



Instituto Superior de Economia e Gestão
UNIVERSIDADE TÉCNICA DE LISBOA

UNIVERSIDADE TÉCNICA DE LISBOA

INSTITUTO SUPERIOR DE ECONOMIA E GESTÃO

MESTRADO EM FINANÇAS

PRODUTOS DE POUPANÇA: UMA ANÁLISE COMPARATIVA

Cátia Raquel das Neves Lopes

Orientação: Professora Doutora Maria Teresa Medeiros Garcia

Juri:

Presidente:

Vogais:

Setembro 2011

Índice Geral

1. Introdução.....	4
2. Enquadramento teórico	6
2.1. Teoria Keynesiana	6
2.2. Hipótese do ciclo de vida.....	7
Implicações do modelo de ciclo de vida na política económica.....	8
2.3. Teoria do rendimento permanente	9
2.4. Literacia Financeira	10
2.5. Riscos associados à poupança para a reforma	11
3. Poupança em Portugal	13
3.1. Taxa de Poupança	13
3.2. Quem poupa em Portugal?.....	15
3.3. O comportamento da taxa de poupança ao longo do ciclo de vida.....	16
3.4. Factores explicativos da evolução da taxa de poupança em Portugal	17
3.5. As políticas de estímulo à poupança.....	19
4. Produtos de poupança	20
4.1. Depósitos a prazo.....	20
4.2. Instrumentos de Dívida	20
4.3. Certificados de Reforma	21
4.4. Planos Poupança	21
4.5. Seguros de Capitalização	21
4.6. Fundos de investimento	22
4.7. Fundos de Pensões	22

5.	<i>Análise Comparativa</i>	23
5.1.	Metodologia e Dados	23
5.3.	Resultados	24
6.	<i>Conclusões</i>	28
7.	<i>Referências Bibliográficas</i>	29
8.	<i>Anexos</i>	32

1. Introdução

Este trabalho tem como principal objectivo verificar a existência de políticas de incentivo à poupança em Portugal.

A importância de estudar esta questão surge devido à problemática da sustentabilidade do sistema de pensões da segurança social¹ e à queda da taxa de poupança que se tem verificado nos últimos anos em Portugal.

É por isso necessário averiguar que políticas existem na actualidade para fazer face a estas questões, quais as razões da ineficácia dessas políticas, caso elas existam e verificar que medidas deveriam ser tomadas para solucionar estes problemas, tornando assim a economia portuguesa mais competitiva e sustentável no longo prazo.

A análise deste trabalho irá se focalizar no estudo e comparação dos principais produtos financeiros, no sentido de verificar a existência de incentivos que estimulem e fomentem a criação de poupança. Para tal irão ser analisadas as rendibilidades anuais reais no período entre 2006 e 2010, dos vários produtos em estudo, sendo utilizado como benchmark o índice PSI-20.

Para além das possíveis rendibilidades geradas por estes produtos, é necessário analisar também uma das grandes questões, pouco estudadas até à actualidade, a falta de literacia financeira.

Esta questão é de extrema importância, não só pelo seu impacto nas tomadas de decisão necessárias ao longo da vida do indivíduo, mas também para fornecer ao indivíduo o conhecimento necessário para efectuar um planeamento de poupança eficaz e equilibrado, que permita não só se precaver contra qualquer necessidade de liquidez que tenha, mas também manter o seu nível de vida num cenário pós-reforma.

Este trabalho encontra-se dividido em duas partes: a primeira constituído pelos capítulos 2 e 3, com carácter mais teórico, onde se apresentam efectua o enquadramento teórico e contextualização da poupança em Portugal; na segunda parte, composta pelos capítulos 4 e 5, são retratado os produtos de poupança e é efectuada a análise dos mesmos.

¹ Carlos Manuel Pereira da Silva & Maria Teresa Medeiros Garcia, 2004. "The Financial Sustainability of the Portuguese Social Security System," The Geneva Papers on Risk and Insurance - Issues and Practice, Palgrave Macmillan Journals, vol. 29(3), pages 417-439, July.

No capítulo 2 é efectuado um enquadramento teórico sobre evolução das teorias do consumo, no sentido de compreender o mecanismo e problemática da poupança.

É ainda referido neste capítulo a importância da literacia financeira nas decisões de consumo e poupança ao longo da vida do indivíduo, particularmente no planeamento para a sua reforma, e também os riscos associados a essa mesma poupança para a reforma.

No capítulo 3 é referido o valor da taxa de poupança em Portugal, desde 1999, qual o comportamento da taxa de poupança ao longo do ciclo de vida, e quais os factores explicativos da evolução da taxa de poupança em Portugal.

Este capítulo refere-se ainda ao estudo de quem poupa em Portugal e das políticas de estímulo à poupança.

No capítulo 4 são retratados os produtos de poupança que irão ser objecto de estudo neste trabalho.

No capítulo 5 procede-se à análise comparativa dos vários produtos financeiros e enunciação dos respectivos resultados.

Por último, revela-se as principais conclusões obtidas através da análise efectuada.

2. Enquadramento teórico

2.1. Teoria Keynesiana

As primeiras tentativas de modelação do comportamento individual e agregado de poupança foram fortemente influenciadas pelas ideias de Keynes (1936)², durante a Grande Depressão.

A ideia mais relevante desta teoria é a que a principal influência no consumo privado é o rendimento individual. Esta teoria centra-se na seguinte equação:

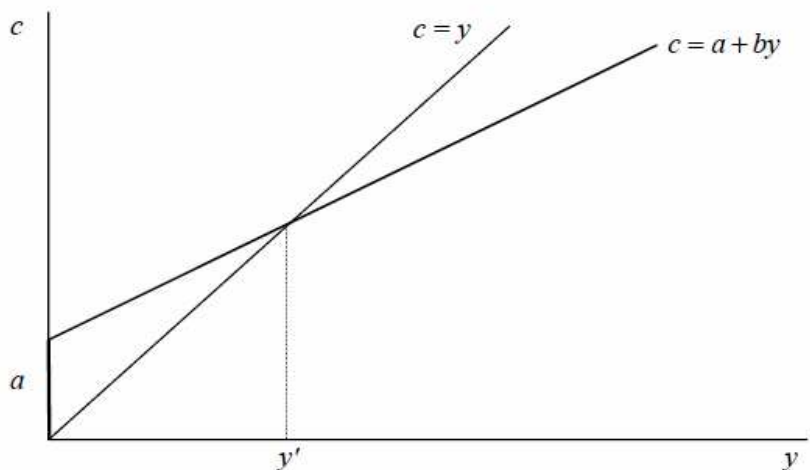
$$c = a + by, \quad a > 0, \quad 0 < b < 1$$

onde c é o consumo, y é o rendimento disponível, a é uma constante que engloba os custos de um particular de forma a garantir a sua sobrevivência, e b é a propensão marginal a consumir (MPC).

A propensão marginal a consumir é o montante consumido devido a um aumento de um dollar de rendimento. Segundo Keynes, o consumidor está disposto a aumentar o seu consumo à medida que o seu rendimento aumenta, mas numa proporção menor, ou seja, à medida que o rendimento aumenta, uma parte desse aumento é consumida e outra parte é canalizada para poupança.

