de dívida pública e equiparados	4,2	3,1	AA+	AA+	4,2	2,9	AA+	AA+	4,4	3,0	AA+	AA+
Obrigações privadas	5,0	5,7	AA	AA	5,2	6,1	AA-	AA-	5,2	7,2	AA-	A+
Obrigações estruturadas	5,2	6,8	AA-	A+	5,5	7,5	AA	A+	5,5	7,5	AA-	A

Ilustra-se seguidamente – Gráfico 6.18 – a evolução do *spread* médio ponderado implícito nas *yields* das obrigações existentes nas carteiras dos fundos de pensões, em função da maturidade, onde se observa o acréscimo dos *spreads* dos investimentos face à *yield curve* publicada pelo Banco Central Europeu³⁴.

³⁴ AAA-rated euro area central government bonds.

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

Volatilidade das acções e dos fundos de investimento

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

Considerando a evolução que os mercados accionistas registaram ao longo de 2008 e o seu forte impacto na volatilidade dos respectivos índices, já destacado na análise efectuada no ponto 6.2.3. deste capítulo, apurou-se que a volatilidade anualizada do preço das acções em carteira subiu cerca de 4 pontos percentuais face a 2007, sugerindo um acréscimo de risco destes activos, em linha com a variação da volatilidade dos índices representativos atrás indicada, mitigado pelo facto de a exposição a este tipo de risco ter decaído perto de 50%.

Este indicador subiu de forma mais expressiva nos fundos de investimento mobiliário, denotando o volume de resgates destas aplicações nos mercados financeiros internacionais, motivado pelo clima de incerteza generalizado.

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 acção, o que faz com que os mesmos surjam ligeiramente empolados.

Quadro 6.19 Volatilidade do investimento em acções e fundos de investimento

	Fechados		PPR/E		PPA		Outros Abertos	
	2007	2008	2007	2008	2007	2008	2007	2008
Acções e títulos de participação	37,44	41,41	32,34	45,85	34,47	42,67	38,33	47,03
Unidades de participação em fundos de investimento	13,95	20,77	21,89	36,36	-	-	16,28	28,40

6.3.4. Rendibilidade e volatilidade dos fundos de pensões

Nesta secção, apresenta-se a análise efectuada à rendibilidade dos fundos de pensões durante 2008, 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 NYSE Euronext Lisboa. Para os fundos de pensões fechados,

foram utilizados os elementos trimestrais comunicados ao Instituto de Seguros de Portugal pelas entidades gestoras, para efeitos de supervisão prudencial.

A rendibilidade anual foi apurada, relativamente aos fundos abertos, com base nas rendibilidades mensais. Calculou-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.

Sobre este assunto encontra-se no Capítulo 8.B deste relatório uma análise da *performance* dos fundos: rendibilidade *versus* risco dos fundos de pensões nacionais, entre 1998 e 2008, onde é possível, entre outros temas, conhecer os retornos ponderados pelo risco comparativamente com *benchmarks* representativos dos diversos tipos de fundos e o comportamento da rendibilidade por tipo de plano (benefício definido e contribuição definida).

Rendibilidade anual

Os fundos de pensões apresentaram um comportamento negativo em 2008, como se pode verificar pelo quadro seguinte. Este nível de retorno, ocorrido em condições de excepção nos mercados financeiros, não tem paralelo na história dos fundos de pensões em Portugal.

A respectiva taxa média de rendibilidade, ponderada pelo valor de cada fundo, foi de -13,9%, tendo os fundos fechados contribuído de forma clara para esse efeito (-14,2%).

