

**AVALIAÇÃO DA POUPANÇA:
RENDIBILIDADE DOS PLANOS DE POUPANÇA-REFORMA
FACE AOS INSTRUMENTOS TRADICIONAIS**

Susana Cristina Morais de Bastos

Projeto de Mestrado em Finanças

Orientador:
Prof. Doutor Pedro Leite Inácio, Prof. Auxiliar, ISCTE Business School, Departamento
de Finanças

Setembro 2015

Agradecimentos

Aos meus colegas e diretores da Associação Portuguesa de Seguradores pela disponibilização de informação das suas bases de dados que permitiu a realização do estudo empírico, um muito obrigada.

Ao Doutor Pedro Leite Inácio e ao ISCTE-IUL, por toda a disponibilidade e por terem contribuído para o desenvolvimento das minhas competências profissionais, o meu grandioso obrigada.

À minha família e amigos que me ensinaram que a vida é todo um processo de aprendizagem, complexo e moroso, onde a amizade deve ser uma cooperação para a concretização profissional e pessoal, o meu profundo e sincero obrigada.

Resumo

*“O futuro interessa-me mais que o passado, porque espero viver nele.”
Albert Einstein*

Nos últimos anos tem-se sentido uma profunda instabilidade financeira da economia a nível nacional e mundial que tem gerado uma crescente preocupação aos concidadãos particularmente da questão da sustentabilidade financeira a longo prazo.

Sendo certo que, a curto prazo, não se verificará um crescimento acentuado da economia, receia-se que daqui a uns 25 a 30 anos não exista capital para pagar reformas. Tal facto deve-se, igualmente, ao aumento progressivo da esperança média de vida da população, à queda da taxa de natalidade e ao envelhecimento da população.

O presente estudo procura dar a conhecer a importância da poupança a longo prazo, os fatores que influenciam essa mesma poupança e especifica e avalia o produto mais conhecido para a Reforma, os Planos Poupança-Reforma (PPR) face aos instrumentos tradicionais. Tem como primordial objetivo avaliar a performance e analisar as rentabilidades dos produtos para acumular poupança face ao risco associado.

Verificou-se que os Planos de Poupança-Reforma são os produtos mais consistentes a longo prazo, ou seja, os que oferecem um maior retorno face ao nível de risco.

Classificação JEL: G22 – Insurance; Insurance Companies, O16 - Financial Markets; Saving and Capital Investment.

Palavras – Chave: Poupança, Planos de Poupança Reforma, Rentabilidade, Índice Sharpe.

Abstract

"The future interests me far more than the past, as I intend living in it"

Albert Einstein

On this last few years, there has been a feeling of a profound economic and financial instability, both nation and worldwide, generating an uprising concern amongst citizens, regarding long term financial sustainability.

Being sure that, in a short term period of time, there will not be a significant growth in the economy, and due to the fact that there has been a progressive growth of average life expectancy, drop of birth rate and increased aging population, we fear that in 25 to 30 years, there will not exist enough capital to fund retirement pensions.

The purpose of this study is to present the advantages of long term savings and the respective influence factors. Specifying and evaluating the most well-known product for retirement (Retirement Savings Plan) in comparison to the more traditional ones. The primordial goal is to evaluate the performance and analyse the profitability of products to accumulate savings versus risk associated to.

It was proven that Retirement Savings Plan were the most consistent product in long term, i.e., was the one that provided the highest return over the risk level.

JEL Classification: G22 – Insurance; Insurance Companies, O16 - Financial Markets; Saving and Capital Investment

Key words: Savings, Retirement Savings Plans, Profitability, Sharpe Index

Índice Geral

INTRODUÇÃO.....	1
OBJETIVOS DE ESTUDO	3
1. REVISÃO DE LITERATURA	4
1.1. TEORIAS DA POUPANÇA.....	4
1.2. POUPANÇA - ENQUADRAMENTO MACROECONÓMICO.....	6
1.3. DETERMINANTES QUE INFLUENCIAM A VARIAÇÃO DO COMPORTAMENTO DA POUPANÇA	10
1.3.1. Indicadores Económicos	10
1.3.2. Indicadores Populacionais.....	13
1.3.3. Perfis dos Investidores / Segurados	17
1.4. SISTEMA FINANCEIRO E O SISTEMA SEGURANÇA SOCIAL	18
1.5. O TRATAMENTO FISCAL DAS POUPANÇAS PARA A REFORMA	22
1.6. PRODUTOS FINANCEIROS PARA ACUMULAR POUPANÇA	23
1.7. PLANOS DE POUPANÇA-REFORMA.....	25
2. ANÁLISE DA RENDIBILIDADE DOS PPR'S FACE AOS INSTRUMENTOS TRADICIONAIS	32
2.1. EVOLUÇÃO HISTÓRICA DOS PPR	32
2.2. DADOS E SUA ANÁLISE	34
3. CONCLUSÕES	43
BIBLIOGRAFIA	45
ANEXOS	47

Índice de Equações

Equação 1- Saldo da Balança Corrente.....	4
Equação 2 – Saldo da Balança Corrente	4
Equação 3 – Saldo da Balança Corrente	4
Equação 4 – Consumo das famílias	5
Equação 5 – Poupança das famílias	5
Equação 6 – Taxa de poupança	5
Equação 7 - Consumo	6
Equação 8 – Sistema de Repartição	19
Equação 9 – Sistema de Capitalização.....	21
Equação 10 – Índice de Sharpe.....	40

Índice de Gráficos

Gráfico 1 – Taxa de Poupança Países do Euro Excedentários (% PIB). Fonte: APS, Ameco.	7
Gráfico 2 – Taxa de Poupança dos Países do Euro Deficitários (% PIB). Fonte: APS, Ameco.	7
Gráfico 3 – Taxa de Poupança das Famílias: Comparação Internacional – Fonte: AMECO 2013.....	9
Gráfico 4 – Taxa de Poupança das Famílias em Portugal – Fonte: AMECO	9

Gráfico 5 - Taxa de Inflação (Taxa de Variação - Índice de Preços no Consumidor). Fonte: PORDATA.	11
Gráfico 6 – Taxa de Juro Real e Nominal de Longo Prazo. Fonte: AMECO.....	12
Gráfico 7 – Taxa de Crescimento do PIB per Capita em Portugal. Fonte: PORDATA .	13
Gráfico 8 – População em Portugal entre os 15 e os 64 anos. Fonte: Ameco.....	14
Gráfico 9 – Índice de Envelhecimento. Fonte: Pordata	14
Gráfico 10 – Índice de Longevidade, Fonte: Pordata	15
Gráfico 11 – Rendimentos, Salários e Poupança em % PIB. Fonte: PORDATA	15
Gráfico 12 – População ativa em Portugal.....	16
Gráfico 13- Taxa de desemprego entre os 15 e os 74 anos nos Países deficitários. Fonte:EUROSTAT	16
Gráfico 14 – Taxa de desemprego entre os 15 aos 74 anos em Países excedentários. Fonte: PORDATA	17
Gráfico 15 – Evolução do número de subscrições de PPR. Fonte: ASF	33
Gráfico 16 – Contribuições para PPR. Fonte: Segurdata APS	33
Gráfico 17 – Contribuições por pessoa segura. Fonte: Segurdata APS	34
Gráfico 18 – Taxas de rentabilidade média vs Taxa de inflação e PSI 20 em 2013. Fonte: Autor.....	35
Gráfico 19 – Taxas de rentabilidade média dos produtos vs Taxa de Inflação e PSI 20 nos últimos 5 anos. Fonte: Autor	36
Gráfico 20 – Taxas de rentabilidade média dos produtos vs Taxa de Inflação e PSI 20 nos últimos 8 anos. Fonte: Autor	36
Gráfico 21 – Rentabilidades médias	37
Gráfico 22 –Índice de Sharpe	40
Gráfico 23 – Rendibilidade média anual vs Volatilidade	41
Gráfico 24 - TAXAS DE RENTABILIDADE - 2013.....	52
Gráfico 25 - TAXAS DE RENTABILIDADE MÉDIAS ANUAIS - 2006/2013 (8 anos)	52

Índice de Tabelas

Tabela 1 – Pagamentos e Gastos Fiscais de Poupança Privada. Fonte: OECD 2013, Pensions at a Glance	22
Tabela 2 – Deduções Coleta PPR Fonte: Site Millenium BCP.....	31
Tabela 3 – Taxas de Rentabilidade médias anuais dos PPR Não Ligados a Fundos de Investimento. Fonte: Autor.....	37
Tabela 4 – Taxas de rentabilidades médias anuais dos Seguros Ligados a Fundos de Investimento. Fonte: Autor.....	38
Tabela 5 – Média de Rendibilidades a 5 anos e 8 anos. Fonte: Autor.....	39
Tabela 6 – Performances Relativas.....	39
Tabela 7- Nº de Produtos de PPR Não ligados a Fundos de Investimento	47
Tabela 8 – Nº Produtos de Seguros Ligados a Fundos de Investimento.....	47
Tabela 9 – Nº Produtos de Fundos de Investimento – Mobiliário.....	47
Tabela 10 – Nº Produtos de Fundos de Investimento - Imobiliário.....	48
Tabela 11 – Taxas de rentabilidades médias anuais dos Fundos de Investimento – Mobiliário.....	48
Tabela 12 – Taxas de rentabilidade médias de Fundos de Investimento - Imobiliário...	48
Tabela 13 – PSI 20, Taxa de inflação e Taxa de rentabilidade dos Depósitos a Prazo ..	49
Tabela 14 – Índice de Sharpe PPR – Não Ligados a Fundos de Investimento	49
Tabela 15- Índice de Sharpe Seguros Ligados a Fundos de Investimento.....	49

Tabela 16 – Índice de Sharpe Fundos de Investimento Mobiliário	49
Tabela 17 – Índice de Sharpe Fundos de Investimento Imobiliário	50
Tabela 18 – Rentabilidades PSI 20, Taxa de Inflação e Depósitos a Prazo	50
Tabela 19- Medias das taxas de rendibilidade.....	51
Tabela 20 - A evolução dos planos de poupança reforma (sob a forma de seguros).....	53
Tabela 21 - A evolução dos planos de poupança reforma (sob a forma de seguros).....	54

Lista de Abreviaturas

PPR – Planos Poupança Reforma

CMVM - Comissão do Mercado de Valores Mobiliários

FIM – Fundos de Investimento – Mobiliários

FII – Fundos de Investimento – Imobiliários

FI – Fundos de Investimento

SME – Sistema Monetário Europeu

ASF – Autoridade de Supervisão de Seguros e Fundos de Pensões

APS – Associação Portuguesa de Seguradores

Introdução

Há já alguns anos que as questões da demografia e da natalidade têm sido alvo de discussão em diversos países, constituindo um dos maiores desafios que se colocam às sociedades atuais.

A alteração ao nível da estrutura populacional, potenciada pelo aumento da esperança de vida, do envelhecimento da população e do declínio da taxa de natalidade terá, inevitavelmente, consequências no plano financeiro, económico e social. As perspetivas de evolução da situação da economia portuguesa têm reflexos evidentes na condição atual e futura da larga maioria dos nossos concidadãos pelo que é necessário concentrar esforços na mudança profunda da estrutura produtiva e dos comportamentos (aforro versus consumo) para melhorar o nosso desempenho em termos externos (aumentar a produção de bens transacionáveis competitivos nos mercados). (Bento, 2011)

A proteção social, garantida pelo Estado, está progressivamente a alterar – se e a reduzir, sendo inúmeras as questões que se têm levantado sobre o atual sistema, o que coloca na ordem do dia a problemática do financiamento sustentável do sistema público de segurança social e a necessidade de reforma do atual sistema.

A evolução económica recente, marcada pela longevidade crescente da população, pelo redimensionamento inevitável das funções sociais do Estado e pela alteração das macrotendências sociais, veio acentuar a perceção de que a temática da Reforma não poderá continuar a ser resolvida exclusivamente com recurso às variáveis económicas-financeiras tradicionais. (Cardoso, Barbosa & Alves, 2013)

A passagem à reforma corresponde, em grande parte dos casos, a uma mudança bastante radical na forma de vida do cidadão. Para muitos, a reforma deixou de ser um sentimento de privilégio e do tão desejado descanso, e passou a ser um estado de insatisfação pessoal e de perda acentuada de qualidade de vida (Cardoso *et al.*, 2013).

Na sequência do exposto, o tema eleito para a realização da dissertação prende-se em analisar as rendibilidades dos produtos Planos Poupança-Reforma face às alternativas tradicionais.

Este estudo inicia-se com uma avaliação da poupança no geral e em particular em Portugal, num contexto macroeconómico. Apresenta os fatores que influenciam as taxas de poupança e apresenta os dois sistemas da Segurança Social. Após este enquadramento, e como principal tema, são definidos e caracterizados os Planos de Poupança-Reforma.

Na parte prática, são estudadas as rentabilidades médias dos PPR e dos instrumentos tradicionais realizando uma comparação entre 3 períodos, de 2006 a 2010, de 2009 a 2013 e desde 2006 a 2013.

Objetivos de estudo

Este estudo tem como principais objetivos:

- Qualificar e quantificar as taxas de poupança e comparar os planos de poupança;
- Caracterizar o perfil do investidor / adquirentes no que respeita à compra dos produtos de planos de poupança;
- Verificar o efeito das políticas públicas sobre a rendibilidade e sobre o comportamento em geral da poupança;
- Apresentar dados agregados do setor segurador, de forma a analisar qual tem sido a adesão e evolução dos produtos PPR tendo em conta o aparecimento da atual crise;
- Analisar a rentabilidade e os riscos associados, ou seja, o binómio risco-rentabilidade;
- Aplicar o índice de Sharpe de forma a aferir a rentabilidade dos Produtos Planos Poupança-Reforma.

1. Revisão de Literatura

1.1. Teorias da Poupança

A poupança não é mais do que a parte do rendimento disponível do país que não é utilizada em despesas de consumo. Assim sendo, podemos verificar que o défice externo (aumento da dívida ao exterior) pode ser interpretado como refletindo a escassez de poupança face ao nível de investimento (Alexandre, Conraria, Bação, & Portela, 2011):

$$\text{Poupança} - \text{Investimento} = \text{Saldo da Balança Corrente} \quad (1)$$

A existência de um défice externo pode significar que o país está a gastar (em bens de consumo ou de investimento) mais do que o seu rendimento, e neste sentido, está a viver acima das suas possibilidades, podendo ser expresso da seguinte forma:

$$\text{Saldo da Balança Corrente} = \text{Rendimento disponível} - \text{Consumo} - \text{Investimento} \quad (2)$$

A próxima e última fórmula é considerada como a mais importante:

$$\text{Saldo da Balança Corrente} = \text{Exportações} - \text{Importações} + \text{Saldo dos Rendimentos Primários e das transferências correntes} \quad (3)$$

Em grande parte dos países, a discussão acerca dos défices correntes costuma centrar-se na questão da competitividade da respetiva produção nacional, seja relacionada com medidas protecionistas, com desvalorizações da moeda, com a produtividade, com o nível dos salários, ou com outros fatores que afetem os custos de produção. Por exemplo, em Portugal tem sido um tema de discussão a proposta de desvalorização fiscal via redução da taxa social única, como forma de fomentar as exportações, diminuir as importações e assim corrigir o défice da balança corrente. (Alexandre *et al.*, 2011):

Existem 3 teorias da poupança as quais passaremos a apresentar:

1. A teoria do consumo, considerada a mais simples e intuitiva, foi proposta por Keynes (1936). Segundo Keynes (1936), o consumo aumenta quando o rendimento aumenta, mas o aumento do consumo é inferior ao aumento do rendimento. Supondo uma relação linear entre o consumo das famílias (C) e o rendimento disponível (Y), podemos escrever:

$$C = a + b.Y \quad (4)$$

onde **b** é a propensão marginal a consumir ($0 < b < 1$) e **a** toma um valor positivo, que pode ser interpretado como o consumo de subsistência.

A poupança das famílias será então dada por:

$$S = Y - C = (1 - b).Y - a \quad (5)$$

pelo que a taxa de poupança será:

$$s = \frac{S}{Y} = 1 - b - \frac{a}{Y} \quad (6)$$

Segundo a equação anterior e tendo em conta o **modelo Keynesiano**, a taxa de poupança das famílias será crescente com o rendimento, aproximando-se de $1 - b$. A teoria keynesiana, embora sugira uma primeira aproximação aceitável em certas circunstâncias, é rejeitada pelos dados quando testada num horizonte de longo prazo. (Alexandre *et al.*, 2011)

2. A segunda teoria foi proposta por Friedman (1957) e através da mesma concluiu-se que um indivíduo que espera vir a receber rendimentos mais elevados no futuro do que no presente, quererá consumir mais hoje por conta desses rendimentos futuros.

3. Modigliani and Brumberg (1954) e Ando and Modigliani (1963) sugeriram um modelo similar ao anterior conhecido por “hipótese do ciclo de vida”. Esta teoria explica que o rendimento dos indivíduos tende a comportar-se como um U invertido, ou seja, o rendimento será baixo ou negativo na fase inicial da vida ativa, será alto na fase intermédia/final e será negativo durante a reforma. Utilizando este modelo, é possível escrever a função consumo da seguinte forma:

$$C_t = a_0 + a_1 \cdot Y_t + a_2 \cdot Y_{t+1}^e + a_3 \cdot W_t \quad (7)$$

Nesta equação, o consumo (C) depende dos rendimentos do trabalho que a família espera obter ao longo da vida (Y é o rendimento presente e Y^e é o rendimento esperado no futuro) e do valor da riqueza presente (W). Também neste modelo, os resultados empíricos não são totalmente benéficos podendo ser explicado pela existência de restrições de liquidez (dificuldades de acesso ao crédito), a incerteza quanto ao futuro e a possibilidade de o rendimento vir a ser muito baixo (por exemplo, em caso de desemprego).