O conceito de poupança descrito na teoria Keynesiana é exposto na figura 1, onde podemos verificar que quando o consumo de um indivíduo se encontra à esquerda de y' , o consumidor está a consumir acima do seu rendimento, criando um défice, quando o consumo está à direita de y' , o consumidor está a poupar, uma vez que consome menos do que o rendimento auferido.

Figura 1: Função Keynesiana do consumo

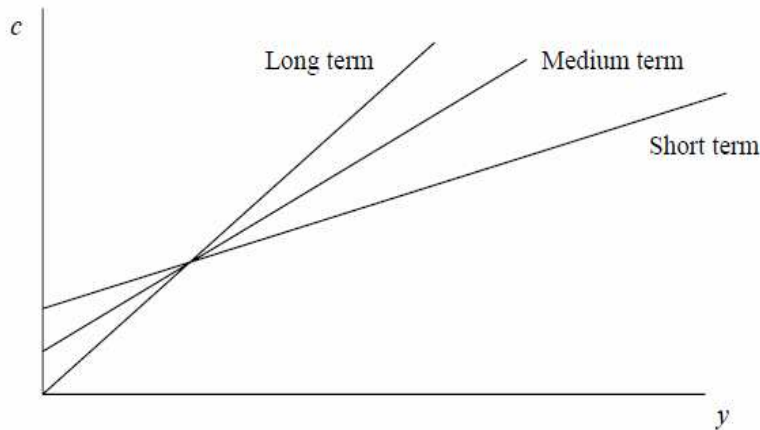


Fonte: Tim Miller (1996)

² Ver artigo “General Theory of Employment, Interest and Money”

Como podemos verificar através da figura 2, a análise dos dados no curto prazo é coerente com a teoria Keynesiana, no entanto, no longo prazo verifica-se que a variável autónoma a , tende para zero e a propensão marginal a consumir, tende para 1, contrariando a teoria keynesiana.

Figura 2: Consumo no curto e longo prazo



Fonte: Tim Miller (1996)

As críticas a esta teoria levaram ao desenvolvimento da Hipótese do Ciclo de Vida de Fraco Modigliani, com a colaboração de Albert Ando e Richard Brumberg (1950) e a teoria do rendimento permanente de Milton Friedman³ (1957), ambas tendo como base o modelo de comportamento do consumo, desenvolvido por Fisher, que afirma que o consumo depende do rendimento auferido durante toda a vida activa do consumidor.

2.2. *Hipótese do ciclo de vida*

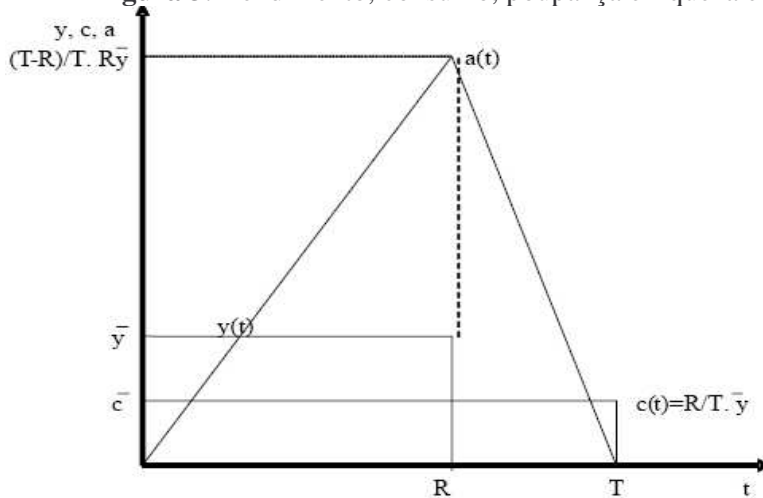
Admite que os consumidores racionais afectam o fluxo de rendimentos que auferem ao longo do seu período de vida activa, no sentido de otimizar um padrão de consumo constante ao longo de toda a vida.

Esta teoria põe em relevo o perfil do rendimento por idade, isto é, rendimento crescente ao longo da vida activa, sofrendo uma forte quebra no momento da reforma.

Uma vez que o consumidor deseja maximizar o seu consumo ao longo de toda a sua vida, mantendo-o constante, a poupança apresenta um papel fundamental no ajustamento desse consumo regular ao perfil do rendimento. Assim o consumidor irá acumular riqueza até à sua reforma (R), e consumir essa mesma riqueza acumulada durante o período pós-reforma ($T-R$), como podemos verificar através da figura 3.

³ “A Theory of the Consumption Function”

Figura 3: Rendimento, consumo, poupança e riqueza em função da idade



Fonte: Garcia, Maria Teresa Medeiros (2005)

Modelo de ciclo de vida generalizado

Modigliani (1986) sistematiza as diferentes situações provenientes da substituição das hipóteses simples por outras mais realistas, e ao mesmo tempo mostra a inalteração da natureza básica dos resultados do modelo.

Implicações do modelo de ciclo de vida na política económica

Implicações sobre políticas de estabilização de curto prazo:

O mecanismo monetário: atendendo a que a riqueza desempenha um papel importante na função consumo de curto prazo, a política monetária pode afectar a procura agregada não apenas através do canal tradicional do investimento, mas também através do valor de mercado dos activos e do consumo;

Impostos transitórios sobre o rendimento: tentativas de refrear (ou estimular) a procura através de impostos transitórios sobre o rendimento (ou reembolsos) poderão ter efeitos diminutos no consumo e baixar (ou aumentar) a poupança porque o consumo depende dos recursos da vida que são pouco afectados por uma variação do imposto transitório.

Implicações sobre políticas de longo prazo:

Impostos sobre o consumo: um imposto progressivo sobre o consumo é mais equitativo do que um imposto sobre o rendimento corrente dado que assim o imposto recai mais sobre o rendimento permanente (muito diferente dos seus efeitos de incentivo sobre a poupança);

Efeitos de curto e de longo prazo do financiamento do défice: as despesas financiadas por défice tendem a ser pagas pelas gerações futuras; as financiadas por impostos são pagas pela geração corrente. Esta conclusão assenta no pressuposto de que a poupança privada, sendo controlada por considerações do Ciclo de Vida, deveria ser (praticamente) independente da posição do orçamento do governo e, consequentemente, a riqueza privada deveria ser independente da dívida nacional.

2.3. Teoria do rendimento permanente

Esta teoria desenvolvida por Milton Friedman, complementa a hipótese do ciclo de vida, desenvolvida por Modigliani, no entanto, contraria esta hipótese relativamente ao rendimento auferido pelo consumidor, afirmando que o rendimento sofre variações temporárias e aleatórias, ao longo dos anos.

Assim, Friedman sugere que o rendimento (Y), é composto pela soma de duas variáveis, rendimento permanente (Y^P), que representa o rendimento médio auferido, e rendimento transitório (Y^T), que representa o desvio em relação a esse rendimento médio.