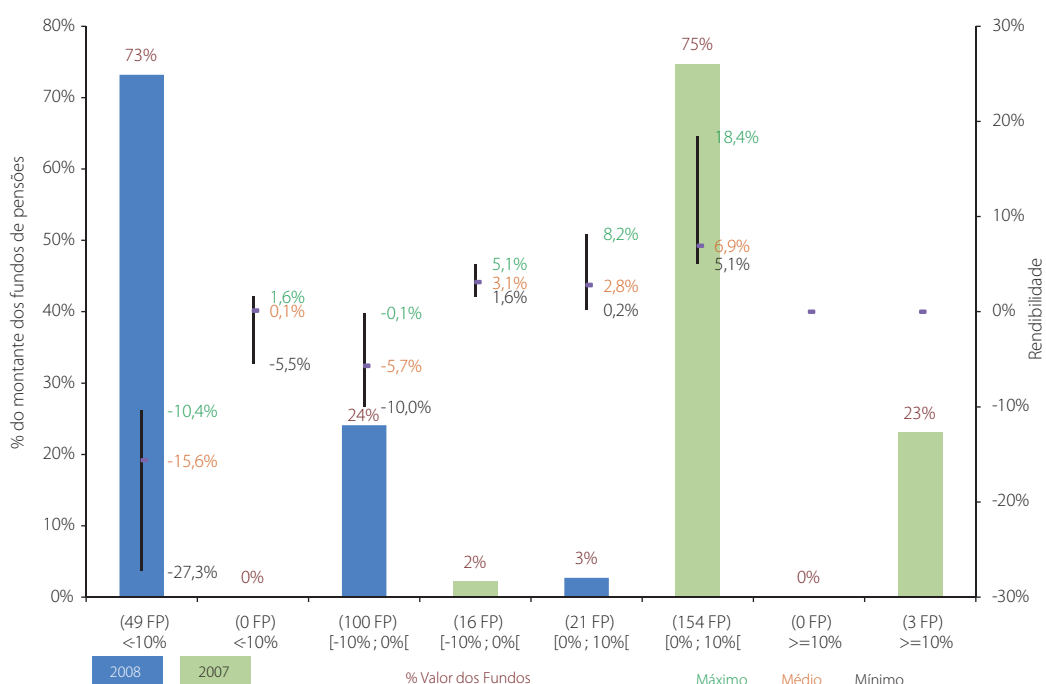
Quadro 6.20 Taxas de rendibilidade dos fundos de pensões

	2004	2005	2006	2007	2008
Total dos fundos de pensões	7,2%	9,1%	8,8%	6,3%	-13,9%
Fundos de pensões Fechados	7,3%	9,2%	9,0%	6,5%	-14,2%
Fundos de pensões Abertos	4,8%	6,0%	5,3%	3,1%	-9,5%

Rendibilidade dos fundos de pensões fechados

Para efeitos da comparação da respectiva *performance*, os 168 fundos de pensões fechados considerados em 2008 foram agrupados em quatro escalões de rendibilidade.

O Gráfico 6.19 apresenta as taxas de retorno máxima, média e mínima, bem como o peso do respectivo escalão no montante total dos fundos fechados, para 2007 e 2008.

Gráfico 6.19 Taxas de rendibilidade dos fundos fechados por escalões

Uma primeira conclusão reside no facto de, em 2008, apenas cerca de 3% dos fundos de pensões terem registado rendibilidades acima de zero (medido pela dimensão dos valores investidos, correspondendo em número a 21 fundos) e aproximadamente 73% dos fundos, em montante, apresentarem valores inferiores a -10%.

A amplitude de variação das taxas de rendibilidade foi de 35,5 pontos percentuais, com um fundo a apresentar o mínimo de -27,3%, situando-se a taxa máxima nos 8,2%. O retorno médio simples individual foi de -7,5% (havia sido 2,8% em 2007).

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 é semelhante à do conjunto do mercado (em virtude da sua importância no total) e que apenas os fundos cuja actividade económica do associado é a das comunicações e transportes apresentam um valor inferior. Os fundos pertencentes a associados originários dos três primeiros sectores de actividade económica listados no Quadro 6.21, que representam 91% do montante de fundos, apresentaram as piores *performances*.