Conclui-se com esta teoria que as gerações mais novas e as gerações mais sénior terão taxas de poupança mais baixas do que as gerações intermédias.

1.2. Poupança - Enquadramento Macroeconómico

De acordo com o estudo de Lewis & Messy (2012) analisou-se a queda das taxas de poupança em economias anteriores à crise financeira e que ocorreram devido à queda das taxas de juro reais, às favoráveis condições de acesso ao crédito e devido a uma maior estabilidade económica. Nesse período, verificou-se um aumento da riqueza líquida em muitos países, especialmente a riqueza na compra de habitação própria.

A agravante crise financeira provocou recessão em diversos países tendo a riqueza diminuído, o desemprego aumentado drasticamente, a confiança geral nos sistemas financeiros foi colocada em causa e o acesso ao crédito também reduziu significativamente (Lewis & Messy, 2012).

Estas mudanças levaram à criação de incertezas no que diz respeito às pensões de reforma no futuro e desta forma foram um estimulador para o aumento da taxa de poupança apesar de as taxas de juro se manterem baixas.

No contexto da união económica e monetária, temos países tradicionalmente vistos como excedentários e por outro lado deficitários. Como países excedentários, atualmente, temos a Alemanha e a Finlândia, já países deficitários temos a Grécia e Portugal apresentando défices externos com dimensões enormes (Alexandre *et al.*, 2011).

No estudo de Alexandre, Conraria, Bação, & Portela (2011): concluiu-se que Portugal e Grécia apresentaram uma tendência decrescente desde a década de 1990, tendo-se acentuado aquela tendência desde a adesão à moeda única. Já a Irlanda e a Espanha mantiveram as taxas de poupança razoavelmente elevadas, comparáveis com as taxas de poupança registadas nos países excedentários, até à crise financeira internacional.

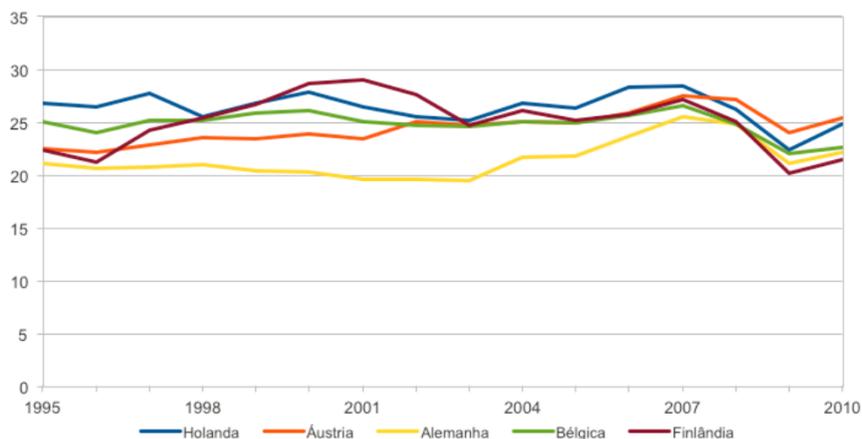


Gráfico 1 – Taxa de Poupança Países do Euro Excedentários (% PIB). Fonte: APS, Ameco.

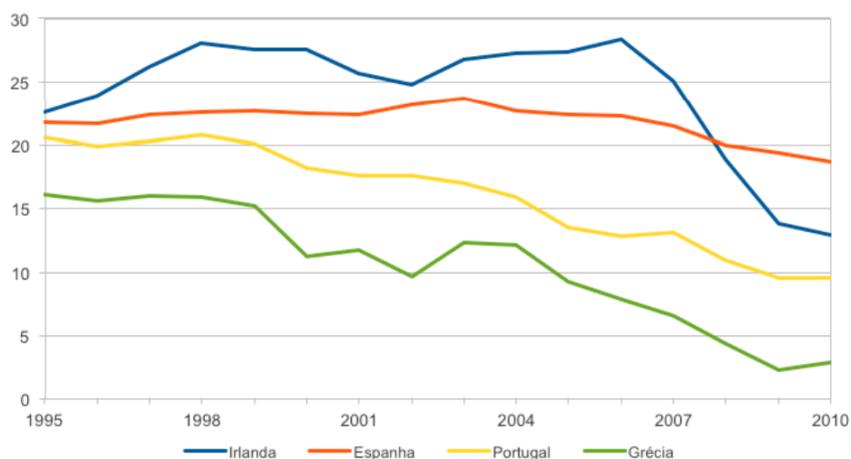


Gráfico 2 – Taxa de Poupança dos Países do Euro Deficitários (% PIB). Fonte: APS, Ameco.

Segundo o estudo de Lewis & Messy (2012), em países com economias anglo-saxãs, por exemplo a Coreia e o Japão verifica-se que as taxas de poupança são muito mais baixas do que há 20 anos atrás no entanto, na China e na Índia têm vindo cada vez mais a subir acentuadamente. Este comportamento da taxa de poupança da economia chinesa pode ser explicada pela ausência de políticas sociais no domínio da educação, da saúde e das pensões de reforma e também à ineficiência do sistema financeiro deste país. No Japão, verificou-se uma descida das taxas de poupança a partir de 1990, tendo entrado numa agravante crise e que se estende até aos dias de hoje (Alexandre *et al.*, 2011).

No caso dos EUA, a descida da taxa de poupança ocorreu, essencialmente, desde os finais anos 1990, estando associada aos défices orçamentais da administração Bush, resultantes em parte da descida dos impostos bem como das baixas taxas de juro de longo prazo (Alexandre *et al.*, 2011). Mesmo com taxas de juro baixas, os países em desenvolvimento (países com preferência pela poupança e acumulação de reserva, ou seja, excedentes da balança corrente), estão dispostos a comprar títulos da dívida americanos. As taxas de juro baixas nos EUA, por sua vez, estimularam a redução da taxa de poupança das famílias americanas, o aumento do consumo e o endividamento (ajustado pela inovação financeira da titularização dos créditos), até que este se tornou insustentável e a crise financeira internacional de 2007 começou.

O facto de os EUA ser deficitário significa que a procura de dólares pelo resto do mundo continua forte e o resto do mundo está a adquirir títulos da dívida e outros ativos nos EUA. A acumulação de ativos dos EUA por parte do resto do mundo significa que o resto do mundo está a financiar investimentos nos EUA, ou seja, que os capitais estão a dirigir-se para o País mais rico do mundo. Juntamente com outros países excedentários, como a China, o Japão e a Alemanha, financiaram a expansão do consumo nos países deficitários, como os EUA. Depois das recessões do início do séc. XXI, esta expansão do consumo nos EUA era vista como necessária para estimular a economia, não só americana mas mundial (Alexandre *et al.*, 2011).

A partir de 2007 verificou-se um aumento considerável da poupança das famílias provocada pela Grande Recessão Internacional (Carroll, Sommer, & Slacalek, 2012).

Na generalidade, as baixas taxas de poupança tornaram-se uma grande preocupação para muitos países e as principais questões políticas podem resumir-se à insuficiência da poupança de longo prazo, à alocação de ativos e as distorções nas escolhas de poupança.

Estudos efetuados por Kirsanova e Sefton (2007) indicam que a grande diferença entre a taxa de poupança das famílias americanas e as europeias está na origem de um maior período de permanência no mercado de trabalho por parte das famílias americanas (média mais 6 anos) reduzindo assim a necessidade de acumular poupança para a Reforma.

No âmbito da crise da dívida que a economia portuguesa atravessa, e dada a importância que o aumento da poupança terá no processo de recuperação, coloca-se a questão do

papel do Estado na promoção da poupança. As dificuldades orçamentais que o Estado português vive e viverá nos próximos anos reduzem as possibilidades de promoção da poupança via incentivos fiscais (Alexandre *et al.*, 2011).

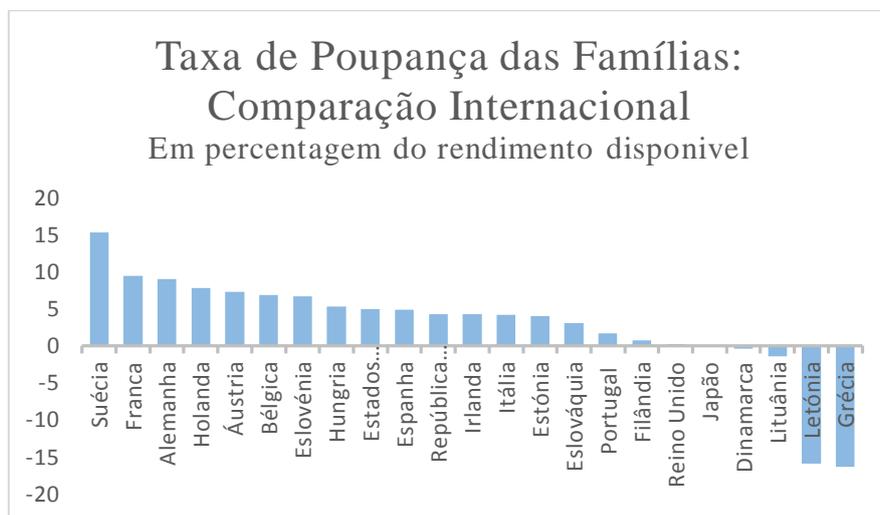


Gráfico 3 – Taxa de Poupança das Famílias: Comparação Internacional – Fonte: AMECO 2013

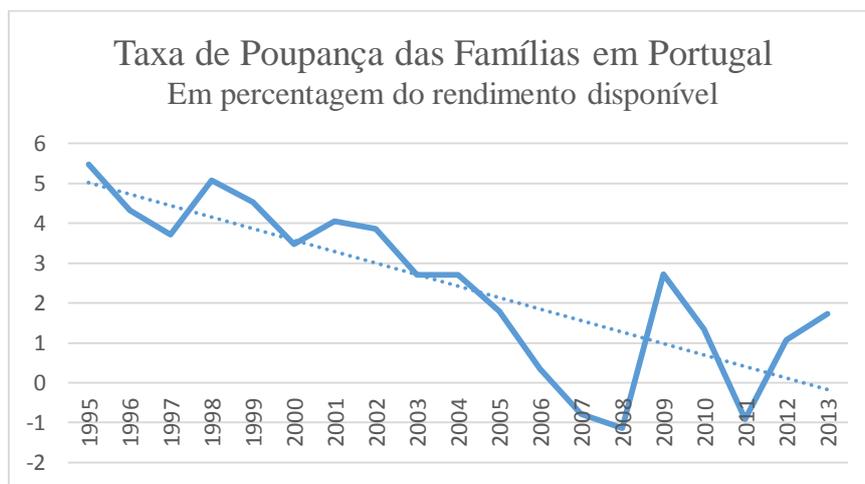


Gráfico 4 – Taxa de Poupança das Famílias em Portugal – Fonte: AMECO

A taxa de poupança em Portugal começou a decrescer a partir de 2002, atingindo o seu ponto mais baixo em 2008. A recuperação iniciada desde a explosão da crise financeira regrediu em 2010/2011, voltando a ser reforçada durante o programa de ajustamento da troika.

1.3. Determinantes que influenciam a variação do comportamento da poupança

Poupar ou consumir tornou-se uma das mais preocupantes escolhas para o bem-estar das famílias ao longo da vida. Existem diversos motivos que levam as famílias a pouparem, nomeadamente a preocupação do financiamento da reforma ou o acumular da herança, conseguir financiar a compra de habitação, adquirir bens de consumo duradouro ou despesas com educação, garantir uma reserva em caso de quebra inesperada do rendimento e garantir um padrão de consumo estável ao longo da vida (Alexandre *et al.*, 2011).

Segundo o estudo de Alves & Cardoso (2010), as variáveis que melhor explicam a evolução da taxa de poupança em Portugal são: a taxa de juro nominal (ou em alternativa a taxa de inflação), o saldo governamental, a taxa de crescimento do PIB e a riqueza total em percentagem do rendimento disponível.

1.3.1. Indicadores Económicos

Os principais fatores que influenciam a variação do comportamento das taxas poupança são:

- **Inflação:**

Geralmente existe uma relação de sinal positivo entre as duas variáveis, a taxa de poupança e a inflação.

Quando a inflação apresenta valores elevados normalmente reflete uma maior incerteza e tende a erodir o valor da riqueza financeira das famílias, ou seja obriga as famílias ao pagamento de um serviço da dívida mais elevado, logo promove o aumento da poupança forçada por motivos de precaução (Alves & Cardoso, 2010). Por exemplo, se a inflação for impulsionada pelo aumento dos preços de bens como o combustível ou comida, provocará um aumento nos custos de consumo e, portanto, a capacidade de poupar será reduzida obrigando assim a realizar uma poupança forçada de precaução (Lewis & Messy, 2012).

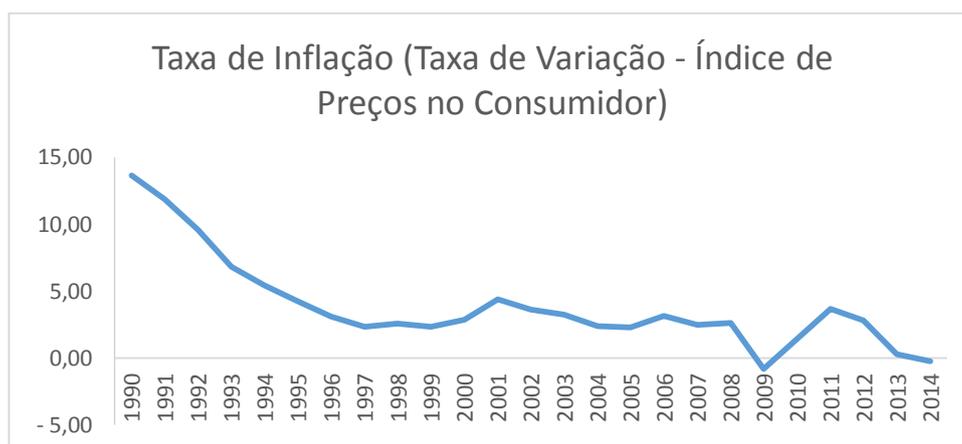


Gráfico 5 - Taxa de Inflação (Taxa de Variação - Índice de Preços no Consumidor). Fonte: PORDATA.

A partir de 1990 a taxa de inflação teve uma tendência decrescente, passando de mais de 13% para valores próximos de 2% no período antes da entrada no Euro. Esta queda aconteceu na mesma altura em que foi anunciada a decisão da adesão ao Sistema Monetário Europeu (SME) e que originou uma apreciação da taxa de câmbio real entre 1988 e 1992 (Alexandre *et al.*, 2011).

- **As taxas de juro**

Se existe um aumento das taxas de juro reais logo, aumenta o custo de oportunidade do consumo atual face ao consumo futuro pelo que existirá uma tendência de adiar as despesas de consumo, aumentando a taxa de poupança (efeito de substituição) (Alves *et al.*, 2010).

Relativamente à taxa de juro nominal, esta poderá acompanhar a evolução das condições de acesso ao crédito, ou seja, caso exista uma descida da taxa de juro nominal ou um aumento da intermediação financeira logo diminuirá o número de famílias com restrições de liquidez pelo que aumenta a possibilidade de alisamento das decisões de consumo diminuindo a poupança por motivos de precaução (Alves *et al.*, 2010).

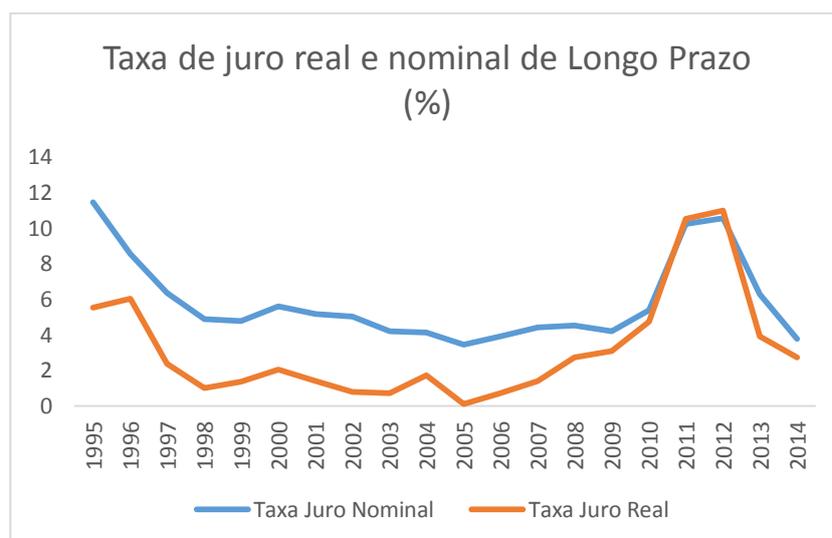


Gráfico 6 – Taxa de Juro Real e Nominal de Longo Prazo. Fonte: AMECO

Segundo Lewis & Messy (2012), baixas taxas de juros e o aumento da inflação pode originar um afastamento dos produtos de poupança tradicionais em investimentos com maior risco e que oferecem um retorno maior, ou ativos que mostram ser mais seguros a longo prazo, tais como o ouro.

- **Desenvolvimento do sistema financeiro**

Uma sólida rede de segurança, cuidados de saúde gratuitos ou mais baratos, as pensões do Estado ou do empregador acabam por reduzir a necessidade de construir uma poupança de precaução, inclusive para a reforma.