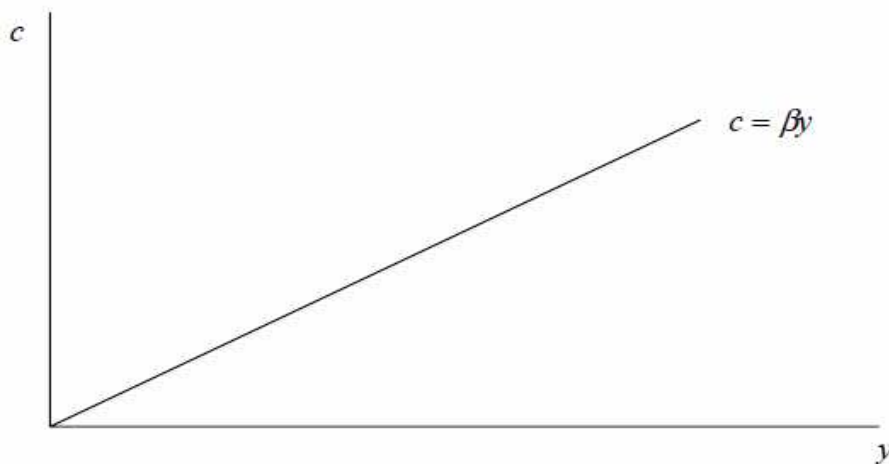
$$Y = Y^P + Y^T$$

No longo prazo, assume-se que o rendimento transitório tende para zero, e assim obtêm-se a seguinte função de consumo: $C = \beta y$, onde β representa a propensão marginal a consumir e y o rendimento permanente.

Como podemos concluir, através da análise da figura 4, no longo prazo β tende para um, uma vez que o consumidor irá consumir todo o rendimento auferido.

Esta conclusão permite preencher a lacuna deixada pela teoria Keynesiana relativamente aos dados observados no longo prazo, que contrariavam a sua teoria.

Figura 4: Função de consumo



Fonte: Tim Miller (1996)

2.4. *Literacia Financeira*

Ambas as teorias do Ciclo de Vida e Rendimento Permanente assumem implicitamente que o consumidor planeia o consumo e respectiva poupança com base nos recursos que obtém durante a sua vida activa.

No entanto é difícil compreender a discrepância que existe em termos de acumulação de riqueza, entre famílias com rendimentos e características semelhantes.

Existem vários estudos que concluíram que famílias com os mesmos padrões de rendimento, exibem valores de acumulação de riqueza muito díspares⁴.

Um dos aspectos comportamentais que os modelos de consumo não consideram, é que o planeamento para a reforma é uma tarefa complexa e que a maioria dos indivíduos não efectua correctamente esse planeamento ou adia o mesmo até não ser exequível a sua concretização.

Uma das dificuldades deste planeamento prende-se com o facto da informação necessária para a tomada de decisão ser extensa e existir pouca informação clara e disponível sobre os benefícios dos planos de pensões e segurança social.

A falta de um planeamento para a reforma foi estudada por Annamaria Lusardi (2003)⁵, concluindo que aproximadamente 30% dos consumidores Americanos, acima dos 50 anos, não efectuam um planeamento real e ajustado para a reforma. Estes consumidores apresentam menor riqueza e um perfil de investimento mais conversador, não investindo em acções. Pelo contrário, os consumidores que efectuam este planeamento para a reforma apresentam mais do dobro do nível de riqueza do que aqueles que não efectuam este planeamento (Lusardi and Beeler 2007; Lusardi and Mitchell 2007).

Um estudo sobre o nível de riqueza (incluindo segurança social e pensões) dos consumidores com idade mais próxima da reforma (a partir de 50 anos), desenvolvido por Moore and Mitchell (2000), conclui que a maioria dos consumidores não poderá preservar os seus níveis de consumo após a reforma, sem efectuar uma poupança adicional, que em média representaria 16% do seu rendimento actual. Resultados similares foram reportados por Warshawsky and Ameriks (2000).

Estes autores afirmam que uma das questões que conduz a esta situação é o facto de muitos consumidores auferirem rendimentos baixos até idades avançadas, o que leva a que seja difícil acumular riqueza para consumir na idade pós-reforma.

O nível de escolaridade dos consumidores é extremamente importante no planeamento para a reforma e investimento em activos financeiros, uma vez que as famílias que apresentam menor nível de escolaridade, apresentam também menores níveis de riqueza (Attanasio (1994), Bernheim and Scholz (1993), Smith (1995), Hubbard, Skinner and Zeldes (1995)) e pouca propensão para investimento em acções ou obrigações (Lusardi (1999)).

Lusardi and Mitchell (2007) concluíram, através da análise de uma amostra de consumidores americanos, que a literacia financeira está altamente correlacionada com a aprendizagem de conceitos económicos, durante o período de escolaridade. Esta conclusão foi também obtida por (van Rooij et al. 2007) em outros países.

Sendo que, os consumidores com maior literacia financeira, apresentam maior propensão para o planeamento da sua reforma, o que demonstra que a literacia financeira influencia realmente o planeamento da reforma e não o oposto.

⁴ Ver artigos elaborados por: Browning and Lusardi (1996) e Hubbard, Skinner and Zeldes (1995)

⁵Ver artigo: “*Planning and Saving for Retirement*”

Stango and Zinman (2008), concluíram que os consumidores que se mostram incapazes de calcular taxas de juros, são aqueles que apresentam uma tendência de endividamento excessivo e consequentemente menor acumulação de riqueza.

Existem assim vários estudos que indicam uma correlação forte entre ao grau de literacia financeira e capacidade de planeamento e acumulação de riqueza, ou seja, capacidade de criação de uma poupança voluntária, que depende da vontade e da iniciativa próprias do indivíduo para se realizar, logo realiza-se através do diferimento do consumo, tendo para isso de existir incentivos a esse diferimento⁶.

A poupança voluntária, é cada vez mais importante, numa perspectiva de reforço ou mesmo de substituição da poupança institucional, poupança imposta pelo Estado através da adopção de uma política de contribuições obrigatórias, uma vez que existe um grave problema de sustentabilidade do sistema da segurança social.

Num cenário como o actual, onde os sistemas de pensões estão a migrar de um sistema benefício definido para um sistema de contribuição definida, é crucial que exista literacia financeira que fundamente as decisões de montante de investimento e alocação de activos.

2.5. *Riscos associados à poupança para a reforma*

Existem vários riscos associados à poupança para a reforma, no entanto, é importante, antes demais, analisar os factores que contribuem para o agravamento desses mesmos riscos, nomeadamente, a miopia dos comportamentos individuais, comportamento caracterizado pelo facto dos indivíduos ignorarem eventos futuros ou de não lhes atribuírem a importância devida, o que conduz a tomadas de decisão incorrectas sobre os montantes a poupar e a consumir e consequente consumo excessivo. Existem ainda outros factores a ter em consideração, como os baixos rendimentos auferidos pelos consumidores, que impossibilita o acto de poupar, a falta de literacia financeira para efectuar um planeamento de poupança e a não cobertura por parte das seguradoras de determinados riscos como o risco de longevidade, invalidez, investimento, inflação e desemprego.