Quadro 6.21 Taxa de rendibilidade do mercado de fundos de pensões fechados por tipo de actividade económica dos associados

	2006		2007		2008	
	Quota de mercado	Taxa de rendibilidade	Quota de mercado	Taxa de rendibilidade	Quota de mercado	Taxa de rendibilidade
Actividade bancária	73,0%	9,8%	73,5%	7,7%	74,7%	-14,6%
Comunicações e transportes	12,3%	7,1%	12,2%	3,3%	10,5%	-20,7%
Produção e distribuição de electricidade, gás e água	6,4%	8,7%	6,3%	4,6%	5,9%	-11,4%
Indústria	3,7%	4,6%	3,5%	2,3%	3,6%	-4,9%
Actividade seguradora	1,6%	5,2%	1,5%	2,3%	1,6%	-4,0%
Outras actividades financeiras	0,7%	3,3%	0,7%	1,9%	0,8%	-4,1%
Comércio	1,3%	4,2%	1,2%	3,0%	1,2%	-6,5%
Outros	1,0%	4,8%	1,0%	2,7%	1,7%	-3,2%
	100,0%	9,0%	100,0%	6,5%	100,0%	-14,2%

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 57 fundos abertos, dos quais 22 são PPR/E e 4 são PPA.

A taxa de rendibilidade dos fundos de pensões abertos foi de -9,5%, ainda assim superior à dos fundos fechados. Os fundos PPA, por seu turno, obtiveram um retorno negativo acentuado, -69,8%, em resultado da queda abrupta dos mercados accionistas durante 2008. Os PPR/E apresentaram igualmente rendibilidades negativas, 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 6.22, pode constatar-se que o conjunto dos fundos de pensões fechados registou uma volatilidade média, ponderada pelo peso de cada um, de 6,2%. O conjunto dos fundos abertos apresenta um valor para este indicador de 6,1%, evidenciando um acréscimo de variabilidade dos valores das unidades de participação ocorrida no presente ano, face ao ano transacto.

Quadro 6.22 Rendibilidade e volatilidade dos fundos de pensões

	2005		2006		2007		2008	
	Rendib.	Volatilid.	Rendib.	Volatilid.	Rendib.	Volatilid.	Rendib.	Volatilid.
Fundos de pensões Fechados	9,2%	2,9%	9,0%	6,6%	6,5%	8,5%	-14,2%	6,2%
Todos os fundos de pensões Abertos	6,0%	2,5%	5,3%	2,5%	3,1%	2,7%	-9,5%	6,1%
Fundos de pensões PPR/E	4,3%	2,0%	4,2%	1,9%	2,7%	2,0%	-7,6%	5,2%
Fundos de pensões PPA	18,2%	9,8%	29,1%	12,6%	14,0%	15,4%	-69,8%	31,0%
Outros fundos de pensões Abertos	7,1%	2,7%	5,4%	2,6%	3,0%	2,9%	-9,9%	6,3%

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), elaboradas isoladamente, importa ainda realizar o exame conjunto 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 o retorno alcançado.

A medida de *performance* escolhida para efectuar a análise foi o índice de Sharpe, definido 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 determinado período de tempo. Neste caso, utilizou-se a unidade temporal de um ano, e para taxa de juro sem risco foi seleccionada a média geométrica das taxas de depósito *overnight* do Banco Central Europeu³⁵, observadas durante 2008.

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

35 Fonte: Bloomberg

Como seria expectável, os PPA encontram-se representados no canto inferior direito do gráfico, reflectindo os menores níveis de rendibilidade e maiores níveis de risco. Por outro lado, em 2008, 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 2007 e 2006, evidenciando uma menor homogeneidade na *performance* das carteiras de investimento.

Os índices de Sharpe observados em 2008 variaram entre -27,4 e 2,5 com a média a situar-se em -2,9. No entanto, excepto para 2 fundos, o índice de Sharpe assume maioritariamente valores entre os -10 e 2,5.

Tanto o valor máximo como o mínimo do índice foram atingidos por fundos fechados. Pode concluir-se que, tal como sucedeu em 2007, a generalidade dos fundos de pensões apresenta níveis de rendibilidade inferiores à taxa de juro sem risco, o que contrasta com o que sucedeu em 2006.