- **As políticas sociais e a política orçamental:**

Os indivíduos ajustam as suas decisões de consumo e poupança de acordo com os impostos que esperam vir a pagar em resultado dos défices orçamentais, ou seja, das decisões de consumo e de poupança do Estado. Assim, quando o défice orçamental aumenta, supostamente os indivíduos pouparão mais, para poderem pagar os impostos que no futuro irão pagar a dívida contraída pelo Estado para financiar aquele défice.

Segundo a teoria económica, existe uma relação negativa entre o saldo orçamental das administrações públicas e a taxa de poupança das famílias. Face ao exposto, uma diminuição do saldo orçamental, associada a uma queda de impostos ou a um aumento de despesas com as famílias (subsídios da segurança social, despesas de saúde e de educação...) irá refletir-se num aumento da taxa de poupança (Alves *et al.*, 2010).

- **Variação da riqueza líquida**

Um aumento da riqueza líquida estimula o poder de compra tendo como resultado um aumento dos níveis de consumo e contribuindo assim para a redução da poupança. Em contrapartida, a redução de valor da riqueza provocada por uma desvalorização dos seus ativos poderá motivar um aumento da poupança com intuito de repor os valores de riqueza. Resumindo, variações significativas na riqueza refletem-se em variações de sentido contrário na taxa de poupança (Alves *et al.*, 2010).

- **Variação da taxa de crescimento do PIB**

Grande parte das famílias consomem tendo em conta o seu rendimento permanente, isto é, o rendimento que em média esperam receber ao longo do ciclo de vida. Desta forma, variações imprevistas e temporárias no rendimento disponível tenderão a manifestar-se em flutuações no mesmo sentido da poupança (Alves *et al.*, 2010). Tal facto indica a existência de um comportamento pró-cíclico da taxa de poupança.

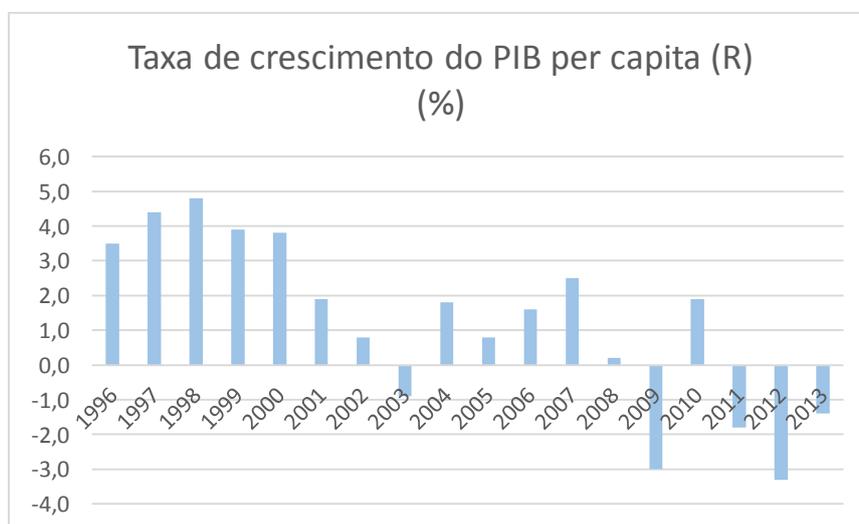


Gráfico 7 – Taxa de Crescimento do PIB per Capita em Portugal. Fonte: PORDATA

1.3.2. Indicadores Populacionais

- **Género**

Segundo o estudo de Jianakoplos e Bernasek (1998) e Eckel e Grossman (2008), as mulheres tendem a poupar mais em curto prazo e os homens a longo prazo. No entanto,

as mulheres mais jovens (entre os 16-24 anos) têm tendência a poupar mais, sendo mais prudentes em relação a aplicações associadas a maior risco. Na sequência deste estudo, os padrões de poupança das mulheres estão mais suscetíveis a fragilidades devido a uma série de eventos como por exemplo a maternidade. Em países desenvolvidos, as mulheres contam mais com os benefícios do Estado.

- **Envelhecimento da população**

Segundo os dados estatísticos da AMECO verifica-se que a população em Portugal tem sofrido grandes alterações nomeadamente a queda da taxa de natalidade e o aumento do envelhecimento como foi anteriormente explicado. Tal fenómeno irá ter implicações graves no nosso sistema financeiro da Segurança Social bem como a nível de individual. Prevê-se que nos próximos anos, a população entre os 15 e os 64 anos esteja em constante queda.

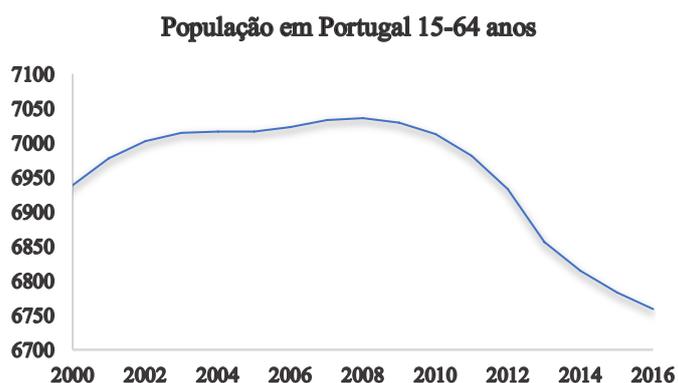


Gráfico 8 – População em Portugal entre os 15 e os 64 anos. Fonte: Ameco

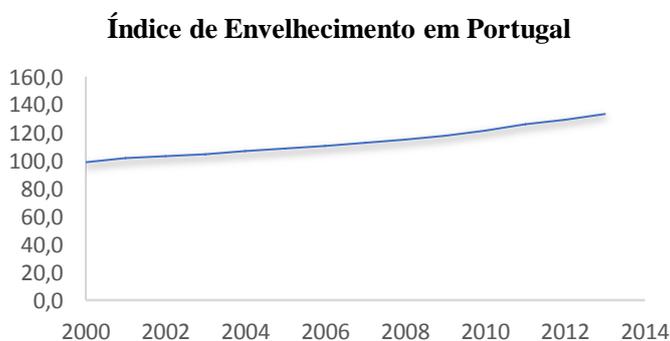


Gráfico 9 – Índice de Envelhecimento. Fonte: Pordata

Para reestruturar o efeito de longevidade possivelmente o melhor sistema a utilizar seria aquele em que cada geração pagasse o aumento da sua própria reforma (sistema de capitalização).

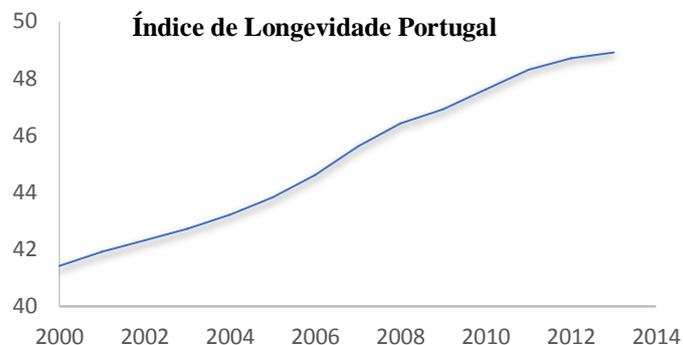


Gráfico 10 – Índice de Longevidade, Fonte: Pordata

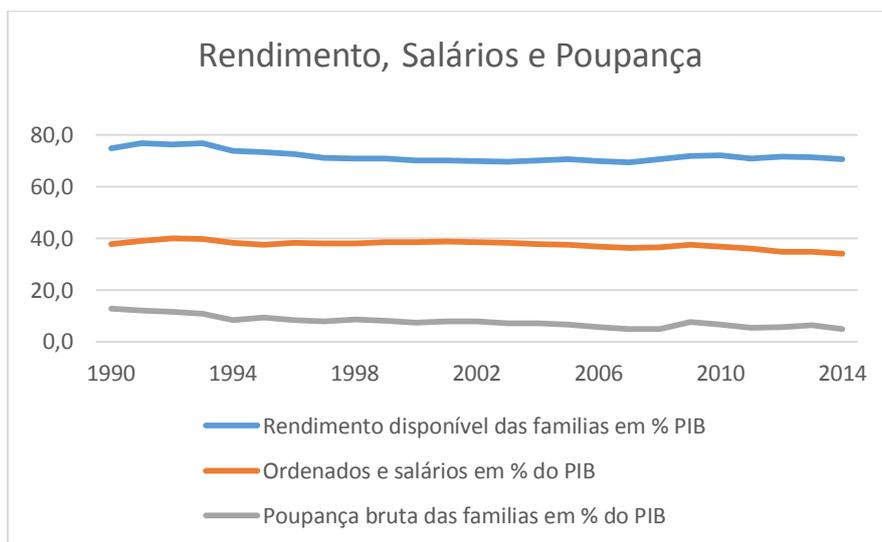


Gráfico 11 – Rendimentos, Salários e Poupança em % PIB. Fonte: PORDATA

- **População ativa**

De acordo com os dados obtidos da Pordata, em 2014, Portugal tinha num total 50,2 milhões de população ativa, sendo que 2,6 milhões eram de sexo masculino e 2,5 do sexo feminino.

Em termos totais, desde 2007 que se tem vindo a registar um decréscimo da população ativa. Tendo em conta este facto, podemos concluir que a capacidade financeira para gerar poupança tende também a decrescer.

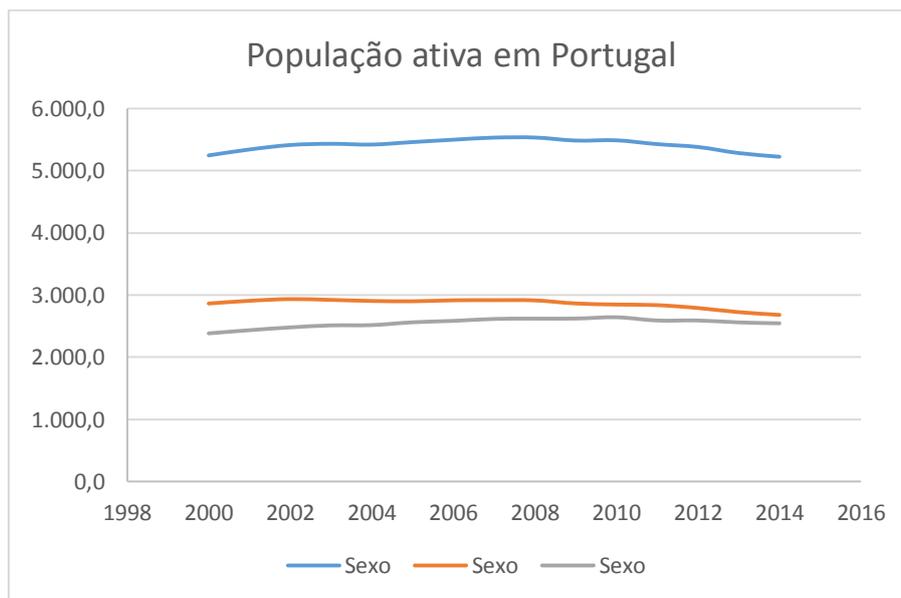


Gráfico 12 – População ativa em Portugal

- **Taxa de Desemprego**

A taxa de desemprego influencia fortemente as taxas de poupança, o que recentemente tem sido uma grande preocupação para muitos países. Segundo os dados da Eurostat as taxas de desemprego mais elevadas verificaram-se em Países como Portugal, Grécia, Espanha, Croácia e Itália e as mais baixas na Alemanha, Áustria e Dinamarca.

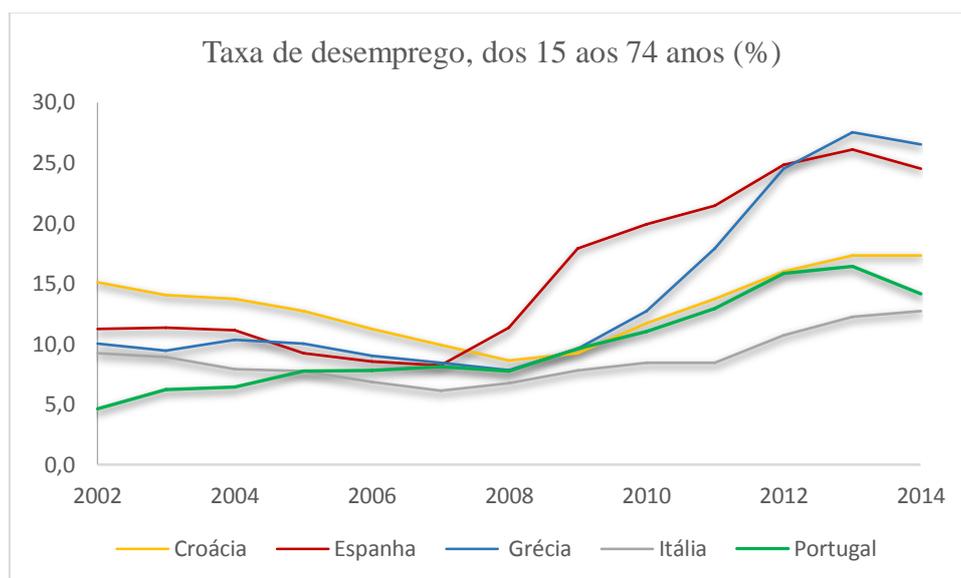


Gráfico 13- Taxa de desemprego entre os 15 e os 74 anos nos Países deficitários. Fonte:EUROSTAT

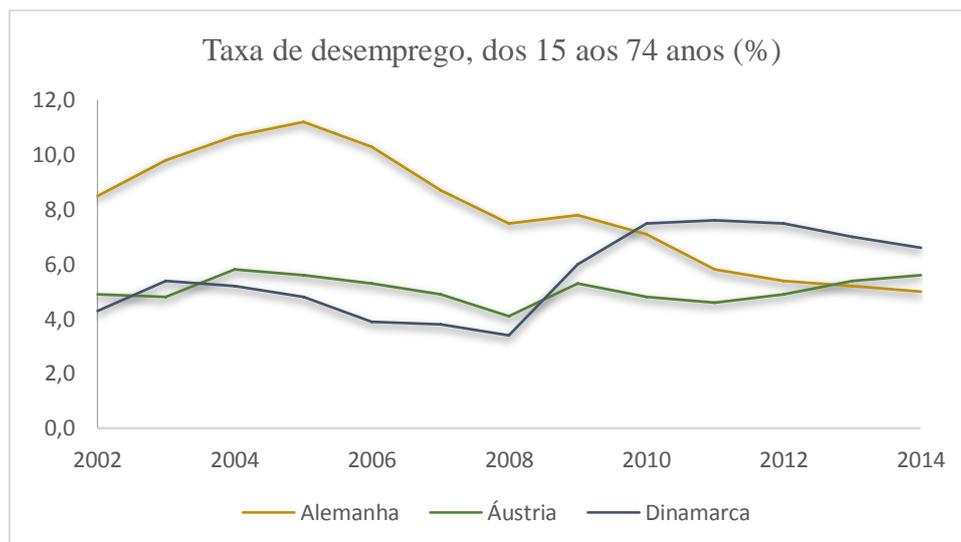


Gráfico 14 – Taxa de desemprego entre os 15 aos 74 anos em Países excedentários. Fonte: PORDATA

1.3.3. Perfis dos Investidores / Segurados

- **Investidor ativo**

Este perfil reflete uma pessoa que já tem um património ou rendimentos significativos e pretende gerir pessoalmente a sua própria carteira (Duarte & Ribeiro, 2012).

Estes investidores procuram investimentos associados à bolsa, ações e obrigações para mercados mais específicos.

- **Investidor Semi-Ativo**

Este perfil não possui elevados rendimentos no entanto procura aplicar algumas quantias com intuito de juntar dinheiro à reforma. Privilegia os fundos de investimentos especializados em ações ou obrigações complementando-os caso necessário com o investimento em dívida pública e seguros de capitalização (Duarte & Ribeiro, 2012).

- **Investidor Passivo**

Neste caso, o investidor receia produtos de elevado risco pelo que destina as suas poupanças a produtos financeiros geridos por especialistas. Para este investidor, a aplicação mais apropriada é o fundo de investimento misto, não abdicando dos seguros de capitalização (Duarte & Ribeiro, 2012).

1.4. Sistema Financeiro e o Sistema Segurança Social

A população jovem dos dias de hoje, em Portugal, já mais conhecida pela geração sacrificada, depara-se com um aumento do desemprego, um aumento dos impostos e com elevados descontos para a Segurança Social, não permitindo que seja uma geração focada em grandes poupanças.

De acordo com o artº2º do Decreto-Lei 8/2015, em 2014, a idade de acesso às pensões de reforma subiu dos 65 anos para os 66 anos influenciando apenas a idade de acesso à pensão completa (sem penalizações) e não a idade legal de reforma. A penalização das reformas antecipadas começou por ter a referência o número de meses de antecipação face à idade legal de reforma estabelecida em cada ano (e não face a 65 anos). Só quem trabalhar além dos 66 anos em 2014 terá direito a bonificações que variam entre 0,33% e 1% por cada mês de trabalho adicional.

Tal como acontece em grande parte dos países desenvolvidos, também no nosso país existe um sistema de proteção social na reforma suportado por 3 pilares nomeadamente (Saldanha & Marques, 2001):

1º Pilar - É um sistema obrigatório para todos os contribuintes e é gerido pelo Estado em regime de repartição, ou seja as pensões são pagas pelas contribuições dos trabalhadores estando dependentes da evolução do mercado de trabalho, da economia e da demografia;

2º Pilar - São esquemas de poupança, igualmente obrigatórios, para a reforma ou outras situações mas em regime de capitalização coletiva por unidades gestoras, ou seja, ao longo da vida poupa-se de forma a complementar a pensão até ao rendimento de substituição pré-definido;

3º Pilar - Um sistema de participação facultativo e em regime de capitalização, tem como objetivo gerar rendimentos para a reforma, os quais podem ser geridos pelo Estado ou por instituições privadas.