Risco de uma taxa de substituição do salário inadequada

Possibilidade de o reformado não ter rendimento suficiente para manter o mesmo nível de vida após a reforma que tinha durante a vida activa.

Este factor é agravado pela falta de literacia financeira presente na população e pelo grave problema de sustentabilidade da segurança social.

As pensões providenciadas pelos empregadores, através de planos de pensões, podem ser encaradas como um complemento da segurança social e concebidas para assegurar que o rendimento combinado das duas fontes permitirá aos reformados manter o nível de vida anterior à reforma.

⁶ Garcia, Maria Teresa Medeiros (2005), Poupança e Reforma

Risco de longevidade

Risco de o reformado sobreviver ao montante poupado que visava garantir-lhe um determinado nível de rendimento na reforma.

Uma forma de cobrir este risco é poupar sob a forma de contratos de rendas vitalícias, no entanto, estes produtos tornam-se pouco atractivos, devido aos elevados custos associados.

A cobertura deste risco através de planos de pensões ocupacionais privados, com custos mais reduzidos, poderá ter como consequência a redução do incentivo à poupança voluntária.

O risco de redução dos benefícios da segurança social (ou risco político)

Embora tenha existido um aumento dos benefícios associados à segurança social no passado, muitos analistas⁷ prevêem que no futuro iram ocorrer cortes nos benefícios da segurança social, atendendo à envolvente de crise financeira do sistema.

Uma forma de cobertura deste risco é a integração das pensões providenciadas pelo empregador com a segurança social, contribuindo assim para a manutenção do valor de reforma.

O risco de investimento

A poupança realizada para a reforma pode não ser suficiente devido ao desempenho dos activos financeiros em que foi investida.

A decisão de investimento da poupança realizada revela-se uma tarefa difícil, devido ao constante aumento de complexidade dos produtos financeiros disponíveis, à falta de literacia financeira dos consumidores e desconfiança relativamente a um aconselhamento profissional.

Este risco ganha maior relevância, na actual conjuntura, onde os planos de benefício definido estão a ser substituídos por planos de contribuição definida, onde é necessário tomar decisões de investimento, para as quais muitos indivíduos não estão devidamente preparados.

Embora estes planos de contribuição de definida ofereçam opções de investimento com risco mínimo, as rendibilidades associadas são também mínimas.

O risco de inflação

A inflação é a causa de erosão do poder de compra das poupanças dos reformados.

Os benefícios de pensão da segurança social estão cobertos deste risco, mas a grande maioria dos planos de pensões privados não oferece uma protecção automática contra a inflação.

⁷ Carlos Manuel Pereira da Silva & Maria Teresa Medeiros Garcia, 2004.

"The Financial Sustainability of the Portuguese Social Security System," The Geneva Papers on Risk and Insurance - Issues and Practice, Palgrave Macmillan Journals, vol. 29(3), pages 417-439, July.

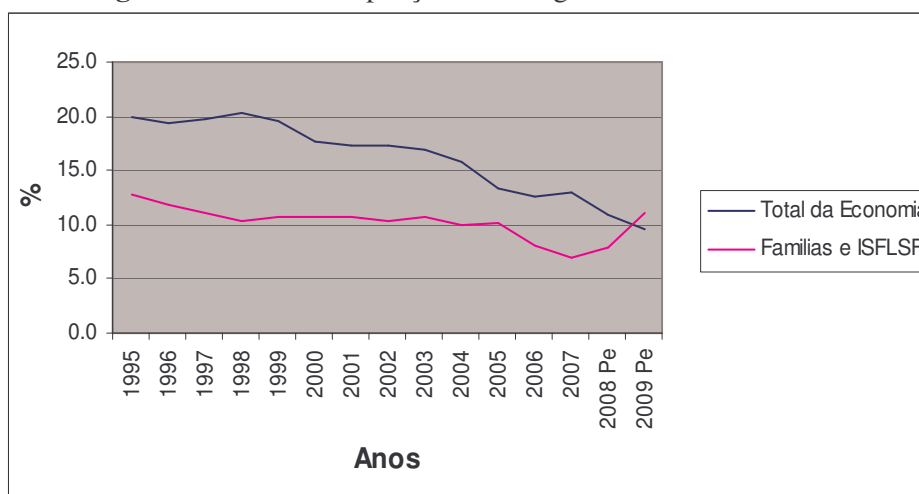
3. *Poupança em Portugal*

3.1. *Taxa de Poupança*

Devido às necessidades de financiamento externo da economia portuguesa, a evolução da taxa de poupança das famílias tem sido alvo de um interesse crescente.

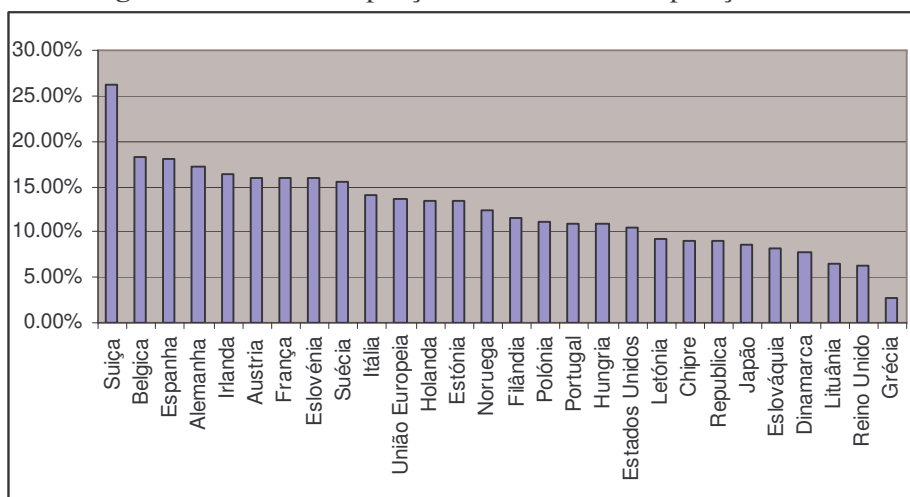
Adicionalmente, a taxa de poupança das famílias apresentou uma forte queda no período de convergência para a área do euro, situando-se posteriormente em níveis relativamente baixos no quadro europeu, ascendendo a cerca de 10% do rendimento disponível em 2009 (Figuras 5 e 6).

Figura 5: Taxa de Poupança em Portugal



Fonte: Anuário Estatístico de Portugal 2009

Figura 6: Taxa de Poupança das Famílias: Comparação Internacional (2009)



Fonte: AMECO

A Comissão Europeia estimou que em 2010 a taxa de poupança das famílias foi de 9,8%. Para 2011, prevê uma taxa de 10,5%, e para 2012, prevê uma taxa de poupança de 11,5%.

Esta análise revela que apesar das novas medidas de austeridade e à pressão continuada dos preços das matérias-primas, nomeadamente dos bens energéticos e alimentares, na inflação, em períodos de crise aumenta a preocupação e a atenção das famílias relativamente à poupança.