Importa referir que, em 2008, os *benchmarks* representativos dos fundos de pensões nacionais obtiveram comportamentos da rendibilidade ponderada pelo risco semelhantes à média dos correspondentes fundos de pensões, conforme se pode confirmar no Capítulo 8.B deste relatório.

Gráfico 6.20 Rendibilidade e volatilidade dos fundos de pensões

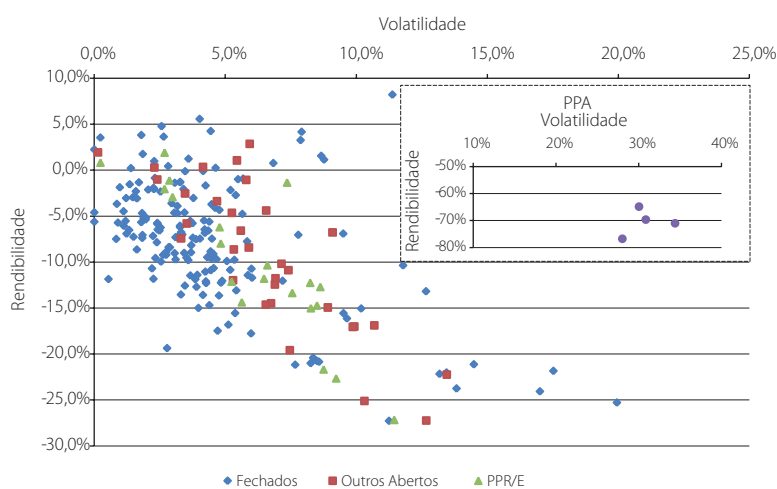
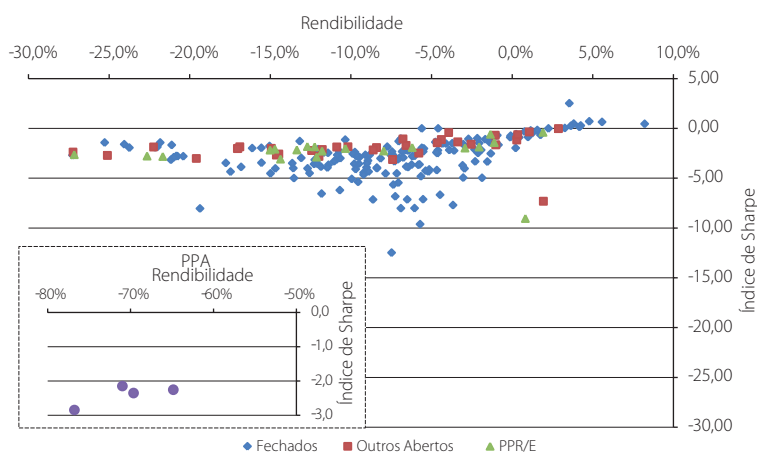


Gráfico 6.21 Índice de Sharpe dos fundos de pensões



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

O mercado de derivados

Em 2008, o volume de transacções nos mercados financeiros de derivados registou uma subida face ao ano anterior, embora em menor dimensão que a ocorrida em 2007. Este facto deriva do clima de elevada incerteza vivido, sobretudo, durante o segundo semestre e que teve como consequência a procura acrescida de instrumentos de mitigação de risco. Verificou-se, no entanto, uma menor liquidez nos mercados, especialmente após meados de Setembro de 2008.

Contudo, o crescimento não se constatou em todos os tipos de derivados. Assim, os futuros e opções sobre taxa de juro viram o seu volume transaccionado diminuir cerca de 14% face a 2007, enquanto o volume dos derivados sobre índices e acções cresceu 18,0% e 25,2% respectivamente³⁶.

Relativamente aos derivados internacionais transaccionados em bolsa mais significativos para a estrutura de investimentos das empresas de seguros e fundos de pensões nacionais, o volume dos contratos *Euro-Bund Futures* reduziu-se 26,3% e o volume dos futuros e opções sobre o *DJ Eurosoxx 50* incrementou 32,2% e 59,5%, respectivamente, durante 2008³⁶.