O sistema de Segurança Social é gerado por fluxos financeiros entre contribuintes, beneficiários e instituições, com objetivos e princípios de atuação devidamente definidos e regulamentados. A dinâmica das transações baseia-se nos métodos clássicos de financiamento da Segurança Social que são a repartição e a capitalização.

Segundo os estudos de Barbosa (1998) e Teixeira (1992) constata-se que há custos na decisão de financiamento relativamente a estes dois métodos, pois a rentabilidade do sistema de Segurança Social, em regime de repartição, depende da taxa de crescimento da população, no enquanto a rentabilidade do sistema em regime de capitalização depende da evolução da taxa de juro.

A Repartição

Com base nos estudos de (Orszag & Snower, 1999), (Holzmann & Hinz, 2005), (Barr, 2005) (Silva, 2002), no modelo de financiamento em Repartição são considerados os fluxos de receita as contribuições e os descontos efetuados pela população ativa e os fluxos de despesa as prestações sociais da população inativa no mesmo orçamento anual.

De uma forma mais clara, as pensões de reforma correspondem a um processo de transferência de rendimentos da população mais jovem para a população mais idosa.

Verifica-se que os descontos são maioritariamente considerados pelos beneficiários como impostos, pelo que a cobrança da receita produz um impacto mais restritivo do que incitador à contribuição.

Este sistema mostra-se adequado em situações de estabilidade demográfica, tendo impacto ao nível do papel das famílias, da fertilidade, do crescimento populacional, da escolha da ocupação e da acumulação de capital humano (Barr, 2005). Contudo, apresenta vulnerabilidade a dificuldades conjunturais, como se tem verificado na decorrente crise financeira, devido ao aumento do desemprego (decrécimo das contribuições cobradas) e ao menor crescimento da massa salarial.

Num sistema de repartição estabelece-se a seguinte equação:

$$C \int_{20}^{65} B(z)e^{\lambda x} S(x)dx = \int_{20}^{65} B(z)e^{\lambda x} S(x)dx \quad (8)$$

A população é estável com taxa de crescimento intrínseca λ , no momento atual a taxa de nascimentos é $B(z)$, a vida ativa desenvolve-se entre os 20 e os 65 anos, os indivíduos vivos com idade x nasceram no momento $(z-x)$ (Silva, 2002).

C – contribuições (de equilíbrio) / Taxa de contribuição atuarial que incide sobre o salário

S – Valor probabilizado do salário a preços constantes

Segundo a equação fundamental da repartição, e tendo em conta os elementos da relação, em cada momento, podemos obter a seguinte igualdade de equilíbrio:

Taxa média de quotização * N°. de ativos * Salário médio = Valor médio de pensões * N°. de inativos reformados.

A Capitalização

De acordo com os estudos de (Silva, 2002) e (Murteira, 1995), segundo o modelo de financiamento por capitalização, o fluxo de receita tem por base a constituição de capital (por exemplo sob a forma de reservas) que é aplicado em ativos durante a vida ativa e que no final poderão ser pagos como forma de contribuições (fluxo de despesa) para a reforma.

Ao contrário do sistema de repartição, neste modelo a contribuição efetua-se por livre iniciativa e o beneficiário é responsável pela rentabilização das suas poupanças para quando reformado (Silva, 2002).

Do ponto de vista económico, esta poupança capitalizada induz ao investimento global e conseqüentemente à acumulação de riqueza. Os instrumentos financeiros neste sistema são mais procurados tal como as entidades intermediárias, desenvolvendo-se uma expectativa de uma taxa de retorno positiva e planeada no fim de uma longa vida útil. Esta gestão global de investimentos, através da diversificação, elimina uma série de riscos associados aos ativos. Contudo também podem existir falhas no mercado financeiro.

A desvantagem deste modelo é essencialmente a nível socioeconómico nomeadamente no que diz respeito à contribuição para as desigualdades sociais. Exemplificando, os indivíduos que descontam para um regime capitalizado beneficiam com o aumento da sua riqueza à taxa de retorno do capital. Nesta ótica, os beneficiários que na vida ativa tiveram maiores rendimentos obtêm direito a prestações sociais proporcionalmente mais elevadas (Silva, 2002).

Assumindo que um indivíduo, cuja vida ativa está entre os 20 e os 65 anos e se reforma aos 65 anos com uma pensão vitalícia anual, a taxa de contribuição atuarial pode ser obtida igualando o valor atual das contribuições, durante aquele período, ao valor atual de todas as prestações vitalícias. Considerando que os valores são reportados ao momento atual, apresenta-se a seguinte fórmula de capitalização:

$$C \int_0^{45} e^{\lambda \frac{l_{20} t}{l_{20}}} dt = e^{45 \tau} \frac{l_{65}}{l_{20}} \int_0^{\infty} e^{\lambda \frac{l_{65} t}{l_{65}}} dt \quad (9)$$

Nesta equação, o equilíbrio deriva da igualdade do valor da soma das quotizações totais que um indivíduo desconta durante a vida ativa e o valor atual do montante de despesas desse indivíduo, uma vez atingida a situação de reforma (entre os 65 anos e o resto da vida).

C – Contribuições (de equilíbrio) / Taxa de contribuição atuarial que incide sobre o salário

L - Número de trabalhadores das gerações ativas

Comparação entre os dois sistemas

Segundo o **Teorema da Equivalência Atuarial**, se a taxa de crescimento da economia for igual à soma da taxa de crescimento da produtividade com a taxa da população então os dois sistemas pagam as mesmas prestações, desde que a taxa de capitalização seja a taxa de crescimento da economia. Nesta situação a própria taxa de capitalização apresenta-se como uma vantagem (Murteira, 1995).

Se existir um forte crescimento da população e da produtividade do trabalho, logo a taxa de crescimento da economia poderá ser superior à taxa de juro real, conferindo vantagem ao sistema de Repartição e a situação inversa ao sistema de Capitalização.

Se a taxa de crescimento da riqueza for menor do que a taxa de juro real, de forma sustentada, constata-se a existência de um problema já existente nesta geração na Europa, ou seja, não é possível assegurar o mesmo nível de consumo aos futuros reformados. Neste caso, a alternativa seria alterar para um regime de capitalização, procurando financiar o custo normal dos serviços futuros dos atuais ativos, a amortização dos direitos passados dos atuais ativos e o pagamento das reformas em curso (Murteira, 1995).

Verifica-se cada vez mais que, a longo prazo, o problema financeiro do sistema de repartição é proveniente do envelhecimento da população e da taxa de fecundidade.

O aumento do envelhecimento aumenta o peso relativo dos reformados em relação à população ativa e a taxa de fecundidade influencia a substituição de gerações.

Dado o exposto, poder-se-ia complementar o sistema de repartição com o sistema de capitalização permitindo equilibrar os benefícios pagos durante a fase ativa.

1.5. O tratamento fiscal das poupanças para a reforma

Na União Europeia, verifica-se a existência de incentivos fiscais no contexto do envelhecimento da população e de forma a induzir maiores taxas de poupança a longo prazo na economia. Estes incentivos acabam por ter um grande impacto sobre o orçamento e redistribuição de rendimentos no presente e no futuro.

Os benefícios fiscais para a poupança de previdência privada são em muitos países considerados como despesas fiscais.

Segundo um estudo realizado na Dinamarca, as contribuições obrigatórias ou automáticas para as contas poupanças acabam por ser mais eficientes no aumento da poupança total do que uma taxa de subsídio (Chetty et al., 2013).

O Reino Unido, Irlanda e Alemanha são os países que apresentam maiores gastos fiscais para a poupança privada sendo 1.4 , 1.2 e 0.9% do PIB respetivamente.

Country	Private pension payments (% of GDP)	Tax breaks on private pensions (% of GDP)	tax breaks as % of private pension payments
Austria	0.7	0.1	14%
Belgium	1.4	0.2	14%
Finland	0.3	0.1	33%
Germany	0.8	0.9	113%
Ireland	1.1	1.2	109%
Portugal	0.5	0.1	20%
Slovak Republic	0.3	0.2	67%
Spain		0.2	
UK	4.6	1.4	30%

Tabela 1 – Pagamentos e Gastos Fiscais de Poupança Privada. Fonte: OECD 2013, Pensions at a Glance

De acordo com o estudo de Alexandre, Conraria, Bação, & Portela (2011) o sistema fiscal pode influenciar o comportamento da poupança através de medidas fiscais diretas e indiretas, sendo as primeiras aquelas que incidem sobre os rendimentos ou patrimónios de poupança e as indiretas sobre o consumo ou despesa.

1.6. Produtos Financeiros para acumular poupança

Contas poupança

As contas poupança são uma modalidade de depósitos a prazo que permitem mobilidade antecipada em qualquer momento e o aumento do capital aplicado a qualquer momento através de entregas programadas ou pontuais de capital (DECO, 2004).

Considera-se que as contas poupança são uma forma simples para se juntar dinheiro quando se tem objetivos estipulados, por exemplo a compra de uma casa ou viagem. (Garcia, 2005)

Planos de poupança

Os planos de poupança são essencialmente direcionados para uma poupança de médio ou longo prazo e podem contribuir para complementar a reforma e a educação. As contas Poupança-Reformando e os Planos de Poupança-Reforma estão incluídos neste tipo de plano de poupança (DECO, 2004).

Seguros de Capitalização

Os seguros de capitalização são produtos financeiros de investimentos a médio e longo prazo sob a forma de um contrato estabelecido e que não se destinam a cobrir qualquer tipo de risco, tendo como grande objetivo o acumular poupanças (Garcia, 2005).

Temos como exemplo destes produtos alguns PPR sob a forma de seguro mas que são abrangidos por uma legislação específica. Grande parte dos seguros de capitalização oferece um rendimento mínimo garantido e acompanha as taxas de juro do mercado (Euribor) (Duarte & Ribeiro, 2012).

Especificando alguns dos produtos:

- Depósitos a Prazo

Tal como é afirmado por Duarte & Ribeiro (2012), os depósitos a prazo são a aplicação de poupança mais comum em Portugal, devido à segurança que propiciam e à simplicidade da forma de funcionar. Corresponde a uma entrega de fundos a uma instituição de crédito, tendo esta a responsabilidade a devolução do montante depositado e ao pagamento de uma remuneração, tendo em conta as condições contratadas.

A principal desvantagem destes produtos deve-se ao facto de as taxas de juro serem baixas.

- Certificados de Aforro

Os certificados de Aforro foram um dos principais instrumentos de captação de poupança nas famílias em Portugal por parte do Estado (Alexandre *et al.*, 2011). Fazem parte da dívida pública e surgiram com o objetivo de captar o aforro das famílias para financiar as suas despesas e estimular a poupança. Desde 2008 (lançamento da serie C) que estes produtos têm sido alvo de resgates devido a baixa remuneração que proporciona (Duarte & Ribeiro, 2012).

No que diz respeito ao perfil dos investidores, são idênticos aos investidores das ações. Os certificados são transacionados em bolsa, distinguindo-os dos tradicionais fundos de investimento, como se de uma ação se tratasse.

-Fundos de Investimento

Estes produtos são constituídos por vários investidores individuais que, em conjunto e sob a conduta de um gestor, aplicam as suas poupanças em diferentes mercados e ativos, como ações, obrigações, imobiliários e outros. Entre a oferta de fundos, dos menos arriscados (tesouraria) até aos mais arriscados (ações), apresentam uma solução que permite ao investidor diversificar, de forma económica e eficiente, a sua carteira de investimento (Duarte *et al.*, 2012).

No que diz respeito às rendibilidades dos fundos, estão sujeitas às variações dos preços dos ativos que os compõem a partir do momento que o investidor subscreve as suas poupanças num determinado fundo de investimento.

Já em relação ao risco associado aos fundos de investimento, verifica-se que o risco será idêntico caso se invista diretamente na classe de ativos que compõem o património desse mesmo fundo. Não obstante, e seguindo o efeito de diversificação, o risco tende a ser diluído pelos vários títulos que fazem parte do fundo de investimento (Alexandre *et al.*, 2011).

Os fundos de investimento podem ser classificados em dois grupos:

- Fundos de Investimento Mobiliário acompanhados por Sociedades Gestoras de Fundos de Investimento Mobiliário e caracterizam-se pelo facto do seu património estar investido em ações, obrigações, moeda, derivados ou outros.
- Fundos de Investimento Imobiliário acompanhados por Sociedades Gestoras de Fundos de Investimento Imobiliário e têm como principal objetivo o acesso a investimentos imobiliários.

Os fundos de investimento podem ser caracterizados como abertos, fechados ou mistos. Os fundos cujas unidades de participação são um número variável são considerados abertos e aqueles cujas unidades de participação são um número fixo são os fundos fechados. Os mistos são uma junção dos dois.

- Seguros Ligados a Fundos de Investimento (*Unit-Linked*)

De acordo com o definido pela Autoridade de Supervisão de Seguros e Fundos de Pensões (ASF), os Seguros Ligados a Fundos de Investimento são seguros de vida de capital variável e são instrumentos de captação de aforro estruturado em que o valor receber pelo aforrador depende totalmente ou parcialmente de um valor de referência constituído por uma ou mais unidades de participação

1.7. Planos de Poupança-Reforma

De acordo com Cardoso, Barbosa e Alves (2013) a elevada mudança de ordem social e económica nos dias de hoje, tem tido um impacto profundo no tema da Reforma, fazendo com que agora assuma, mais do que nunca, uma nova centralidade na agenda dos cidadãos.

Os Planos de Poupança-Reforma foram implementados em 1989 (Carvalho, 1993) e revelaram-se, desde o seu aparecimento, como um veículo privilegiado de poupança privada, a médio e longo prazo, destinados a complementar as necessidades financeiras inerentes à situação de reforma (DECO, 2006) e contribuindo, por esta via, para o reforço do terceiro pilar de proteção social (Autoridade de Supervisão de Seguros e Fundos de Pensões, 2014).

Sendo o PPR um instrumento especializado para a capitalização para a reforma, existem outros casos semelhantes noutros países tal como as contas *Individual Retirement*

Accounts – IRA – Americanas, o Plan d'Épargne Personnel – PEP – francês, ou o Personal Equity Plan – PEP – inglês (DECO, 2006).

Este produto pode ser adquirido a título individual ou através de uma empresa ou entidade a favor dos seus colaboradores. As entidades que podem gerir os PPR's são as companhias de seguros, sociedades gestoras de fundos de pensões ou de fundos de investimento mobiliário.

Os PPR's podem separar-se em três tipos, em função da sua forma de financiamento:

- Fundos de Investimento (geridos por sociedades gestoras de fundos de investimento);
- Fundos de Pensões (geridos por sociedades gestoras de fundos de pensões e por seguradoras);
- Contratos de Seguros/Seguros de Vida (geridos por seguradoras) que, por sua vez, podem ser divididos em dois tipos de produtos:
 - Ligados a fundos de investimento (*unit-linked*);
 - Não ligados a fundos de investimento.

Os Contratos de Seguros são os que têm tido um maior peso, essencialmente devido à garantia de capital e de rendibilidade mínima (Autoridade de Supervisão de Seguros e Fundos de Pensões, 2014). Existe uma maior transparência financeira no caso dos Fundos, mas existe uma garantia financeira acrescida no caso dos Seguros. Em termos de custos, os Seguros cobram mais à entrada e menos à saída do que os Fundos.

Durante muitos anos, os PPR's exibiram um crescimento contínuo, sendo a sua procura particularmente influenciada pelo rendimento disponível das famílias e pelos benefícios fiscais que proporcionam (Autoridade de Supervisão de Seguros e Fundos de Pensões, 2014). Contudo, têm vindo a reduzir-se substancialmente nos últimos anos e atualmente serem quase reduzidos a zero (DECO, 2006).

Rentabilidade dos PPR

- **Seguros PPR**

Os seguros PPR, que assumem a forma de apólices de seguro, são os adequados para os aforradores menos propensos ao risco e quase sempre garantem o capital e rendimento mínimo (estratégia defensiva) (Associação Portuguesa de Seguradores, 2014).

Os valores investidos em *unit-linked* evoluem em função da cotação das respetivas unidades de participação (Associação Portuguesa de Seguradores, 2014).

A rentabilidade dos seguros PPR não ligados a fundos de investimento resulta da combinação de 3 fatores.

1. A garantia de capital investido (normalmente líquido dos encargos de subscrição);
2. Garantia de taxa de rendimento sobre o capital, que pode ser expressa numa percentagem indexada a outros referenciais do mercado, e pode ser fixa ou variável temporalmente.
3. Atribuição de uma participação nos resultados anuais (disposição contratual que confere ao Tomador do Seguro ou ao Segurado o direito de beneficiar de parte dos resultados técnicos e/ou financeiros gerados por Contratos de Seguro ou Operações de Capitalização) do fundo autónomo em excesso do rendimento garantido, numa proporção mínima que raramente é inferior a 75%, que na maior parte deles equivale a 90% e que em diversos ascende mesmo a 100% dos resultados (Associação Portuguesa de Seguradores, 2014).

É a combinação destas três componentes que torna estes produtos particularmente direcionados para poupanças individuais de longo prazo, e em especial para os anos da reforma, e que privilegiam garantias de rendimento em horizontes temporais alargados, em detrimento de uma exposição mais direta à volatilidade dos mercados ou de garantias válidas apenas a curto ou médio prazo.

Esta combinação contribui para a distinção entre os PPR e os restantes instrumentos de poupança disponíveis para os aforradores nomeadamente:

- Os depósitos a prazo, onde existe garantia de capital e rendimento mas são de curto prazo e não há participação de resultados;
- Dos tradicionais fundos de investimento, onde geralmente não se consegue a garantia do capital investido nem do rendimento (Associação Portuguesa de Seguradores, 2014).