Indicador de Poupança APFIPP/Universidade Católica

Este indicador procura antecipar a evolução da taxa de poupança das famílias portuguesas expressa em % do PIB, corrigida da sazonalidade. A série inicia-se no ano 2000, sendo que o indicador de poupança assume o valor 100 no último trimestre de 2000 quando a taxa de poupança foi cerca de 8% do PIB.

Assim cada 12,5 pontos do indicador representa cerca de 1% do PIB.

Analisando este indicador, podemos concluir que existiu uma tendência de descida da taxa de poupança, a partir do segundo trimestre de 2003 até ao último trimestre de 2008, tendo o indicador atingido o valor mínimo histórico no final do primeiro trimestre de 2008, cerca de 65 pontos, 5,2% do PIB.

Esta tendência inverteu-se no último trimestre de 2008, tendo a taxa de poupança recuperado cerca de 30 pontos, no último trimestre desse ano.

Esta tendência de subida da taxa de poupança verifica-se novamente no segundo trimestre de 2011, através de um aumento de 7,4 pontos, corrigindo os efeitos da sazonalidade o que representa um aumento de 0,5% do PIB.

Tabela 1 – Indicador mensal, Dez = 2000 = 100

2010						2011						
Ago	Set	Out	Nov	Dez	Jan	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago
99.7	98.9	100.5	98.0	94.3	90.0	87.2	89.4	89.8	95.4	97.2	101.1	104.1

Fonte: APFIPP, Universidade Católica Portuguesa

Figura 7: Indicador de Poupança APFIPP/Universidade Católica



Fonte: APFIPP, Universidade Católica Portuguesa

3.2 *Quem poupa em Portugal?*

A caracterização da heterogeneidade presente no comportamento da poupança das famílias em Portugal é importante na definição de políticas que pretendem intervir sobre as decisões de poupança.

Segundo a análise efectuada pelo Banco de Portugal⁸, em 2010, existe uma elevada desigualdade na distribuição da poupança em Portugal.

Mais de 90% do total da poupança é gerada apenas por 20% das famílias (o decil das famílias com níveis superiores de poupança é responsável por cerca de dois terços do total da poupança).

Por outro lado, os três primeiros decis da distribuição de poupança apresentam uma taxa de poupança média negativa. De contrastar que resultado com as respostas do Inquérito à Literacia Financeira da População Portuguesa⁹, onde cerca de metade dos entrevistados afirmaram não fazer poupanças.

Conclui-se também que a maior parte da poupança é realizada pelas famílias com maiores níveis de rendimento ou riqueza (liquida ou bruta).

Em relação à distribuição do rendimento, é possível concluir que dois decis da população com maiores rendimentos são responsáveis por cerca de 70% do total da poupança. No caso da distribuição da riqueza a assimetria da distribuição da poupança é menor, observando-se que os dois decis da população com maior riqueza representam cerca de 40% da população.

De notar que as conclusões obtidas em termos do nível de poupança encontram uma correspondência com os resultados para a taxa de poupança. Em particular, a taxa de poupança é crescente no rendimento e na riqueza das famílias, o que contraria os modelos em que a poupança é simplesmente proporcional ao rendimento permanente.

Este resultado está em linha com o obtido por Karen Dynan (2004)¹⁰ para os EUA.

⁸A Poupança das Famílias em Portugal: Evidência Micro e Macroeconómica, Boletim Económico – Inverno 2010.

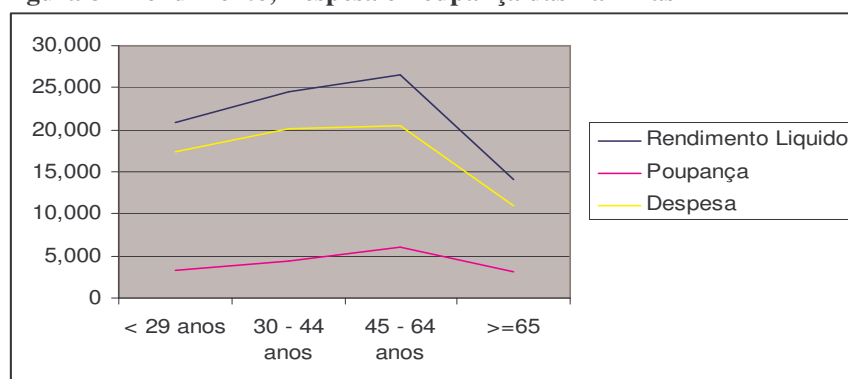
⁹Banco de Portugal, 2010.

¹⁰“Do the Rich Save More?”

3.3. O comportamento da taxa de poupança ao longo do ciclo de vida

Apesar de não ser possível testar a validade da teoria do ciclo de vida para o caso português, devido a restrições de informação, analisando a figura 8 podemos observar os padrões de rendimento, despesa e poupança para os agregados das famílias em Portugal, de acordo com os escalões etários do seu representante. (cônjuge masculino e com maior nível educacional).

Figura 8 - Rendimento, Despesa e Poupança das Famílias



Fonte: IDEF 2005/2006

A análise deste gráfico permite concluir que o rendimento das famílias segue um perfil em forma de bossa ao longo do gradiente etário, com o maior rendimento familiar a ser registado para escalões entre os 45 e os 64 anos. É particularmente evidente a queda de rendimento observada na idade da reforma. A despesa familiar segue globalmente o mesmo perfil do rendimento, embora ligeiramente mais alisado.

Deste modo a poupança aumenta até ao escalão etário de 45 a 64 anos, e diminui posteriormente, situando-se sempre em valores positivos o que contraria a teoria do ciclo de vida, que pressupõe uma poupança negativa em idade de reforma, de forma a consumir totalmente a poupança efectuada ao longo da vida activa, no período de reforma. Segundo a literatura referente a este tipo de comportamento, ele é provocado por motivos de precaução – relacionados com a possibilidade de ocorrerem despesas de saúde inesperadas ou com o desejo de deixar heranças aos descendentes.

Existem outros dois elementos contraditórios com a teoria do ciclo de vida, o primeiro diz respeito ao facto de se observar uma queda na despesa observada nos escalões etários mais elevados, que contraria o perfil alisado previsto na teoria. A literatura refere que este comportamento está associado a despesas que deixam de ser realizadas na idade de reforma (despesas em transportes e restauração), bem como o facto de os indivíduos tenderem a não poupar o suficiente para a fase não activa do seu ciclo de vida, o que exige que exista na idade de reforma uma revisão permanente em baixa do nível 1 de consumo (Brownig e Crossley 2001)¹¹.

O segundo elemento contraditório decorre do forte comovimento entre o consumo e o rendimento ao longo da vida activa. Este facto parece contrariar a capacidade dos indivíduos alisarem o nível de despesa prevista na teoria. No entanto,

¹¹ Artigo: “The Lifecycle Model of Consumption and Saving”

alguns autores como Attanasio e Weber (2010)¹², salientam que esta evidência deve ter em consideração as alterações na composição dos agregados familiares ao longo do ciclo de vida.