No mercado nacional, a tendência foi inversa, com a *Liffe Lisbon* a decrescer 51,3% em volume de futuros e opções transaccionadas³⁶.

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 observar-se um acréscimo na utilização deste tipo de instrumentos pelos operadores, 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 carteira no final dos respectivos anos e não os que estiveram em vigor ao longo dos mesmos. No entanto, deve salientar-se que os valores utilizados pelas empresas não variam muito ao longo de cada ano, registando-se uma estratégia de manutenção das operações de cobertura de risco.

6.4.1. Práticas do mercado segurador

Derivados “puros”

Em 2008, o valor nocional dos contratos de derivados “puros”³⁷ presentes nas carteiras de activos afectos à representação das Provisões técnicas aumentou aproximadamente 58% face a 2007, porventura em resultado da procura de maior protecção relativamente à evolução adversa dos activos subjacentes. O valor nocional do total dos contratos representa, agora, cerca de 27% do total dos activos afectos, contra os 17% observados em 2007.

³⁶ Fonte: *Futures Industry Association*, citado no Relatório Anual 2008 sobre a Actividade da CMVM e sobre os Mercados de Valores Mobiliários.

³⁷ Não considerando os derivados embutidos em instrumentos financeiros não derivados.

Os contratos com maior volume continuam a ser os *swaps* de taxa de juro, sendo agora os *swaps* de divisas os segundos mais utilizados.

Os contratos de futuros utilizados incidem, em 2008, sobretudo sobre taxa de juro (62%) e acções e índices de acções (19%), uma inflexão na posição relativa face a 2007, facto que pode ser explicado pelo aumento de incerteza nos mercados obrigacionistas, aliado ao decréscimo de investimento em activos sujeitos a risco accionista.

Refira-se que o valor nominal dos *swaps* sobre taxa de juro ascende a cerca de 25% do total investido em instrumentos de dívida, e os futuros representavam 2,8% do montante aplicado nas rubricas relativas a obrigações e acções e títulos de participação.

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 ou do momento desse reembolso, dependente da *performance* de um outro activo financeiro, geralmente um derivado.

Quadro 6.23 Volume nominal por tipo de produto derivado nas carteiras afectas às Provisões técnicas das empresas de seguros

milhões de euros	2005		2006		2007		2008	
	Montante	%	Montante	%	Montante	%	Montante	%
Opções padronizadas	247	3,2%	178	2,1%	36	0,4%	39	0,3%
Futuros	628	8,2%	1.357	15,7%	975	11,5%	1.082	8,1%
<i>Swaps</i> de taxa de juro	4.611	60,5%	5.095	58,9%	5.621	66,5%	9.415	70,6%
<i>Forwards</i> de divisas	1.355	17,8%	1.309	15,1%	853	10,1%	1.607	12,1%
Outros	777	10,2%	704	8,1%	963	11,4%	1.185	8,9%
Total	7.616	100,0%	8.643	100,0%	8.448	100,0%	13.329	100,0%

Entre os derivados mais comuns incluídos nos 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, de crédito e 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.

Refira-se ainda que estão também classificados como produtos estruturados as obrigações cujos fluxos de rendimento e/ou capital ao longo da vida se tornam incertos, por intermédio da introdução de um ou mais instrumentos financeiros derivados. Nestes casos, a classificação prende-se com o facto de existir uma opção *call* por parte dos emissores durante o período de vida das obrigações. Esta *call* será exercida se tal for financeiramente favorável ao emissor e, conseqüentemente, desfavorável para o detentor. Decorre daqui um risco de taxa de juro, na medida em que será necessário procurar alternativas de investimento (de categoria idêntica) em condições de mercado menos favoráveis que as decorrentes da obrigação original.

No Quadro 6.24, 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 2008, 21,5% do valor investido em obrigações de entidades privadas, tendo crescido cerca de 19% face ao ano anterior, sendo que a maioria compreende produtos com exposição a risco de taxa de juro e risco de crédito. Os produtos estruturados, classificados segundo o critério descrito no parágrafo anterior, representam cerca de 47% dos produtos com risco de taxa de juro.