- **Fundos PPR - Investidores**

Uma vez que, os fundos PPR se encontram divididos em unidades de participação (valores mobiliários que correspondem a parcelas de investimentos e que podem ser representados por certificados de uma ou mais unidades ou adotar a forma escritural) logo é possível acompanhar a evolução do investimento, sendo o valor publicado pelo menos uma vez por mês. Na altura do reembolso e após dedução dos custos suportados pelo fundo (ex: compra e venda de títulos) e eventuais comissões, são recebidos os montantes aplicados e a totalidade dos rendimentos líquidos gerados pelos PPR's. Para as sociedades gestoras, o dinheiro que é aplicado é utilizado para as seguintes estratégias: obrigações de taxa variável, obrigações de taxa fixa e ações por exemplo.

Resumindo, os fundos PPR não garantem rendimento mínimo, nem o capital aplicado pelo que o risco associado é elevado (Associação Portuguesa de Seguradores, 2014).

Reembolso dos PPR

Os reembolsos dos PPR podem ser feitos sob a forma de capital, de renda ou a combinação das duas.

Apesar de serem essencialmente destinados para uma poupança de longo prazo, os PPR podem ser reembolsados noutras situações de especial dificuldade sem penalizações contratuais ou fiscais pelo aforrador desde que cumprido um período de imobilização mínimo de 5 anos:

- Reforma por velhice;
- A partir dos 60 anos de idade;
- Desemprego de longa duração ou de qualquer um dos membros do seu agregado familiar;
- Incapacidade permanente para o trabalho ou de qualquer um dos membros do seu agregado familiar;
- Doença grave ou de qualquer um dos membros do seu agregado familiar.

Em caso de morte do aforrador, os valores acumulados podem ser reembolsáveis aos beneficiários, sem penalizações, independentemente do período de imobilização. Fora esta exceção, os PPR podem ser reembolsáveis a qualquer momento ficando, no entanto, sujeitos a penalizações contratuais e fiscais.

De acordo com a informação disponível em Associação Portuguesa de Seguradores (2014), em 2013 foram realizados cerca de 20 mil reembolsos de PPR com um valor global de aproximadamente de 8 milhões de euros.

Segurança

O risco associado ao investimento em PPR difere consoante o produto escolhido, isto é, caso seja seguros com garantia de capital e rendimento mínimo ou fundos sem garantias.

Por exemplo, caso sejam fundos em que se prevê investir acima de 40% em ações, para que o rendimento compense o risco, o investidor deve manter o PPR pelo menos durante 10 anos.

Os PPR são considerados, geralmente, aplicações seguras embora em alguns casos o valor do investimento possa sofrer variações significativas, como é o caso dos fundos de poupança-reforma que investem em ações.

Liquidez

Em termos de liquidez, caso se respeite as regras inerentes aos PPR, será reduzida pois existe um período durante o qual não pode haver resgate (5 anos).

Comissões (ou Encargos)

No geral, existem cinco tipos de comissões ou encargos nomeadamente:

- Comissão de entrega (subscrição)

As comissões de entrega são custos a suportar sempre que é feita a entrega de dinheiro, sendo que em grande parte dos seguros esse custo já é deduzido ao montante entregue.

- Comissão de gestão

A comissão de gestão incide sobre o montante acumulado no caso dos seguros não sendo diretamente paga pelo investidor. No caso dos fundos, a comissão de gestão incide sobre o valor global da carteira.

- Comissão de depósito

A comissão de depósito é paga pelo fundo à entidade (banco) que guarda os títulos e efetua os registos e movimentos relacionados com o PPR.

- Comissão de resgate

A comissão de resgate é cobrada quando o subscritor pretende recuperar o dinheiro investido tal como o rendimento acumulado. Contudo, e apesar de esta comissão ser suportada apenas para alguns fundos quando o resgate acontece nas condições previstas na lei, pode ser bastante elevada em caso de resgate irregular.

- Comissão de transferência

É possível a transferência de um PPR para outro PPR de natureza idêntica ou diferente (fundos ou seguros). Normalmente, esta comissão é no máximo de 0,5% e nos PPR com garantia de capital (seguros) pois nos fundos sem garantia de capital não se aplica esta comissão.

A principal vantagem de transferir um PPR é a possibilidade de adquirir maior rendimento com o dinheiro investido. Por outro lado, a grande desvantagem é que, para ter garantia de capital, terá de pagar comissão.

Regime Fiscal

A principal vantagem dos PPR são os benefícios fiscais associados e que no entanto foram definidos limites máximos de dedução fiscal. Para quem tem um rendimento mensal aproximado do salário mínimo nacional pode beneficiar das deduções máximas fiscais dos PPR (Duarte & Ribeiro, 2012).

O benefício fiscal à saída mantém-se, ou seja, a taxa de imposto reduzida (8,6%) desde que respeitadas as condições gerais (DECO, 2006).

Tendo em consideração as alterações recentemente aplicadas na legislação fiscal, já não existem, na prática, benefícios fiscais aplicáveis às entregas efetuadas para PPR, que não originam, por isso, despesa fiscal para o Estado.

Deduções coleta	Não casados	Casados
Planos Poupança-Reforma (PPR)	São dedutíveis à coleta os seguintes montantes:	São dedutíveis à coleta os seguintes montantes:
PPR - Inferior a 35 anos	20% do valor aplicado como limite de 400€	20% do valor aplicado como limite de 400€
PPR - De 35 anos a 50 anos	20% do valor aplicado como limite de 350€	20% do valor aplicado como limite de 350€
PPR - Superior a 50 anos	20% do valor aplicado como limite de 300€	20% do valor aplicado como limite de 300€
(Não são dedutíveis as importâncias relativas às aplicações efetuadas após a data da passagem da reforma).	Não dedutível após a data da passagem à reforma.	Por cada Sujeito Passivo casado e não separado judicialmente de pessoas e bens.

Tabela 2 – Deduções Coleta PPR Fonte: Millenium BCP

O papel do Setor Segurador

Tal como é descrito em Associação Portuguesa de Seguradores (2014), o setor segurador encontra-se no topo dos investidores institucionais portugueses com mais de 53 mil milhões de euros de ativos (aproximadamente 32% do PIB no final de 2013) dos quais cerca de 13 mil milhões referentes a produtos PPR. Uma vez que que é supervisionado pela ASF e CMVM, o setor segurador está sujeito a regras que obrigam a uma permanente cobertura de responsabilidades por ativos de investimento e à manutenção de reservas de capital para constituição de uma margem de solvência que funciona como uma garantia adicional para os aforradores.

2. Análise da rendibilidade dos PPR's face aos instrumentos tradicionais

O principal objetivo deste capítulo é encontrar a melhor performance dos instrumentos financeiros sendo que, aqueles que geram maior rendibilidade serão também, previsivelmente, aqueles que apresentam maior risco. De acordo com Autoridade de Supervisão de Seguros e Fundos de Pensões (2009: 254) “ *o risco deve ser interpretado como a incerteza (ou volatilidade) relativamente ao retorno esperado, pelo que investimentos em ativos financeiros que apresentam um elevado risco podem traduzir-se, especialmente em horizontes temporais curtos, em rendibilidades negativas (ou seja, perda de valor)* ”.

É relevante analisar a performance anual dos PPR's (instrumentos financeiros) no âmbito de um horizonte temporal alargado dado que estes produtos são investimentos de longo prazo.

Sintetizando, o presente estudo irá focar-se em caracterizar as rendibilidades dos PPR's e outros produtos de poupança, permitindo comparar as rendibilidades anuais com as de longo prazo (acumuladas). Analisam-se igualmente os valores relativos da rendibilidade ponderados pelos respetivos níveis de risco, através do índice de Sharpe.

Procura-se encontrar a melhor estratégia de investimento para a Reforma, ou seja, a de melhor relação retorno/risco para um investidor português.

2.1. Evolução histórica dos PPR

Subscrições dos produtos

No estudo realizado pela Autoridade de Supervisão de Seguros e Fundos de Pensões, (2014) registou-se, em 2013, uma diminuição de 6,6% do número de subscrições de PPR, o que representou uma melhoria face à descida de 8,6% no ano anterior. Em termos acumulados, entre 2010 e 2013 verificou-se uma acentuada redução em quase 20% do número de subscrições.

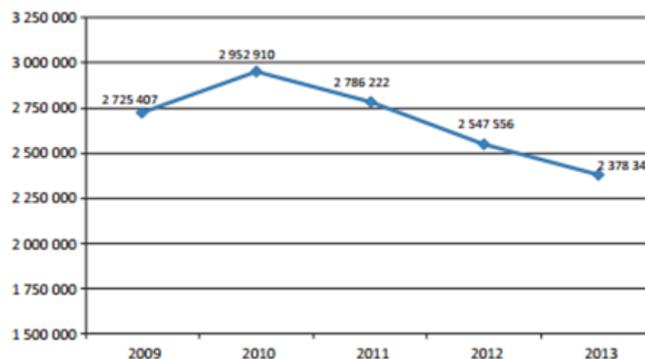


Gráfico 15 – Evolução do número de subscrições de PPR.
Fonte: ASF

Contribuições (prémios)

Desde o início da sua existência, que as contribuições para os PPR têm aumentado significativamente, contudo sofreram uma grande queda em 2011 como se pode verificar no gráfico 16. A partir de 2013 registou-se um novo aumento, atingido apenas metade das contribuições já conseguidas em 2010 (Anexo 16).

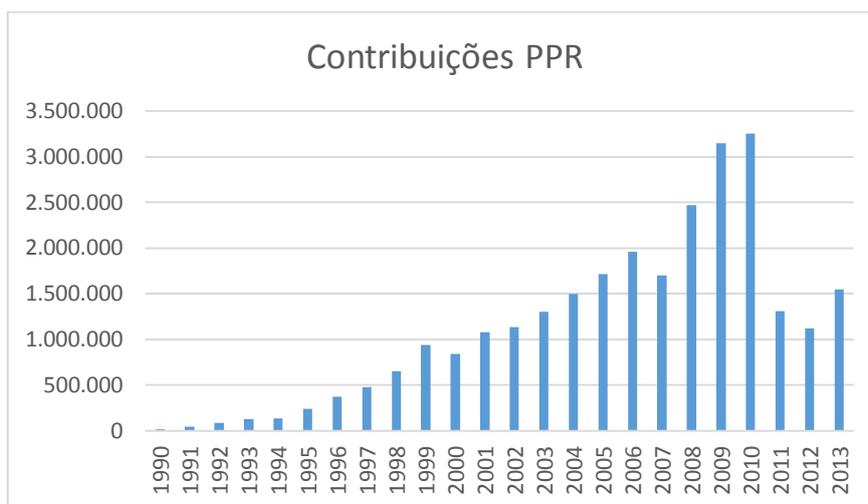


Gráfico 16 – Contribuições para PPR. Fonte: Segurdata APS

Contribuições /pessoa segura (em euros)

As contribuições por pessoa segura quase sempre foram acima dos 1.000€. Verificou-se que nos anos a que se deu início às grandes recessões (2008 e 2011) as contribuições sofreram uma forte queda por pessoa segura.

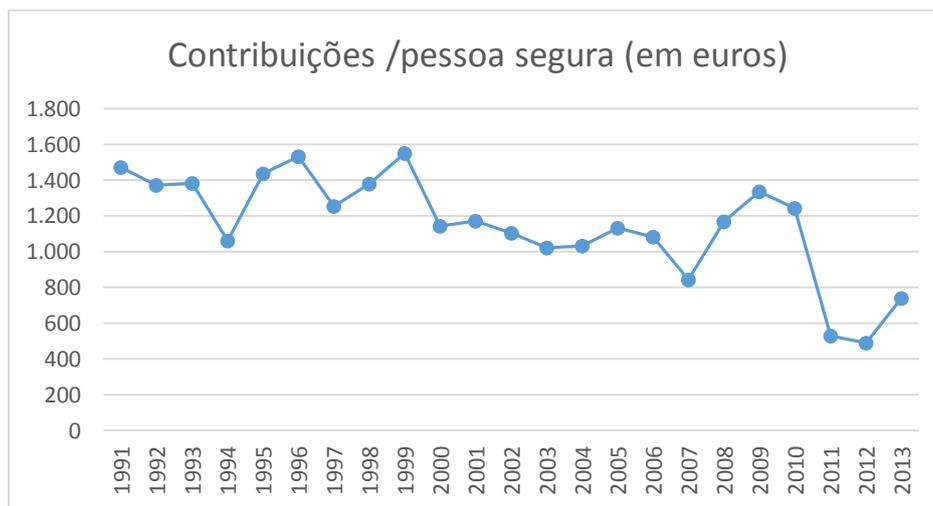


Gráfico 17 – Contribuições por pessoa segura. Fonte: Segurdata APS

2.2. Dados e sua Análise

Relativamente aos dados utilizados no presente estudo, foram essencialmente obtidos nas bases de dados disponíveis da Segurdata (pela a Associação Portuguesa de Seguradores).

Para avaliar a performance dos diferentes instrumentos financeiros foi realizada uma segmentação pelos produtos:

Seguradoras:

- Planos Poupança-Reforma – Não ligados a fundos de investimento
- Seguros Ligados a Fundos de Investimento – *Unit-Linked*

Outras instituições:

- Fundos de Investimento – Mobiliário
- Fundos de Investimento – Imobiliário
- Depósitos a prazo – *Benchmark* proxy da taxa de juro sem risco

Foram estes os produtos selecionados para análise dado serem os que possibilitam uma amostra maior e os que têm maior impacto na avaliação da performance excetuando os Fundos de Investimento – Imobiliário que são utilizados para apresentar um exemplo de um produto não tão bem sucedido como os anteriores. (Anexo 1, 2, 3 e 4)

Relativamente aos Fundos de Investimento – Mobiliário incluem-se os Fundos de Investimento de Tesouraria, Obrigações, Ações, de Poupança e outros.

Para os aforradores cujo objetivo é acumular recursos para consumir na idade da reforma, a volatilidade é um dos fatores a ter em especial atenção no momento de investir. Assim sendo, neste estudo apresenta-se uma análise da rentabilidade histórica destes produtos de poupança individual de forma a incluir a grande volatilidade que os mercados de capitais têm vivido.

A análise desde 2006 a 2013 abrange os ciclos de contração e expansão dos mercados nomeadamente em 2008 e 2011, anos que foram assinalados pela profunda crise económica e financeira. Nestes cenários, os mercados acionistas caíram acentuadamente com o índice PSI 20 a decrescer e com uma volatilidade mensal alta. Neste conturbado período os produtos que apresentam um risco mais moderado e com garantias de rendimento foram os mais procurados, como foi o caso dos tradicionais seguros PPR (não ligados a fundos de investimento). Os produtos que estão mais expostos ao risco de mercado tiveram genericamente performances baixas e muitos deles inferiores mesmo à inflação.

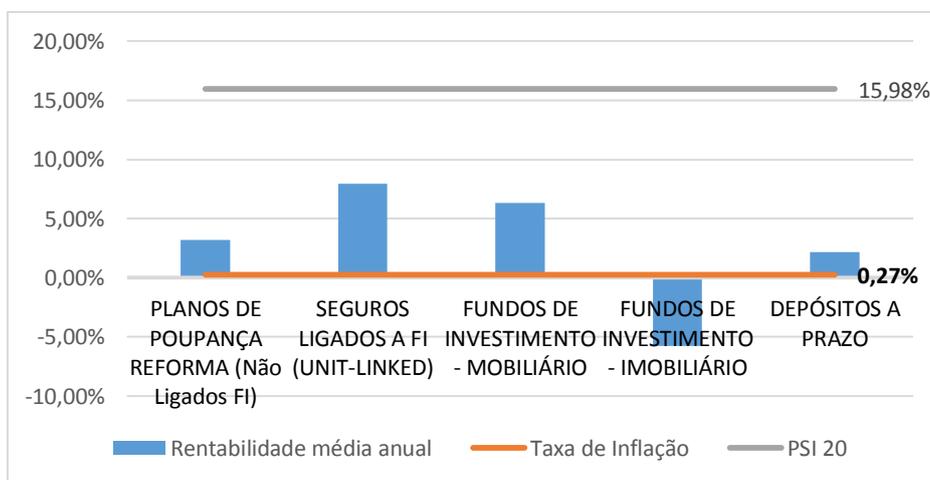


Gráfico 18 – Taxas de rentabilidade média vs Taxa de inflação e PSI 20 em 2013. Fonte: Autor

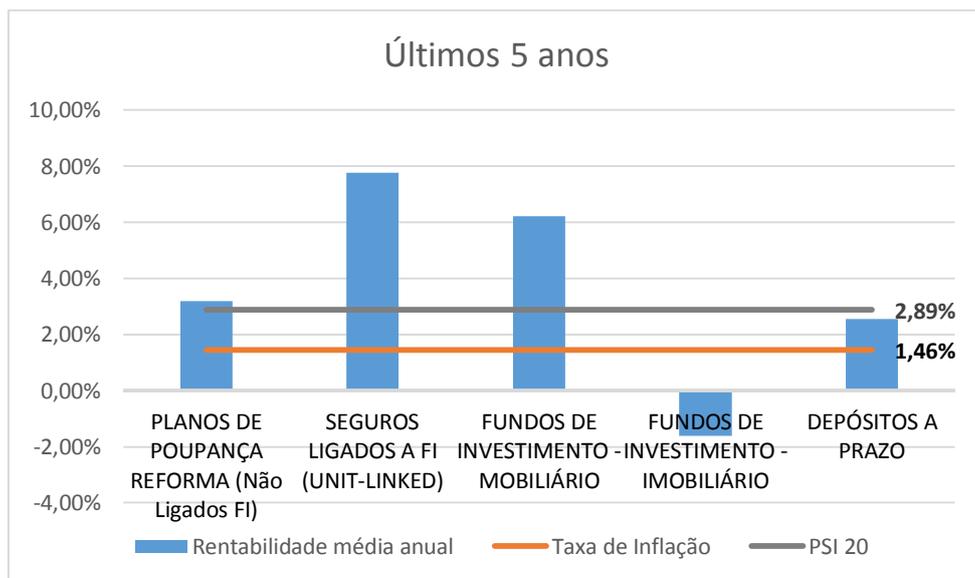


Gráfico 19 – Taxas de rentabilidade média dos produtos vs Taxa de Inflação e PSI 20 nos últimos 5 anos.
Fonte: Autor