3.4 *Factores explicativos da evolução da taxa de poupança em Portugal*

Existem vários factores explicativos da evolução da taxa de poupança em Portugal sendo as variáveis mais robustas a taxa de inflação, o saldo governamental, a taxa de crescimento do PIB e a riqueza total em percentagem do rendimento disponível¹³.

Inflação

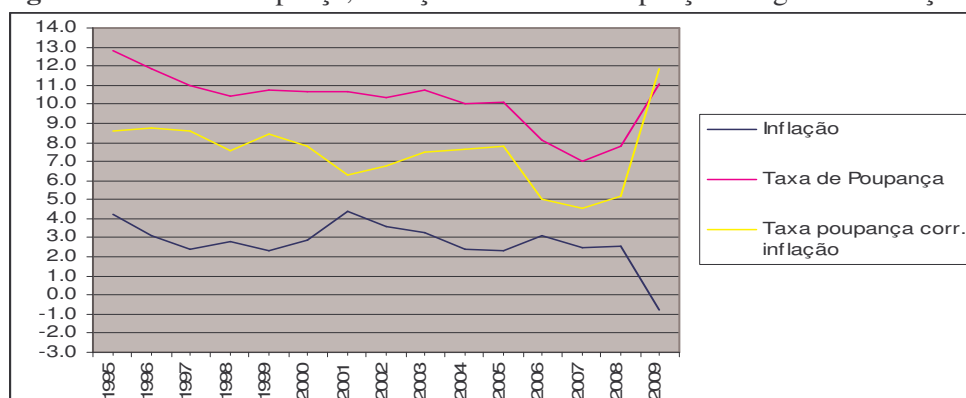
A taxa de inflação é um factor importante na evolução da taxa de poupança, existindo geralmente uma relação positiva entre as duas variáveis.

Existem duas justificações para esta relação. Por um lado, períodos de elevada inflação reflectem geralmente maior incerteza, tendendo a aumentar a poupança por motivos de precaução. Por outro lado, uma inflação mais elevada tende a erodir o valor da riqueza financeira das famílias, o que promove um aumento da poupança das famílias de forma a compensar este efeito.

Da mesma forma, do lado dos passivos (empréstimos) a existência de inflação elevada obriga as famílias ao pagamento de um serviço de dívida mais elevado, o que constitui uma poupança forçada.

A relação entre a taxa de inflação e a taxa de poupança em Portugal encontra-se claramente traduzida na figura 9, onde se verifica que a taxa de poupança apresenta um comportamento de subidas e descidas semelhante ao da taxa de inflação. Quando esta é negativa, a taxa de poupança aumenta devido a esse efeito. Verifica-se também no mesmo gráfico, que a taxa de poupança corrigida da inflação, em que a poupança é expurgada do efeito de erosão da riqueza das famílias, apresenta-se bastante mais estável do que a taxa não corrigida.

Figura 9: Taxa de Poupança, Inflação e Taxa de Poupança corrigida de inflação



Fonte: INE

¹² Artigo: "Consumption and Saving: Models of Intertemporal Allocation and Their Implications for Public Policy"

¹³ Fonte: A Poupança das Famílias em Portugal: Evidência Micro e Macroeconómica, Boletim Económico – Inverno 2010.

Taxa de juro real

Um aumento das taxas de juro reais aumenta o custo de oportunidade do consumo actual face ao consumo futuro, pelo que as famílias tenderão a adiar despesas de consumo, aumentando a taxa de poupança (**efeito substituição**). Contudo, o efeito de aumento do rendimento futuro associado à maior remuneração das poupanças acumuladas poderá levar a um aumento do consumo actual (**efeito rendimento**).

O sinal da relação entre a taxa de poupança e a taxa de juro real dependerá da importância relativa destes dois efeitos de sinal contrário, que estão dependentes posição financeira líquida dos particulares.

Empiricamente, os resultados na literatura apontam para uma relação ambígua e/ou não significativa entre a taxa de juro real e a taxa de poupança.

Política orçamental

A teoria económica sugere uma relação negativa entre o saldo orçamental das administrações públicas e a taxa de poupança das famílias.

Deste modo, uma diminuição do saldo orçamental, designadamente associado a uma diminuição de impostos ou a um aumento de despesas com as famílias (subsídios da segurança social, despesas de saúde e de educação,...) tende a reflectir-se num aumento da taxa de poupança.

Por outro lado, se o desequilíbrio das contas públicas aumentar de forma significativa, as famílias tenderão a aumentar as suas poupanças, antecipando uma eventual necessidade de aumentos futuros de impostos (a versão extrema deste argumento é o Teorema da Equivalência Ricardiana).

De notar que este aumento da poupança dependerá das restrições de liquidez que as famílias apresentem.

Taxa de Variação do PIB

Tendo em conta a teoria do ciclo de vida/rendimento permanente, que afirma que o consumo das famílias tenderá a ser alisado em função do seu rendimento permanente, então as flutuações inesperadas e temporárias no rendimento disponível tenderão a manifestar-se em flutuações no mesmo sentido da poupança. Este argumento indica que a taxa de poupança apresenta um comportamento pró-cíclico.

Adicionalmente, mesmo que exista uma percepção de que o rendimento permanente se alterou, o ajustamento no consumo é gradual – devido a existência de hábitos nas decisões de consumo – pelo que a relação entre a taxa de poupança e o rendimento tenderá a ser positiva também neste caso.

Riqueza

Sendo a riqueza uma potencial fonte de poder de compra presente ou futuro, aumentos ou diminuições no seu valor poderão ter efeitos negativos ou positivos na poupança, devido ao facto das famílias encararem estas variações como aumento do rendimento permanente (aumento de valor da riqueza) ou desvalorização da riqueza (diminuição do valor da riqueza).

3.5. *As políticas de estímulo à poupança*

Os incentivos à poupança devem ter em consideração as diversas características dos produtos, nomeadamente quanto ao grau de liquidez, ao risco e aos fins a que se destinam.

Existem vários tipos de produtos que se destinam a fomentar a poupança, tendo associado benefícios de vários tipos como por exemplos benefícios fiscais, de forma a tornar estes produtos mais atractivos.

Os produtos onde se pode obter um benefício fiscal, de até x %, dependendo da idade do subscritor e montante aplicado são: PPR (Planos Poupança Reforma), PPA (Planos de Poupança em Acções), Certificados de Reforma.

Os certificados de aforro, anteriormente utilizados como um produto de captação de poupança, teve com a nova série emitida uma quebra significativa de rendibilidade, perdendo grande parte do seu capital, sendo o mesmo realocado em Obrigações do Tesouro.