Quadro 6.24 Produtos estruturados nas carteiras afectas às Provisões técnicas das empresas de seguros em percentagem do valor das obrigações

milhões de euros	2006		2007		2008	
	Montante	%	Montante	%	Montante	%
Produtos estruturados	3.202	13,0%	4.982	18,3%	5.915	21,5%
Com risco accionista	435	13,6%	281	5,6%	223	3,8%
Com risco de taxa de juro	1.446	45,2%	2.301	46,2%	3.058	51,7%
Com risco de crédito	1.231	38,4%	2.399	48,2%	2.627	44,4%
Outros	89	2,8%	1	0,0%	6	0,1%

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 de forma acentuada em 2008, cerca de 57%, ao contrário do sucedido na actividade seguradora, tendo esta diminuição sido observada essencialmente ao nível dos futuros. Esta variação deu-se sobretudo nos futuros sobre acções e índices accionistas, acompanhando a redução do investimento em activos expostos a risco accionista neste ano.

Os *forwards* cambiais continuam a ser os produtos mais utilizados, embora com um declínio de 27,2%. 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 2008 representava cerca de 9% do total da carteira, confirmando o decréscimo face aos cerca de 20% observados em 2007.

Quadro 6.25 Valor nominal por tipo de produto derivado nas carteiras dos fundos de pensões em percentagem das obrigações

milhões de euros	2005		2006		2007		2008	
	Montante	%	Montante	%	Montante	%	Montante	%
<i>Forwards</i> de divisas	2.392	66,3%	4.120	65,9%	1.949	44,6%	1.419	74,6%
Futuros	936	25,9%	1.653	26,4%	1.706	39,0%	448	23,6%
Outros	281	5,0%	478	7,6%	719	16,4%	35	1,9%
Total	3.609	100,0%	6.251	100,0%	4.374	100,0%	1.902	100,0%

Produtos estruturados

No Quadro 6.26, apresenta-se o valor apurado de aplicações em produtos estruturados nas carteiras de activos dos fundos de pensões. Estes produtos correspondem a 36,4% do valor investido em obrigações privadas, sendo cerca de 63% destes produtos expostos ao risco de taxa de juro. Os produtos estruturados com exposição a risco de crédito surgem como a segunda categoria, tendo quase duplicado face a 2007. Os

produtos estruturados classificados segundo o critério acima referido (obrigações com *call*) correspondem a cerca de 40% do total dos estruturados expostos a risco de taxa de juro.

Quadro 6.26 Produtos estruturados nas carteiras dos fundos de pensões

milhões de euros	2006		2007		2008	
	Montante	%	Montante	%	Montante	%
Produtos estruturados	574	21,5%	1.071	24,8%	1.611	36,4%
Com risco accionista	250	43,6%	40	3,7%	74	4,6%
Com risco de taxa de juro	252	43,9%	796	74,3%	1.021	63,4%
Com risco de crédito	69	12,0%	234	21,9%	515	32,0%
Outros	3	0,5%	1	0,1%	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, concorrendo 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 forte redução, 45,3%³⁸, tendo o índice PSI-20 desvalorizado cerca de 51%. Esta variação reflecte, portanto, a diminuição do valor das empresas que compõem o índice.

O investimento das empresas de seguros e dos fundos de pensões em acções que integravam o PSI-20, no final de 2008, decresceu aproximadamente 55%, acompanhando o recuo da capitalização bolsista e mantendo, por isso, os pesos relativos dos investimentos em acções do PSI-20 semelhantes aos do ano anterior.