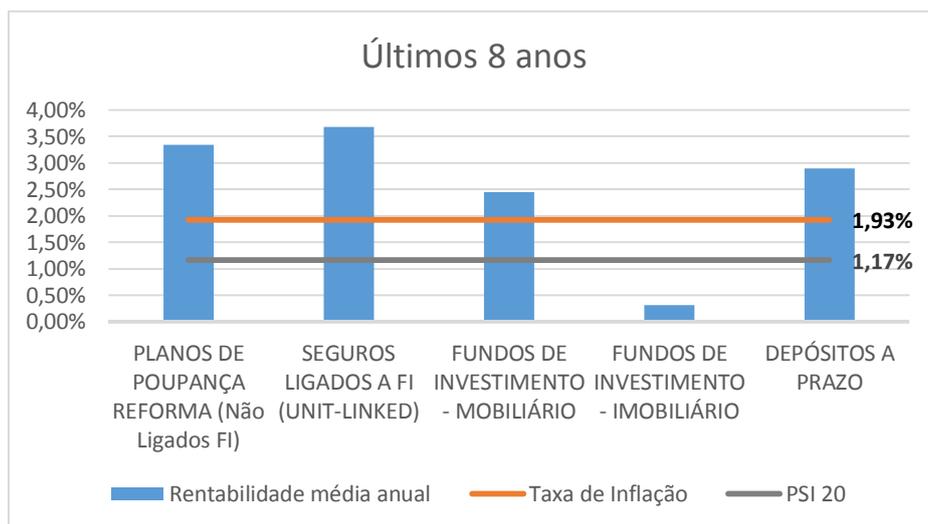


Gráfico 20 – Taxas de rentabilidade média dos produtos vs Taxa de Inflação e PSI 20 nos últimos 8 anos.
Fonte: Autor

Fazendo uma análise comparativa das rentabilidades das principais categorias de produtos de poupança individual podemos verificar, no gráfico seguinte, que os PPR's não ligados a fundos de investimento (depois dos Seguros Ligados a Fundos de investimento) são os que se destacam pois caracteristicamente combinam garantias de capital e rendimento com uma componente de participação de resultados. Esta combinação revela-se adequada numa perspetiva de médio e longo prazo e num clima de acentuada volatilidade.

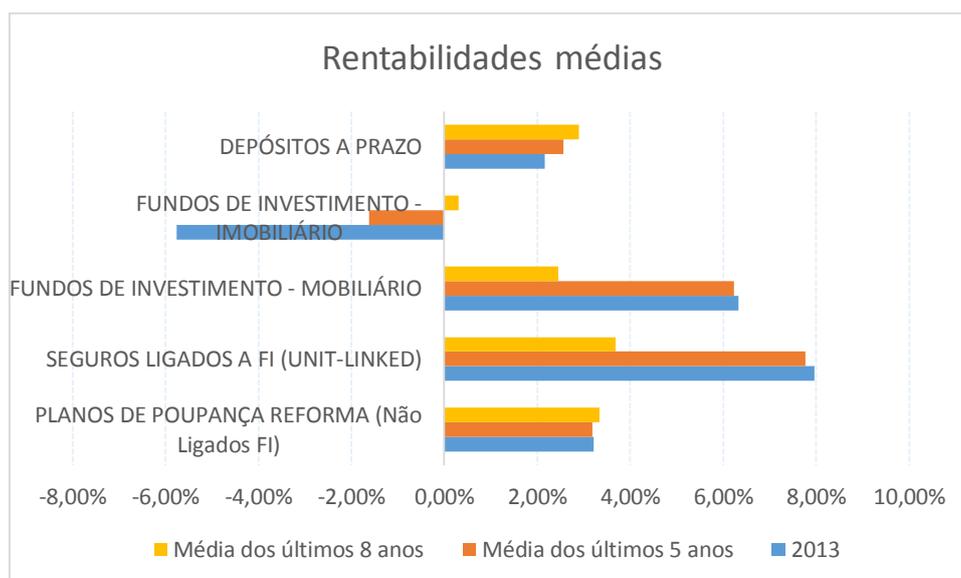


Gráfico 21 – Rentabilidades médias

Em média, os investimentos desde o início de 2006 nos seguros PPR tiveram uma rentabilidade anual de 3,4% até 2013 e um prémio real de aproximadamente 1,5 pontos percentuais sobre a taxa de inflação. Estes produtos assumem um perfil de grande estabilidade ao longo do período analisado, apresentando um desvio padrão de apenas 0,23% estando portanto protegidos das oscilações do mercado.

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Desvio Padrão
PLANOS DE POUPANÇA REFORMA –Não Ligados a Fundos de Investimento	3,67%	3,66%	3,46%	3,32%	3,16%	3,16%	3,11%	3,22%	0,23%
EM COMERCIALIZAÇÃO	3,59%	3,53%	2,82%	2,82%	2,40%	3,17%	2,55%	2,82%	0,43%
FORA DE COMERCIALIZAÇÃO	3,68%	3,67%	3,54%	3,39%	3,26%	3,16%	3,18%	3,25%	0,21%
	Média de 2006 a 2010 (5 anos)	Média de 2009 a 2013 (5 anos)	Média de 2006 a 2013 (8 anos)						
PLANOS DE POUPANÇA REFORMA –Não Ligados a Fundos de Investimento	3,45%	3,19%	3,34%						
EM COMERCIALIZAÇÃO	3,03%	2,75%	2,96%						
FORA DE COMERCIALIZAÇÃO	3,51%	3,25%	3,39%						

Tabela 3 – Taxas de Rentabilidade médias anuais dos PPR Não Ligados a Fundos de Investimento. Fonte: Autor

Outro produto que igualmente se destaca são os Seguros Ligados a Fundos de Investimento (que não PPR), conhecidos por *Unit-Linked* que, embora não ofereçam o mesmo nível de proteção face à volatilidade que os PPR, apresentam uma performance

muito acima da taxa de inflação. A sua taxa de rentabilidade média anual neste período (2006 – 2013) alcançou os 3,69%.

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Desvio Padrão
Seguros Ligados a Fundos de Investimento	5,76%	3,54%	-18,69%	18,44%	4,24%	-6,23%	14,47%	7,96%	11,68%
EM COMERCIALIZAÇÃO	5,58%	4,66%	-22,14%	19,69%	8,87%	-6,85%	9,97%	7,46%	12,64%
FORA DE COMERCIALIZAÇÃO	5,43%	2,14%	-13,44%	16,72%	-1,66%	-5,47%	20,27%	8,17%	11,18%
	Média de 2006 a 2010 (5 anos)	Média de 2009 a 2013 (5 anos)	Média de 2006 a 2013 (8 anos)						
Seguros Ligados a Fundos de Investimento	2,658%	7,775%	3,69%						
EM COMERCIALIZAÇÃO	3,333%	7,828%	3,41%						
FORA DE COMERCIALIZAÇÃO	1,840%	7,608%	4,02%						

Tabela 4 – Taxas de rentabilidades médias anuais dos Seguros Ligados a Fundos de Investimento. Fonte: Autor

Esta análise já incorpora a recuperação dos mercados em 2012 e 2013, que se refletiu principalmente no aumento da rentabilidade dos produtos com maior risco nomeadamente os FIM ações, FIM poupança e os *Unit-Linked*. A partir de 2012, as rentabilidades dos produtos com um perfil de risco mais moderado, nomeadamente os depósitos a prazo e os PPR's não ligados a fundos de investimento, decrescem ligeiramente mantendo-se com valores reais positivos.

Especificamente, são aqui estudadas as taxas de rentabilidade médias anuais dos períodos de 2006 a 2010 (5 anos), de 2009 a 2013 (5 anos) e de 2006 a 2013 (8 anos).

Comparando a média das rentabilidades no período de 2006 a 2010 com o período de 2009 a 2013, ambos com um ano caracterizado por uma crise financeira e económica profunda, constata-se que os PPR's não ligados a fundos de investimento sofreram mais com a última crise. Os seguros ligados a fundos de investimento e os fundos de investimento – mobiliário (FIM), ao contrário dos PPR's apresentaram uma melhor rentabilidade no segundo momento. Tal facto pode-se justificar pela redução do número de contribuições dos PPR do ano 2010 para o ano 2011.

	Média de 2006 a 2010 (5 anos)	Média de 2009 a 2013 (5 anos)	Média de 2006 a 2013 (8 anos)
PPR – NÃO LIGADOS A FI	3,45%	3,19%	3,34%
SEGUROS LIGADOS A FUNDOS DE INVESTIMENTO	2,658%	7,775%	3,69%
FUNDOS DE INVESTIMENTO - MOBILIÁRIO	1,148%	6,231%	2,445%
FUNDOS DE INVESTIMENTO - IMOBILIÁRIO	1,788%	-1,617%	0,311%
DEPÓSITOS A PRAZO - BENCHMARK	2,503%	3,660%	4,190%

Tabela 5 – Média de Rendibilidades a 5 anos e 8 anos. Fonte: Autor

As rendibilidades médias dos anos de 2010 a 2013 foram obtidas através dos respetivos relatórios anuais. Para os anos de 2007 a 2009 os dados de cada um desses anos foram obtidos nos relatórios de 2011¹ (como tal, apenas refletem a rendibilidade dos produtos ainda vivos em 2011) e os de 2006 no relatório 2013² (ou seja apenas os produtos ainda vivos em 2013). Assim, o facto de o número dos produtos ser diferente de ano para ano tem a ver com o seu desaparecimento à medida que chegam ao seu vencimento.

As rendibilidades foram obtidas em termos nominais, brutas de comissões de gestão, utilizando a metodologia da taxa interna de rendibilidade. Os valores das rendibilidades e volatilidades apresentados dizem respeito às médias e volatilidades ponderadas pelo montante do total dos fundos para cada uma das categorias/segmentos em análise (ASF, 2009).

Os resultados obtidos dos prémios de risco médios, ou seja as performances relativas, de cada produto, reforçam o impacto que a instabilidade económica e financeira teve sobre os produtos no ano de 2008 e 2011 apresentando valores negativos.

	Performances relativas							
	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
PLANOS DE POUPANÇA REFORMA - Não Ligados a Fundos de Investimento	1,17%	0,00%	-0,73%	1,22%	1,35%	-0,43%	-0,02%	1,06%
SEGUROS LIGADOS A FUNDOS DE INVESTIMENTO	3,26%	-0,12%	-22,88%	16,34%	2,43%	-9,82%	11,34%	5,80%
FUNDOS DE INVESTIMENTO - MOBILIÁRIO	4,84%	-0,35%	-26,43%	14,29%	-0,87%	-6,99%	7,76%	4,17%
FUNDOS DE INVESTIMENTO - IMOBILIÁRIO	1,03%	0,46%	-1,28%	-5,34%	-0,21%	-4,28%	-3,13%	-7,92%

Tabela 6 – Performances Relativas

¹ RENTABILIDADE MÉDIA DE PRODUTOS DE POUPANÇA INDIVIDUAL 2011.12

² RENTABILIDADE MÉDIA DE PRODUTOS DE POUPANÇA INDIVIDUAL 2013.12

Analisar as rendibilidades e a volatilidade permite quantificar a performance dos produtos alcançada ponderada pelo risco incorrido. Assim, com base nestes indicadores, foi utilizado o índice de Sharpe e o horizonte temporal considerado foi de 5 anos e de 8 anos, sendo as taxas de rendibilidade utilizadas as respetivas médias anuais. De acordo com o estudo realizado por Sharpe (1966), o rácio de Sharpe mede a rendibilidade obtida pelo fundo em excesso face à taxa de juro sem risco por unidade de risco. Se este rácio for elevado logo significa que o fundo tem um elevado retorno para o seu nível de risco e desta forma quanto maior for o rácio maior e melhor será a performance dessa estratégia. Este rácio é calculado através da seguinte fórmula:

$$IS = \frac{R_p - R_f}{\sigma_p} \tag{10}$$

R_p – Rendibilidade anualizada do fundo (ou portfólio)

R_f – Taxa de juro sem risco média no período analisado

δ_p – Desvio-padrão anualizado (volatilidade) das taxas de rendibilidade

Recorreu-se às taxas médias de rendibilidade dos depósitos a prazo para a taxa de juro sem risco.

O gráfico seguinte apresenta a relação entre a rendibilidade e o risco dos produtos em estudo, traduzido pelo índice de Sharpe.

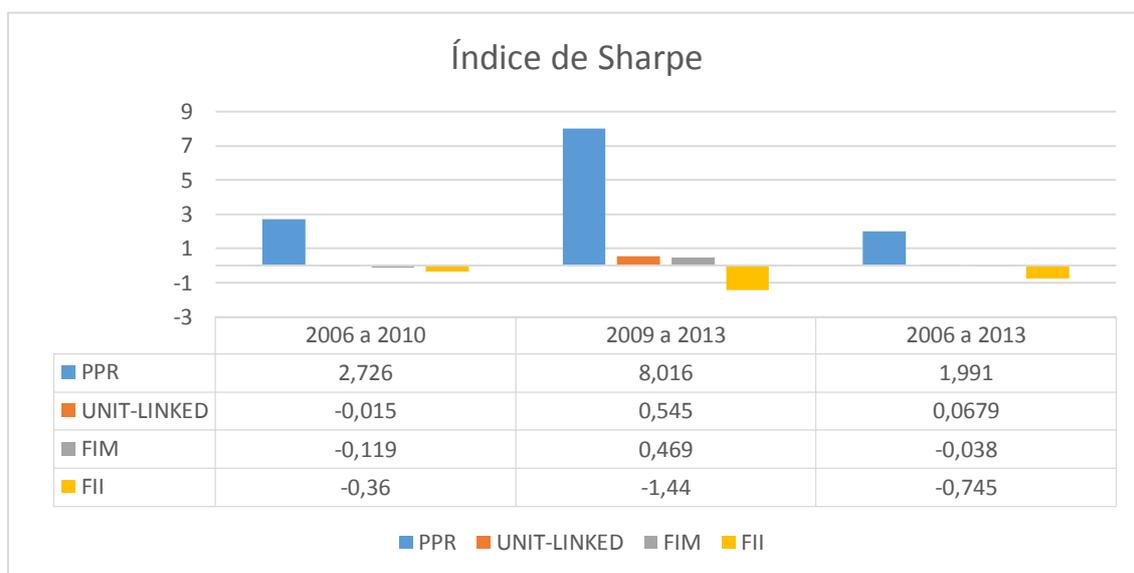


Gráfico 22 –Índice de Sharpe

Quanto maior for o índice de Sharpe, melhor será para o investidor. Logo os PPR's são os que oferecem um maior retorno face ao nível risco.

Conforme se verifica no gráfico 21 (em cima) no período de 2006 a 2010, os valores apurados para o índice de Sharpe variaram no intervalo entre -0,36 e 2,726 confirmando que apenas os PPR apresentaram níveis de rendibilidade superiores à taxa de juro sem risco. No período de 2009 a 2013 apenas os Fundos de Investimento – Imobiliário apresentaram valores negativos pelo que não tiveram um bom desempenho. Neste intervalo de tempo verificou-se que os PPR's atingiram um elevado índice de Sharpe justificado fundamentalmente pela baixa volatilidade associada a este produto.

Com o rácio de Sharpe conclui-se que os PPR's não ligados a fundos de investimento para além de apresentarem rentabilidades positivas e como o risco que está associado não é elevado foram, portanto, mais indicados para aforradores com o perfil passivo. Produtos como os Seguros ligados a Fundos de Investimento e os Fundos de Investimento – Mobiliário apresentam rentabilidades, em média, superiores mas com um risco acrescido sendo, então, mais indicados para aforradores com perfil ativo.

No gráfico abaixo comparam-se as taxas de rentabilidade médias anuais com os respetivos desvios padrão para os produtos analisados.

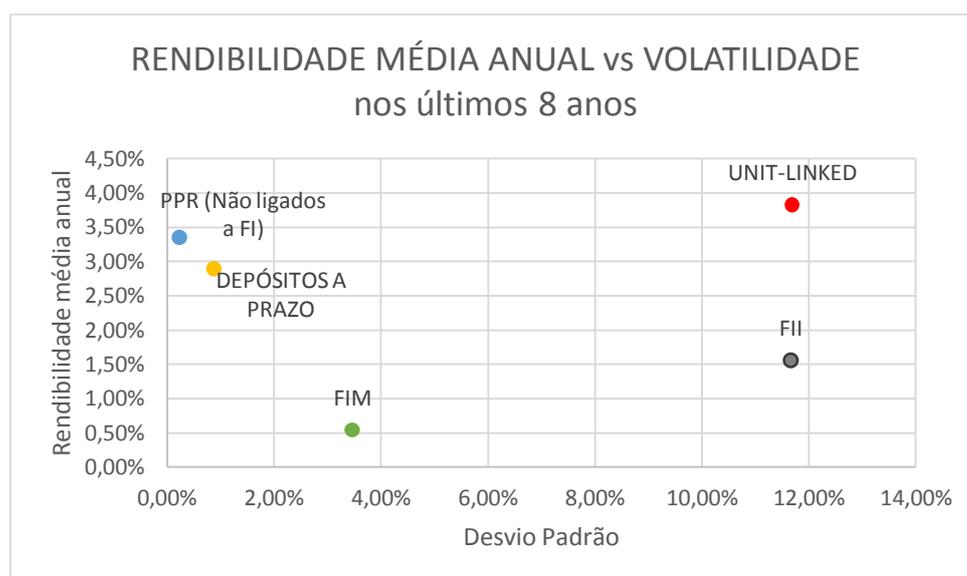


Gráfico 23 – Rendibilidade média anual vs Volatilidade

Em suma, e após esta análise, verificou-se que os Produtos Poupança-Reforma têm sido praticamente imunes às oscilações do mercado sendo portanto um importante atributo na gestão do aforro individual onde as necessidades de reembolso das poupanças podem aparecer a qualquer instante, nomeadamente em momentos de depressão dos mercados, quando os produtos mais expostos ao risco estão normalmente em fase de perda (Associação Portuguesa de Seguradores, 2014).