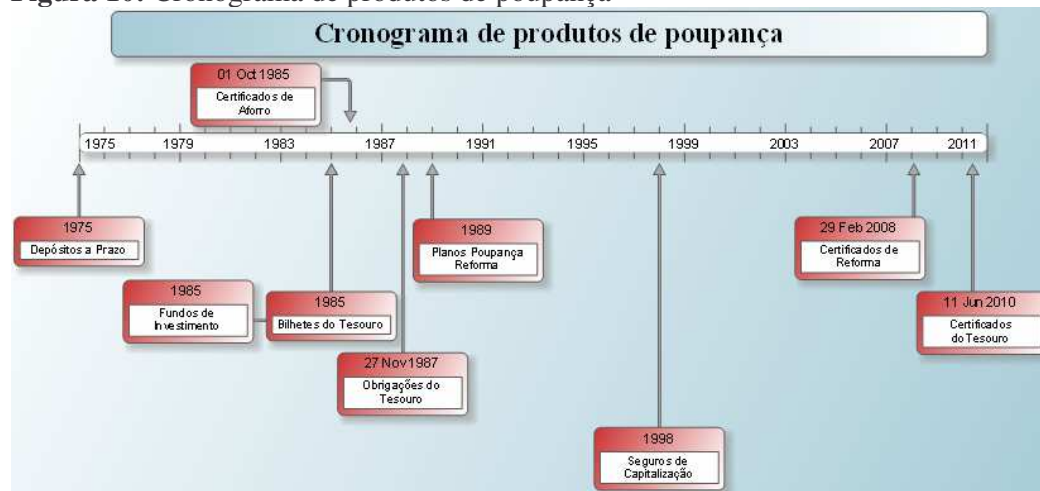
4. Produtos de poupança

Existem diversos tipos de produtos de poupança, que se distinguem através das suas principais características, tais como, horizonte temporal, activo subjacente, garantia de capital, etc.

Através da análise do cronograma, presente na figura 10, verificamos que existiu a criação de vários produtos nos anos 80, nomeadamente Instrumentos de Dívida, e legislação de Fundos de Investimento em Portugal.

Na actualidade, verifica-se novamente, uma tentativa de criação de produtos financeiros que fomentem a criação de poupança de longo prazo, numa perspectiva de poupança para a reforma.

Figura 10: Cronograma de produtos de poupança



4.1. Depósitos a prazo

Os depósitos a prazo são produtos utilizados pelas instituições financeiras, no sentido de se financiarem junto das famílias, pagando por isso uma taxa de juro, que depende do montante, prazo, nível de taxas de juros, e necessidade de liquidez por parte da instituição.

4.2. Instrumentos de Dívida

Existem vários instrumentos de dívida emitidos pelo Estado Português, nomeadamente Bilhetes do Tesouro e Obrigações do Tesouro, emitidos com o objectivo principal de financiar o Estado Português, sendo os Bilhetes do Tesouro um instrumento de financiamento de curto prazo e as Obrigações do Tesouro um instrumento de financiamento de médio e longo prazo, podendo ser emitidas até um prazo máximo de 50 anos.

São também emitidos Certificados de Aforro e Certificados do Tesouro, cujo objectivo principal é a captação de poupança das famílias.

Os rendimentos resultantes do investimento em instrumentos de dívida estão sujeitos a retenção na fonte à taxa liberatória de 21,5%, em sede de IRS.

4.3. *Certificados de Reforma*

Os certificados de reforma foram criados em Fevereiro de 2008, no âmbito da reforma do sistema público de segurança social, tratando-se de um regime complementar da Segurança Social que funciona como uma poupança para a reforma.

O investimento é efectuado num fundo de investimento¹⁴, gerido pelo IGFCSS¹⁵.

A adesão a este programa é facultativa, sendo fixada a contribuição, à taxa de 2 a 6 por cento sobre a base de incidência dos descontos para a segurança social nos últimos 12 meses. As contribuições são obrigatórias, podendo ser extintas no final de cada ano, ou cessando apenas na atribuição de pensão de velhice.

Existe um benefício fiscal associado, cumulativo com o benefício fiscal relativo aos Planos Poupança Reforma, sendo possível efectuar uma dedução à colecta de IRS de 20% dos valores aplicados, por sujeito passivo, até ao limite máximo de 350€ por pessoa.

4.4. *Planos Poupança*

Existem dois tipos de planos poupança, os Planos Poupança Reforma (PPR), caracterizados por se tratarem de planos de poupança de médio ou longo prazo, constituídos sob a forma de fundos ou seguros, que poderão contribuir para financiar um complemento de reforma e simultaneamente fazer face a situações de necessidade. Estes têm associado um benefício fiscal, sendo possível efectuar uma dedução à colecta de IRS de 20% dos valores aplicados, por sujeito passivo, até ao limite máximo de 300€, 350€ ou 400€, dependendo da idade do sujeito passivo.

Existem ainda os Planos de Poupança em Acções (PPA's), planos individuais de poupança constituídos sob a forma de um fundo de investimento ou fundo de pensões. Ao investidor são atribuídas unidades de participação, que são intransmissíveis salvo em caso de morte.

4.5. *Seguros de Capitalização*

Os Seguros de Capitalização são planos de capitalização das poupanças, de constituição de complementos de reforma a médio ou longo prazo ou de puro investimento.

¹⁴ Fundo de Certificados de Reforma.

¹⁵ Instituto de Gestão de Fundos de Capitalização da Segurança Social

4.6. Fundos de investimento

Fundo de Investimento, é um património autónomo que resulta da agregação e aplicação de poupanças de entidades individuais e colectivas em valores mobiliários ou equiparados.

Dentro destes, existem os Fundos de Investimento Mobiliário que efectuem as suas aplicações fundamentalmente em valores mobiliários transaccionáveis, cotados ou não cotados e Fundos de Investimento Imobiliário que faz as suas aplicações fundamentalmente em bens imóveis.

Os fundos de investimento são um produto financeiro alternativo à aplicação de poupanças em depósitos bancários e ao investimento directo no mercado de capitais.

Este acompanhamento é realizado por uma Sociedade Gestora de Fundos de Investimento - S.G.F.I.M., remunerada através da comissão de gestão paga pelos Fundos sob sua gestão, existindo ainda uma comissão de depósito, paga também pelo Fundo em questão, sendo deduzida directamente sobre o valor da unidade de participação.

Para além das comissões imputáveis directamente ao Fundo, poderão existir ainda comissões imputáveis directamente ao participante, tais como a comissão de subscrição, cobrada no acto da subscrição de novas unidades de participação, e a comissão de resgate, debitada sobre o valor patrimonial líquido das unidades de participação na data-valor do respectivo reembolso.

O investimento neste tipo de veículo apresenta várias vantagens, tais como, gestão profissional especializada no mercado de capitais e imobiliário, existência de regulamentação sobre as políticas de investimento, acesso a elevada diversificação com custo reduzido.

4.7. Fundos de Pensões

Os planos de pensões são o conjunto de regras que definem as condições em que se constitui o direito ao recebimento de uma pensão a título de pré-reforma, reforma antecipada, reforma por velhice, reforma por invalidez ou ainda em caso de sobrevivência.

Em determinados casos, os Fundos de Pensões podem ainda assegurar o pagamento das quantias acumuladas em caso de desemprego de longa duração, doença grave ou incapacidade permanente para o trabalho.

Os Fundos de Pensões são patrimónios autónomos destinados exclusivamente ao financiamento de planos de pensões. Dessa forma, constituem um conjunto de activos cujo único objectivo é proporcionar o pagamento futuro dos benefícios previstos no respectivo plano.