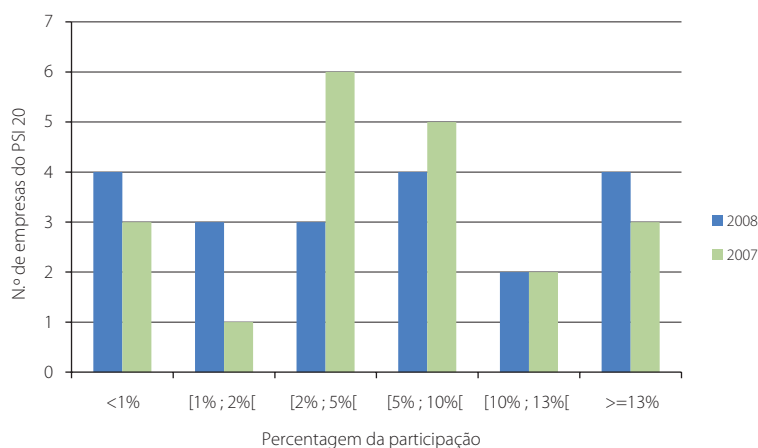
Analisando as posições detidas em acções do PSI-20, sob a perspectiva do capital detido na actividade seguradora e dos fundos de pensões relativamente ao total da capitalização bolsista, conclui-se que estes sectores viram, este ano, diminuir o seu peso relativo, num quadro de forte redução em termos de valor absoluto, fruto da queda observada ao nível da capitalização bolsista – Quadro 6.27. A variação nas empresas de seguros foi mais acentuada do que nos fundos de pensões.

Quadro 6.27 Peso na capitalização bolsista do PSI-20

milhões de euros	2005		2006		2007		2008	
	Montante	%	Montante	%	Montante	%	Montante	%
Capitalização Bolsista das empresas do PSI 20	50.506		57.970		37.539		19.461	
Montante detido pelos fundos de pensões	2.356	4,7%	4.280	7,4%	2.815	7,5%	1.365	7,0%
Montante detido pelas empresas de seguros	988	2,0%	884	1,5%	776	2,1%	250	1,3%
Total	3.344	6,6%	5.164	8,9%	3.591	9,6%	1.615	8,3%

O Gráfico 6.22 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 2008 e 2007.

Gráfico 6.22 Nível das participações nas empresas do PSI-20



Verifica-se que, de um modo geral, ocorreu uma redução no valor das participações nas empresas pertencentes a este índice. Esta traduziu-se numa diminuição do número de posições detidas superiores a 2% e num aumento de participações inferiores a esta percentagem, embora tenha havido um acréscimo também no número de participações superiores a 13% (de 3 para 4).

Peso no segmento de dívida pública

O Governo português emitiu, em 2008, 13.371 milhões de euros em 2 obrigações do tesouro de taxa fixa, um valor superior em cerca de 40% ao emitido no ano anterior. Os cupões foram de 4,5% e 4,95%, tendo as maturidades sido de 10 e 15 anos respectivamente³⁹. Destas novas emissões, o volume absorvido pelas carteiras de activos afectos às Provisões técnicas das empresas de seguros e pelas carteiras dos fundos de pensões rondou os 0,6%.

Note-se que, em 2007, as colocações de dívida pública tiveram taxas de juro ligeiramente superiores.

O volume de dívida pública portuguesa admitido à negociação no primeiro mercado da Euronext Lisboa aumentou, em 2008, aproximadamente 14%, sete vezes o crescimento observado em 2007.

O peso do investimento nestes títulos detido pelas carteiras de activos afectos às Provisões técnicas das empresas de seguros e pelas carteiras dos fundos de pensões cresceu igualmente 14,4% face a 2007, em linha com o aumento de aplicações em dívida pública já mencionada neste relatório.

Quadro 6.28 Peso na dívida pública admitida à negociação

milhões de euros	2005		2006		2007		2008	
	Montante	%	Montante	%	Montante	%	Montante	%
Dívida pública admitida à negociação na Euronext Lisboa	65.252		70.486		71.800		82.148	
Montante detido pelos fundos de pensões	672	1,0%	780	1,1%	551	0,8%	606	0,7%
Montante detido pelas empresas de seguros	2.444	3,7%	2.343	3,3%	1.795	2,5%	2.173	2,6%
Total	3.116	4,8%	3.123	4,4%	2.346	3,3%	2.779	3,4%

39 Fonte: Boletim mensal do Instituto de Gestão da Tesouraria e do Crédito Público, Janeiro 2009.