3. Conclusões

Tipicamente, os PPR's são caracterizados por um horizonte de investimento de longo prazo e desta forma analisou-se a performance dos mesmos em períodos que incluíram últimas crises financeiras.

A análise do desempenho dos produtos PPR foi alvo de comparação com os Seguros Ligados a Fundos de Investimento (*Unit-Linked*), Fundos de Investimento-Mobiliários (FIM) e os Fundos de Investimento – Imobiliário (FII). O período em análise foi segmentado por ciclos entre 2006 a 2013.

Desta forma, os PPR são aqueles que apresentaram um valor mais elevado de rendibilidade média anual no período de 2006 a 2010 e no período de 2009 a 2013 ressaltam os Seguros Ligados a Fundos de Investimento. Constatou-se ainda que os Fundos de Investimento-Imobiliário apresentam performances aquém do *benchmark* definido para avaliação do desempenho.

Uma vez que, um determinado nível de rendibilidade normalmente está associada a um determinado nível de risco, procurou-se analisar o excesso de rendimento face à taxa de juro sem risco ponderada pelo nível de risco incorrido através do Índice de Sharpe. Nos primeiros 5 anos (2006 a 2010), apenas os PPR apresentaram um índice de Sharpe positivo. Entre 2009 e 2013, os FIM registaram valores negativos juntamente com os FII. Tal significa que os PPR são os produtos menos voláteis em comparação com os restantes mas em contrapartida obtiveram menores rendibilidades sendo ultrapassados pelos Seguros Ligados a Fundos de Investimento.

Algumas Limitações do presente estudo e Pistas para Futura investigação

As rentabilidades obtidas de 2006 a 2009 limitaram o estudo dado não serem os dados reais do respetivo ano, ou seja, os presentes dados excluem produtos que entretanto já foram completamente eliminados do mercado pelo que seria interessante obter os dados reais de cada ano. O facto de apenas haver dados até 2013 impossibilitou analisar a performance dos produtos no último ano de 2014 que seria interessante para a análise.

Relativamente a pistas para futuras investigações destaca-se:

- Realização de um questionário que possibilite aferir os fatores mais relevantes na procura de produtos associados à Reforma;
- Realizar uma análise de rendibilidades diversificando outros *benchmarks*;

Bibliografia

- Alexandre, F., Conraria, L. A., Bação, P., & Portela, M. 2011. *A poupança em Portugal*. Working Paper no. 29/2011. Obtido de <http://hdl.handle.net/1822/14452>
- Alves, N., & Cardoso, F. 2010. *A poupança das famílias em Portugal: evidência micro e macroeconómica*. Banco de Portugal, Boletim Económico, 16,4.
- Ando, A., & Modigliani, F. 1963. The " life cycle" hypothesis of saving: Aggregate implications and tests. *The American Economic Review*, 53, 55-84. doi:10.1126/science.151.3712.867-a
- Associação Portuguesa de Seguradores. 2014. *Panorama do Mercado Segurador*. Lisboa: Zincode design.
- Astarita, C., Bauger, L., Fatica, S., Kalyva, A., Mourre, G., & Wöhlbier, F. December de 2014. Tax expenditures in direct taxation in EU Member States. *European Economy*. doi:10.2765/85725
- Autoridade de Supervisão de Seguros e Fundos de Pensões. 2009. *Relatório do Sector Segurador e Fundos de Pensões*. Lisboa: Propriedade e Edição.
- Autoridade de Supervisão de Seguros e Fundos de Pensões. 2014. *Relatório do Setor Segurador e dos Fundos de Pensões*. Lisboa: Propriedade e Edição.
- Barbosa, António P. 1997 - *Economia Pública*. McGraw-Hill. Lisboa. Pp. 59.
- Barr, N. 2005. *Labor Markets and Social Policy in Central and Eastern Europe*. Washington: World Bank.
- Bento, V. 2011. *Perceber a crise para encontrar o caminho* (2ª edição). Lisboa: bnomics.
- Cardoso, C., Barbosa, J., & Alves, R. D. 2013. *Inovar a Reforma*. Caixa Seguros e Saúde, SGPS, SA. doi:ISBN 978-989-20-3574-1
- Carroll, C., Sommer, M., & Slacalek, J. 2012. *Dissecting Saving Dynamics: Measuring Wealth, Precautionary, and Credit Effects*. IMF Working Papers n°12/219. doi:10.5089/9781475505696.001
- Carvalho, P. S. 1993. *Planos e Fundos de Pensões*. Lisboa: Texto Editora, Lda.
- Chetty, R., Friedman, J. N., Leth-Petersen, S., Nielsen, T. H., & Olsen, T. 2013. Active vs. Passive Decisions and Crowd-Out in Retirement Savings. *Quarterly Journal of Economics*
- DECO, P. 2004. *Saber investir (o guia prático da poupança)* (2ª ed.). Lisboa: Edideco, Lda.
- DECO, P. 2006. *À descoberta dos seguros: Conheça os seus direitos e opções* (3ª ed.). Editores, Lda.
- Duarte, J., & Ribeiro, A. 2012. *Preparar a Reforma - Estratégias de Investimentos a pensar no Futuro*. Lisboa: DECO PROTESTE, Editores, Lda.
- Eckel, C. C., & Grossman, P. J. 2008. Differences in the economic decisions of men and women: Experimental evidence. *Handbook of experimental economics results*, 1, 509-519.

Friedman, M. D. 1957. Introduction to " *A Theory of the Consumption Function*". Princeton University Press, Princeton. doi:ISBN 0691041822

Garcia, M. T. 2005. *A Poupança e os Sistemas de Pensões*. Coimbra: EDIÇÕES ALMEDINA, S.A. Obtido de ISBN 978-972-40-5185-7

Holzmann, R., & Hinz, R. 2005. *Old-Age Income Support in the 21st Century: An International Perspective on Pension Systems and Reform*. Washington, D.C.: The World Bank.

Jianakoplos, N. A., & Bernasek, A. 1998. Are women more risk averse?. *Economic inquiry*, 36(4), 620.

Keynes, J. M. 1936. The General Theory of Employment Interest and Money. The Collected Writings of John Maynard Keynes Vol. VII. *Journal Of The Czech Geological Society*, 161-172.

Kirsanova, T. and J. Sefton. 2007. A Comparison of National Saving Rates in the UK, US and Italy. *European Economic Review*, 51, 1998 - 2028

Lewis, S., & Messy, F. A. 2012. Financial Education, Savings and Investments: An Overview (No. 22). *OECD Publishing*.

Modigliani, F., & Brumberg, R. 1954. Utility Analysis and the Consumption Function: An Interpretation of Cross-Section Data. *Post Keynesian Economics*, 6, 388-436. doi:ISBN 0262131501

Murteira, M. C. 1995. *O financiamento das pensões de reforma*. Universidade de Coimbra. Faculdade de Economia.

Orszag, M., & Snower, D. 1999. Expanding the Welfare System: A Proposal for Reform. Em M. Buti, D. Franco, & L. Pench, *The Welfare State in Europe: Challenges and Reforms* (pp. 116-117). UK: Edward Elgar Publishing Limited.

Saldanha, E., Marques, L. 2001. *Sistemas de Financiamento da Segurança Social*. Trabalho Mestrado. Instituto Superior de Economia e Gestão.

Sharpe, W. 1966. Mutual Fund Performance. *Journal of Business*, 119-138.

Silva, C. P. 2002. *Pensões: Repartição e Capitalização*. Conferência proferida na Faculdade de Economia . U.Porto.

Teixeira, Paulino. 1992. *O Rendimento Nacional e a Segurança Social*. Department of Economics – University of South Carolina. Pp. 97-99.

Legislação

Decreto n° 8/2015, de 14 de janeiro de 2015 – Altera o Decreto -Lei n.º 187/2007, de 10 de maio (Online). Disponível em: www4.segsocial.pt/documents/10152/9558405/DL_8_2015.pdf, de 14 de janeiro de 2015

Anexos

Anexo 1

	2006	%	2007	%	2008	%	2009	%
PPR NÃO LIGADOS A FUNDOS DE INVESTIMENTO	306	100,0%	309	100,0%	361	100,0%	421	100,0%
EM COMERCIALIZAÇÃO	17	5,6%	32	10,4%	39	10,8%	53	12,6%
FORA DE COMERCIALIZAÇÃO	289	94,4%	277	89,6%	322	89,2%	368	87,4%
	2010	%	2011	%	2012	%	2013	%
NÃO LIGADOS A FUNDOS DE INVESTIMENTO	466	100,0%	486	100,0%	513	100,0%	564	100,0%
EM COMERCIALIZAÇÃO	50	10,7%	65	13,4%	57	11,1%	47	8,3%
FORA DE COMERCIALIZAÇÃO	416	89,3%	421	86,6%	456	88,9%	517	91,7%

Tabela 7- Nº de Produtos de PPR Não ligados a Fundos de Investimento

Anexo 2

	2006	%	2007	%	2008	%	2009	%
SEGUROS LIGADOS A FUNDOS DE INVESTIMENTO	134	100,0%	245	100,0%	434	100,0%	536	100,0%
EM COMERCIALIZAÇÃO	62	46,3%	136	55,5%	262	60,4%	309	57,6%
FORA DE COMERCIALIZAÇÃO	72	53,7%	109	44,5%	172	39,6%	227	42,4%
	2010	%	2011	%	2012	%	2013	%
SEGUROS LIGADOS A FUNDOS DE INVESTIMENTO	662	100,0%	715	100,0%	685	100,0%	441	100,0%
EM COMERCIALIZAÇÃO	371	56,0%	394	55,1%	377	55,0%	131	29,7%
FORA DE COMERCIALIZAÇÃO	291	44,0%	321	44,9%	308	45,0%	310	70,3%

Tabela 8 – Nº Produtos de Seguros Ligados a Fundos de Investimento

Anexo 3

	2006	%	2007	%	2008	%	2009	%
FUNDOS DE INVESTIMENTO - MOBILIÁRIO	200	100,0%	202	100,0%	198	100,0%	177	100,0%
FIM TESOURARIA	21	10,5%	23	11,4%	23	11,6%	17	9,6%
FIM OBRIGAÇÕES	39	19,5%	40	19,8%	39	19,7%	36	20,3%
FIM AÇÕES	46	23,0%	53	26,2%	55	27,8%	52	29,4%
FIM POUPANÇA	42	21,0%	46	22,8%	48	24,2%	47	26,6%
FIM OUTROS	52	26,0%	40	19,8%	33	16,7%	25	14,1%
	2010	%	2011	%	2012	%	2013	%
FUNDOS DE INVESTIMENTO - MOBILIÁRIO	176	100,0%	177	100,0%	161	100,0%	206	100,0%
FIM TESOURARIA	18	11,5%	16	9,0%	16	9,9%	17	8,3%
FIM OBRIGAÇÕES	35	19,7%	32	18,1%	29	18,0%	29	14,1%
FIM AÇÕES	51	29,0%	56	31,6%	47	29,2%	48	23,3%
FIM POUPANÇA	45	25,1%	45	25,4%	44	27,3%	38	18,4%
FIM OUTROS	27	14,8%	28	15,8%	25	15,5%	74	35,9%

Tabela 9 – Nº Produtos de Fundos de Investimento – Mobiliário

Anexo 4

	2006	%	2007	%	2008	%	2009	%
FUNDOS DE INVESTIMENTO - IMOBILIÁRIO	20	100,0%	20	100,0%	20	100,0%	22	100,0%
FII ABERTOS	11	55,0%	11	55,0%	11	55,0%	13	59,1%
FII FECHADOS	9	45,0%	9	45,0%	9	45,0%	9	40,9%

	2010	%	2011	%	2012	%	2013	%
FUNDOS DE INVESTIMENTO - IMOBILIÁRIO	24	100,0%	24	100,0%	513	100,0%	24	100,0%
FII ABERTOS	12	50,0%	12	50,0%	57	11,1%	12	50,0%
FII FECHADOS	12	50,0%	12	50,0%	456	88,9%	12	50,0%

Tabela 10 – Nº Produtos de Fundos de Investimento - Imobiliário

Anexo 5

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Desvio Padrão
FUNDOS DE INVESTIMENTO - MOBILIÁRIO	7,34%	3,31%	-22,24%	16,39%	0,94%	-3,40%	10,89%	6,33%	11,66%
FIM TESOURARIA	1,64%	2,00%	-0,48%	1,62%	0,48%	1,58%	3,78%	1,65%	1,22%
FIM OBRIGAÇÕES	0,75%	0,30%	-6,29%	3,95%	0,09%	-1,39%	14,95%	3,41%	6,12%
FIM AÇÕES	16,16%	5,79%	-43,13%	28,79%	4,08%	2,39%	11,99%	11,77%	21,08%
FIM POUPANÇA	11,17%	5,21%	-20,83%	17,59%	-3,66%	-9,67%	10,14%	10,01%	12,85%
FIM UTROS	4,09%	1,64%	-23,51%	16,32%	4,23%	-10,02%	9,97%	3,12%	12,32%

	Média de 2006 a 2010 (5 anos)	Média de 2009 a 2013 (5 anos)	Média de 2006 a 2013 (8 anos)
FUNDOS DE INVESTIMENTO - MOBILIÁRIO	1,148%	6,231%	2,445%
FIM TESOURARIA	1,052%	1,822%	1,534%
FIM OBRIGAÇÕES	-0,242%	4,202%	1,971%
FIM AÇÕES	2,338%	11,804%	4,730%
FIM POUPANÇA	1,896%	4,882%	2,496%
FIM OUTROS	0,553%	4,726%	0,730%

Tabela 11 – Taxas de rentabilidades médias anuais dos Fundos de Investimento – Mobiliário

Anexo 6

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Desvio Padrão
FUNDOS DE INVESTIMENTO - IMOBILIÁRIO	3,54%	4,13%	2,92%	-3,24%	1,60%	-0,69%	0,00%	-5,76%	3,46%
FII ABERTOS	4,11%	4,10%	4,06%	1,85%	2,80%	2,40%	0,07%	-1,68%	2,10%
FII FECHADOS	2,83%	4,16%	1,51%	-10,59%	0,39%	-3,78%	-0,07%	-9,84%	5,62%

	Média de 2006 a 2010 (5 anos)	Média de 2009 a 2013 (5 anos)	Média de 2006 a 2013 (8 anos)
FUNDOS DE INVESTIMENTO - IMOBILIÁRIO	1,788%	-1,617%	0,311%
FII ABERTOS	3,384%	1,088%	2,213%
FII FECHADOS	-0,339%	-4,777%	-1,923%

Tabela 12 – Taxas de rentabilidade médias de Fundos de Investimento - Imobiliário

Anexo 7

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Média dos últimos 3 anos	Média dos últimos 5 anos	Média dos últimos 8 anos
PSI 20	29,92%	16,27%	-51,29%	33,47%	-10,34%	-27,60%	2,93%	15,98%	-2,90%	2,89%	1,17%
TAXA DE INFLAÇÃO	3,11%	2,45%	2,59%	-0,83%	1,40%	3,65%	2,78%	0,27%	2,24%	1,46%	1,93%
DEPÓSITOS A PRAZO (rentabilidade média)	2,5%	3,66%	4,19%	2,10%	1,81%	3,59%	3,13%	2,16%	2,96%	2,56%	2,89%

Tabela 13 – PSI 20, Taxa de inflação e Taxa de rentabilidade dos Depósitos a Prazo

Anexo 8

	Índice de Sharpe								
	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	
PLANOS DE POUPANÇA REFORMA - Não Ligados a Fundos de Investimento	5,158	-0,007	-3,210	5,367	5,951	-1,896	-0,088	4,655	
EM COMERCIALIZAÇÃO	2,523	-0,313	-3,173	1,665	1,369	-0,974	-1,345	1,531	
FORA DE COMERCIALIZAÇÃO	5,509	0,065	-3,045	6,032	6,784	-2,012	0,234	5,109	

Tabela 14 – Índice de Sharpe PPR – Não Ligados a Fundos de Investimento

Anexo 9

	Índice de Sharpe								
	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	
SEGUROS LIGADOS A FUNDOS DE INVESTIMENTO	0,279	-0,010	-1,958	1,398	0,208	-0,840	0,931	0,496	
EM COMERCIALIZAÇÃO	0,243	0,079	-2,083	1,392	0,558	-0,826	0,541	0,419	
FORA DE COMERCIALIZAÇÃO	0,262	-0,135	-1,576	1,308	-0,310	-0,810	1,533	0,538	

Tabela 15- Índice de Sharpe Seguros Ligados a Fundos de Investimento

Anexo 10

	Índice de Sharpe								
	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	
FUNDOS DE INVESTIMENTO - MOBILIÁRIO	0,415	-0,030	-2,267	1,226	-0,075	-0,599	0,666	0,357	
FIM TESOURARIA	-0,074	-1,364	-3,824	-0,392	-1,090	-1,646	0,529	-0,416	
FIM OBRIGAÇÕES	-0,150	-0,550	-1,713	0,302	-0,281	-0,815	1,933	0,205	
FIM AÇÕES	1,172	0,101	-2,245	1,266	0,108	-0,057	0,421	0,456	
FIM POUPANÇA	0,744	0,121	-1,948	1,205	-0,426	-1,032	0,546	0,611	
FIM OUTROS	0,136	-0,164	-2,249	1,155	0,196	-1,105	0,556	0,078	

Tabela 16 – Índice de Sharpe Fundos de Investimento Mobiliário

Anexo 11

	Índice de Sharpe							
	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
FUNDOS DE INVESTIMENTO - IMOBILIÁRIO	0,298	0,1343	-0,3682	-1,5415	-0,0606	-1,2357	-0,9034	-2,2873
FII ABERTOS	0,464	0,2082	-0,0615	-0,1180	0,4715	-0,5647	-1,4592	-1,8303
FII FECHADOS	0,095	-0,6092	-0,7299	-0,4793	-0,3180	-0,6762	-0,5573	-0,4825

Tabela 17 – Índice de Sharpe Fundos de Investimento Imobiliário

Fonte: Segurdata Aps

Anexo 12

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Média dos últimos 3 anos	Média dos últimos 5 anos	Média dos últimos 8 anos	Desvio padrão
PSI 20	29,92%	16,27%	-51,29%	33,47%	-10,34%	-27,60%	2,93%	15,98%	-2,90%	2,89%	1,17%	29,36%
TAXA DE INFLAÇÃO	3,11%	2,45%	2,59%	-0,83%	1,40%	3,65%	2,78%	0,27%	2,24%	1,46%	1,93%	1,53%
DEPÓSITOS A PRAZO	2,5%	3,66%	4,19%	2,10%	1,81%	3,59%	3,13%	2,16%	2,96%	2,56%	2,89%	0,87%

Tabela 18 – Rentabilidades PSI 20, Taxa de Inflação e Depósitos a Prazo

Anexo 13

	2013		Média dos últimos 3 anos		Média dos últimos 5 anos		Média dos últimos 8 anos					
	Nº	Rank.	Nº	Rank.	Nº	Rank.	Nº	Rank.				
SEGURADORES	1 077	5,18%	889	4,56%	724	3,90%	424	3,26%				
PLANOS DE POUPANÇA REFORMA	627	3,22%	506	3,21%	429	3,15%	303	3,33%				
PPR - SEGUROS NÃO LIGADOS A FI	564	3,22%	9	448	3,14%	7	380	3,21%	8	284	3,40%	1
PPR - SEGUROS LIGADOS A FI	63	3,28%	8	58	3,78%	4	49	2,67%	9	19	2,11%	8
SEGUROS LIGADOS A FI	441	7,96%	3	374	6,41%	1	288	7,13%	2	115	3,09%	2
FUNDOS DE PENSÕES ABERTOS LIGADOS A FI	9	5,42%		9	3,03%		7	2,79%		6	1,17%	
FPA LIGADOS A FI - PPR	6	6,24%	4	6	2,57%	12	4	3,69%	5	4	0,84%	12
FPA LIGADOS A FI - OUTROS	3	3,78%	6	3	3,95%	3	3	1,59%	14	2	1,43%	10
SOC. GESTORAS DE FUNDOS DE INVESTIMENTO	200	2,92%		-0,42%		-0,87%		0,46%				
FUNDOS DE INVESTIMENTO MOBILIÁRIO	176	6,33%		146	2,40%		136	4,85%		103	0,55%	
FIM TESOURARIA	17	1,65%	16		n.a.		n.a.			n.a.		
MERCADO MONETÁRIO EURO	4	1,11%										
TESOURARIA EURO	13	1,82%										
FIM OBRIGAÇÕES	29	3,41%	7	22	4,84%	2	20	3,76%	4	14	2,36%	7
OBRIGAÇÕES TAXA INDEXADA EURO	13	3,77%		12	4,55%		11	3,20%		9	1,26%	
OBRIGAÇÕES TAXA FIXA EURO	15	3,33%		9	5,73%		8	4,83%		5	4,26%	
OBRIGAÇÕES INTERNACIONAIS	1	0,00%		1	0,00%		1	0,00%			n.a.	
FIM AÇÕES	48	11,77%	1	43	2,36%	13	42	7,43%	1	37	-0,25%	15
AÇÕES NACIONAIS	7	25,13%		6	0,07%		6	3,14%		6	-1,81%	
AÇÕES UE, SUIÇA E NORUEGA	16	10,17%		16	3,42%		15	7,03%		14	-0,49%	
AÇÕES AMÉRICA DO NORTE	5	18,59%		5	8,09%		5	12,21%		5	1,59%	
AÇÕES SECTORIAIS	6	20,55%		6	5,52%		6	7,13%		3	0,01%	
OUTROS DE AÇÕES INTERNACIONAIS	14	0,71%		10	-2,72%		10	8,38%		9	-0,04%	
FIM POUPANÇA	38	10,01%	2	38	2,76%	11	36	3,68%	6	34	0,95%	11
POUPANÇA AÇÕES	8	32,29%		8	1,88%		8	4,65%		8	-0,77%	
POUPANÇA REFORMA *	30	4,07%		30	2,99%		28	3,40%		26	1,51%	
FIM OUTROS	44	3,12%	10	43	1,27%	15	38	3,96%	3	18	0,06%	14
MISTOS PREDOMINANTEMENTE OBRIG.	7	3,98%		1	2,96%		1	3,59%		1	1,66%	
MISTOS PREDOMINANTEMENTE AÇÕES	5	7,26%		4	2,00%		4	4,08%		4	-0,23%	
FUNDOS PREDOMINANTEMENTE OBRIG.	5	3,32%		4	2,43%		4	4,57%		4	1,42%	
FUNDOS MISTOS	6	6,93%		6	2,54%		6	6,55%		4	1,32%	
FUNDOS PREDOMINANTEMENTE AÇÕES	5	7,82%		5	1,92%		5	8,35%		3	-0,48%	
FUNDOS ESPECIAIS	16	3,05%		23	1,26%		18	4,68%		2	-5,21%	
FUNDOS DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO	24	-5,76%	18	24	-2,73%	17	24	-2,42%	16	18	-0,52%	16
FII ABERTOS	12	-1,68%		12	0,22%		12	0,83%		9	1,79%	
FII FECHADOS	12	-9,84%		12	-5,68%		12	-5,66%		9	-2,87%	
SOCIEDADES GESTORAS DE FUNDOS DE PENSÃO	29	5,78%		29	3,72%		20	3,47%		15	1,93%	
FUNDOS DE PENSÕES ABERTOS	29	5,78%	5	29	3,72%	5	20	3,47%	7	15	1,93%	9
FPA - CATEGORIA A	8	4,17%		8	4,34%		5	2,15%		2	1,27%	
FPA - CATEGORIA B	7	4,07%		7	3,42%		5	2,77%		4	2,02%	
FPA - CATEGORIA C	9	6,06%		9	3,84%		8	4,09%		8	1,99%	
FPA - CATEGORIA D E OUTROS	5	10,26%		5	2,92%		2	6,05%		1	2,26%	
BANCOS	n.a.			n.a.			n.a.			n.a.		
DEPÓSITOS A PRAZO - NOVAS OPERAÇÕES		2,16%	15		2,96%	8		2,56%	11		2,89%	3
DEPÓSITOS A PRAZO - NOVAS OP. ATÉ 1 ANO		2,13%			2,88%			2,47%			2,84%	
DEPÓSITOS A PRAZO ATÉ 2 ANOS		2,49%	13		2,87%	10		2,53%	12		2,65%	4
DEPÓSITOS A PRAZO MAIS DE 2 ANOS		3,08%	11		2,88%	9		2,60%	10		2,61%	5
RESPONSABILIDADES À VISTA		0,07%	17		0,09%	16		0,08%	15		0,13%	13
ESTADO												
CERTIFICADOS DE REFORMA		3,04%	12		3,14%	6		3,55%			n.a.	
CERTIFICADOS DE AFORRO (Série C)		2,33%	14		1,63%	14		1,85%	13		2,40%	6

Tabela 19- MÉDIAS DAS TAXAS DE RENTABILIDADES

Anexo 14

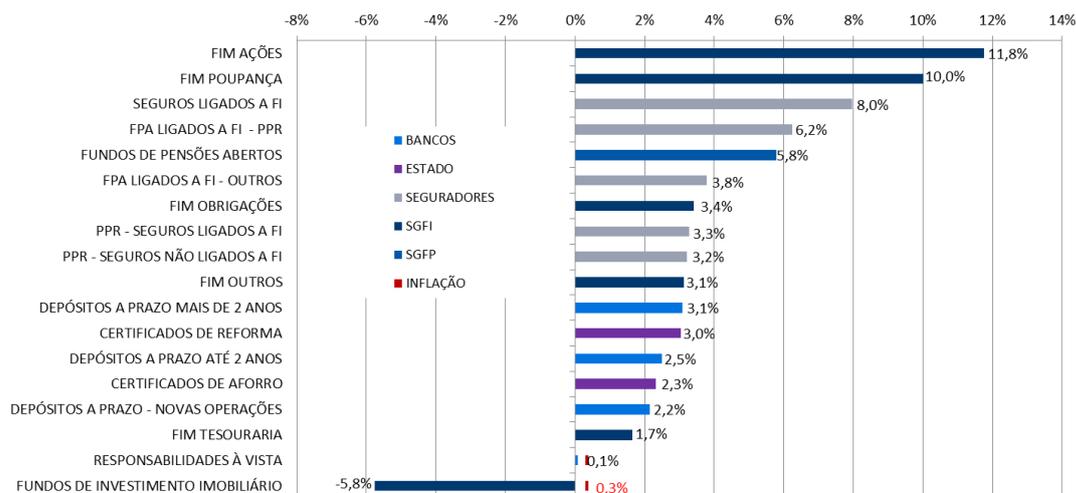


Gráfico 24 - TAXAS DE RENTABILIDADE - 2013

Anexo 15

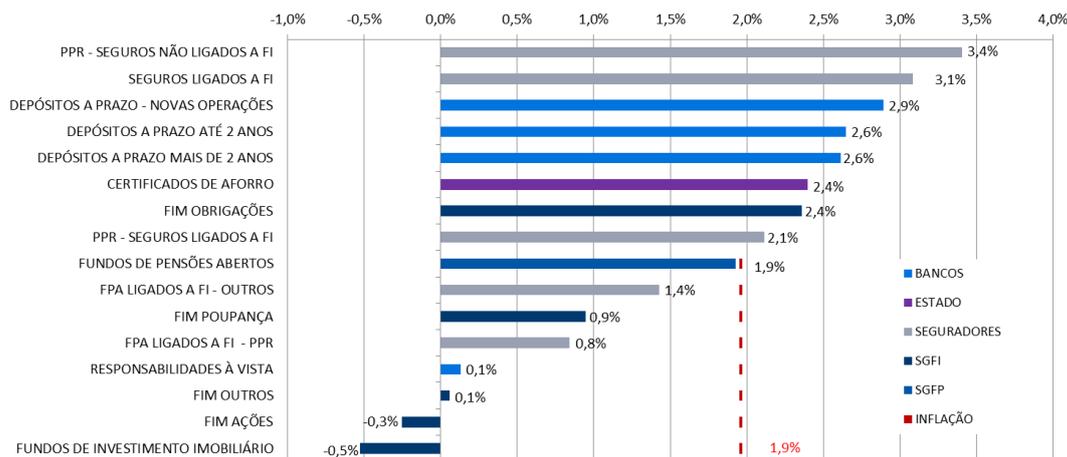


Gráfico 25 - TAXAS DE RENTABILIDADE MÉDIAS ANUAIS - 2006/2013 (8 anos)

Avaliação da poupança – Rendibilidade dos Planos Poupança-Reforma face aos instrumentos tradicionais

Anexo 16

	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013 (e)
U.: valores em milhares de euros																									
1. Contribuições anuais	18 236	46 537	87 157	126 036	135 119	238 668	373 832	478 348	652 669	938 154	842 511	1 077 364	1 137 175	1 300 794	1 497 774	1 714 164	1 961 288	1 698 221	2 465 855	3 144 816	3 251 275	1 305 540	1 122 508	1 548 481	
Var. %	---	155,2%	87,3%	44,6%	7,2%	76,6%	56,6%	28,0%	36,4%	43,7%	-10,2%	27,9%	5,6%	14,4%	15,1%	14,4%	14,4%	-13,4%	45,2%	27,5%	3,4%	-59,8%	-14,0%	37,9%	
Não ligados a fundos de investimento	n.d.	796 036	1 022 624	1 096 382	1 253 704	1 356 720	1 441 808	1 509 375	1 264 290	1 899 343	2 726 103	3 027 086	1 206 686	1 064 989	1 500 982										
Ligados a fundos de investimentos	n.d.	46 475	54 739	40 793	47 090	141 054	272 356	451 913	433 930	566 512	418 713	224 189	98 854	57 519	47 499										
% Ramo Vida	5,3%	9,9%	14,0%	15,3%	12,5%	14,0%	17,1%	21,0%	22,3%	25,0%	22,2%	24,0%	24,9%	24,1%	24,0%	18,8%	22,4%	18,1%	22,4%	30,3%	26,7%	17,3%	16,2%	16,7%	
% Total da Actividade	1,3%	2,6%	4,0%	4,8%	4,3%	6,1%	8,1%	9,9%	11,6%	14,0%	11,9%	13,5%	13,5%	13,8%	14,3%	12,8%	14,9%	12,3%	16,1%	21,7%	19,9%	11,2%	10,3%	11,8%	
2. Número de pessoas seguras	n.d.	31 619	63 465	91 162	127 176	166 378	244 005	381 913	473 883	605 687	737 760	919 441	1 030 688	1 271 685	1 448 072	1 515 104	1 808 797	2 014 876	2 107 656	2 353 620	2 613 156	2 461 358	2 286 348		
Contribuições /pessoa segura (em euros)	---	1 472	1 373	1 383	1 062	1 434	1 532	1 253	1 377	1 549	1 142	1 172	1 103	1 023	1 034	1 131	1 084	843	1 170	1 336	1 244	530	491		
3. Regime fiscal das entregas																									
- A abater ao rendimento colectável (máxima)																									
% do rendimento total bruto agregado	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%															
Valor máximo / sujeito passivo	2 493,99	2 493,99	2 493,99	2 493,99	2 493,99	1 246,99	1 309,34	1 995,19	2 045,07	2 084,98															
- A deduzir à colecta (% do valor aplicado):																									
até 34 anos											25%	25%	27,50%	27,50%	27,50%	27,50%	---	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%
35 a 50 anos											25%	25%	26,25%	26,25%	26,25%	26,25%	---	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%
Mais de 50 anos											25%	25%	25,00%	25,00%	25,00%	25,00%	---	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%
com o máximo do menor valor:																									
% do rendimento total bruto agregado																									
até 34 anos											5%	5%	5%	5%	5%	5%	---								
35 a 50 anos											531,71	544,69	617,27	713,28	727,55	727,55	---	400,00	400,00	400,00	400,00	400,00	400,00	400,00	400,00
Mais de 50 anos											532,71	544,69	589,21	680,86	694,48	694,48	---	350,00	350,00	350,00	350,00	350,00	350,00	350,00	350,00
Mais de 50 anos											533,71	544,69	561,15	648,44	661,41	661,41	---	300,00	300,00	300,00	300,00	300,00	300,00	300,00	300,00

Tabela 20 - A evolução dos planos de poupança reforma (sob a forma de seguros)

Anexo 17

4. Legislação / Regulação	
1989	Regime jurídico dos PPR - Planos de Poupança-Reforma - DECRETO-LEI Nº 205/89, de 27/06
1990	Regras específicas da composição dos activos dos FPR - DECRETO-LEI Nº 145/90, de 7/05
1995	Regulamenta para o ramo Vida as condições de exercício da actividade seguradora - NORMA Nº 16/1995-R, de 12/09
1999	Regime jurídico dos PPE - Planos de Poupança-Educação - DECRETO-LEI Nº 357/99, de 15/09
2002	Novo regime jurídico dos PPR, PPE, PPR/E - DECRETO-LEI Nº 158/02, de 2/07 Adequação das regras de composição dos activos - PORTARIA Nº 1451/2002, de 11/10 Limites anuais a que fica sujeito o reembolso - PORTARIA Nº 1452/2002, de 11/11 Regulamentação do reembolso - PORTARIA Nº 1452/2002, de 11/11
2003	Fundos de poupança constituídos sob a forma de fundo autónomo - NORMA Nº 5/2003-R, de 12/02
2009	Divulgação de informação sobre comissões e rendibilidade - NORMA Nº 15/2008, de 4/12 Fixa limites de comissões de transferência e define requisitos de divulgação - DECRETO-LEI Nº 125/2009, de 22/05 Regulamentação do DL 125/2009 - NORMA Nº 11/2009, de 30/7
2012	Permite o reembolso do valor de planos de poupança para pagamento de prestações de crédito à habitação - DECRETO-LEI Nº 57/2012, de 9/11 Regulamenta o reembolso do valor dos PPR - PORTARIA nº 432-D/2012, de 31/12
	Procede à terceira alteração ao Decreto-Lei nº 158/2002, de 2 de julho, permitindo o reembolso do valor de planos de poupança para pagamento de contratos de crédito à habitação - LEI Nº 44/2013, de 3 /7

Tabela 21 - A evolução dos planos de poupança reforma (sob a forma de seguros)