Os Fundos de Pensões gozam assim de autonomia patrimonial, no duplo sentido que as pensões previstas no plano de pensões são exclusivamente asseguradas por intermédio dos activos do fundo e esses activos respondem única e exclusivamente pela realização do plano de pensões, não respondendo aqueles activos por quaisquer outras obrigações, designadamente, das empresas que os promovem, dos trabalhadores abrangidos ou das entidades que os gerem.

Os activos que constituem o património dos Fundos de Pensões são geridos tendo em vista a capitalização dos rendimentos produzidos.

5. *Análise Comparativa*

5.1. *Metodologia e Dados*

Para a realização deste trabalho foram utilizados dados referentes às rendibilidades nominais passadas dos respectivos produtos, no período de 2006 a 2010, no sentido de efectuar uma análise comparativa dos vários produtos de poupança referidos, através das suas taxas anuais de rendibilidade reais.

Foram também analisadas as respectivas comissões, quando aplicáveis, a cada produto, durante o mesmo período de análise, e subtraídas às taxas nominais acima referidas.

Relativamente aos Certificados de Reforma, uma vez que a sua criação ocorreu apenas em 2008, e considerando que o perfil de risco do Fundo de Certificados de Reforma será idêntico ao perfil de risco do Fundo de Estabilização Financeira da Segurança Social e que é utilizada a mesma equipa e os mesmos processos na gestão de ambos os fundos¹⁶, a análise relativa a este produto terá em consideração a rendibilidade de 2006 a 2008 referente ao Fundo de Estabilização Financeira da Segurança Social.

Devido ao facto da criação dos Certificados do Tesouro ter ocorrido em 2010, assume-se que a taxa de rendibilidade aplicada a um investimento a 5 anos, diz respeito ao horizonte temporal em estudo. O mesmo se assume relativamente aos Certificados de Aforro, por uma questão de facilidade de cálculo, uma vez que a 3 série relativa ao produto foi emitida em 2008.

Na análise de Obrigações de Tesouro, foi utilizada a taxa de rendibilidade das Obrigações de Tesouro a taxa fixa a 10 anos, para o período em análise.

De forma a calcular a taxa real de rendibilidade, foi utilizado o valor da variação média anual do índice de preços no consumidor, do período em análise.

De forma a efectuar uma comparação de taxas reais, foi efectuado o cálculo do valor da taxa de rendibilidade real, referente a cada produto, através da equação de Fisher:

$$1+n = (1+i)(1+r)$$

onde, n representa a taxa anual de rendibilidade nominal, i a inflação e r a taxa anual de rendibilidade real.

Foi utilizado ainda como benchmark, o índice PSI-20, tendo sido calculada a variação anual real do índice PSI-20, durante o período em estudo.

Devido à elevada diversidade dos produtos Fundos de Investimento, Fundos de Pensões e Seguros de Capitalização, para uma primeira análise comparativa, foram seleccionados os 10 melhores títulos de cada um dos produtos, sendo que numa segunda análise efectuada com o auxílio de histogramas, foram considerados todos os dados obtidos através da APFIPP¹⁷.

¹⁶ Informação disponibilizada pela Segurança Social

¹⁷ Associação Portuguesa de Fundos de Investimento, Pensões e Patrimónios

5.3. Resultados

Analisando os resultados apresenta na tabela 2, referentes às taxas anuais de rendibilidade real, para Depósitos a Prazo, Certificados de Reforma, e Instrumentos de Dívida, verifica-se que os certificados de reforma e depósitos a prazo, são os produtos de poupança menos atractivos com uma rendibilidade anual real nos últimos 5 anos de apenas 0.17% e 0.96%, respectivamente.

A aparente fuga aos certificados de aforro, e migração para produtos como as obrigações do tesouro, são um comportamento que poderá ser explicado em parte pela diferença entre as duas rendibilidades destes produtos e também pela liquidez e taxas de juros mais atractivas no curto prazo apresentadas pelas Obrigações do Tesouro, contrariamente aos Certificados de Aforro, onde é necessário aguardar pelo 5 ano de investimento para se obter, em média, uma rendibilidade acima da inflação.

As Obrigações de Tesouro apresentaram uma rendibilidade anual real nos últimos 5 anos de 2.73%, sendo uma performance em linha com o obtido pelo melhor fundo de pensões, 3.06%.

Na tabela 3, estão presentes as taxas reais obtidas através de um investimento a 5 anos (entre 2006 e 2010), em três veículos de investimento distintos, Fundos de Investimento, Fundos de Pensões e Seguros de Capitalização.

Analisando os dados, podemos verificar que os fundos internacionais apresentam rendibilidades superiores aos fundos nacionais, embora em ambos os tipos de fundos as rendibilidades mais elevadas se verifiquem em mercados emergentes, que apresentam uma maior volatilidade.

Os seguros de capitalização com exposição a acções apresentam também rendibilidades interessantes, com rendibilidades anuais entre 1.5% e 9%.

Tabela 2: Rendibilidade anual real

Designação		Taxa*
Depósitos a Prazo		0.96%
Certificados de Reforma		0.17%
Instrumentos de Dívida	Obrigações do Tesouro	2.73%
	Certificados de Aforro	1.15%
	Certificados do Tesouro	1.26%

* Taxa anual de rendibilidade real (período de 2006 a 2010)

Tabela 3: Rendibilidade anual real

Fundos Nacionais		Fundos Internacionais		Fundos de Pensões		Seguros de Capitalização	
Designação	Taxa*	Designação	Taxa*	Designação	Taxa*	Designação	Taxa*
BPI Brasil	13.14%	Fidelity Indonesia Fund	24.99%	F.P. ESAF PPR Vintage	3.06%	BPI Vida Universal (Acções)	8.96%
Caixagest Acções Oriente	8.76%	Fidelity Malaysia Fund	18.51%	F.P. Aberto Reforma Empresa	3.01%	BPI Capitalização Fundo Autónomo Dinâmico Acções	8.53%
Millennium Mercados Emergentes	5.94%	Fidelity Thailand Fund	17.25%	F.P. PPR Europa	2.16%	Eurovida Usufruir Internacional Acções	5.53%
Esp. Santo Obrigações Europa	4.56%	Schroder China Opportunities	15.20%	F.P. Aberto Espírito Santo Multireforma	2.02%	Eurovida Usufruir Acções Dinamico	5.04%
Santander Multi Taxa Fixa	4.50%	Fidelity Asean Fund	14.81%	F.P. Aberto Espírito Santo Multireforma Plus	1.96%	Eurovida Plano Jovem – Acções Dinamico	3.24%
BPI Universal	2.33%	Fidelity Global Consumer Industries Fund	4.33%	F.P. Aberto VIVA	0.53%	Viva Capi XXI	1.68%
Barclays Global Conservador	2.28%	Fidelity Global Industrials Fund	4.21%	F.P. Aberto SGF Empresas Prudente	0.46%	Eurovida Plano Jovem – Acções Dinamico	1.50%
Espírito Santo PPR	2.23%	Schroder US Small & Mid Cap Equity	3.98%	F.P. SGF Patrimonio Conservador PPR	0.19%	Capital Garantido BES	1.07%
Millennium Aforro PPR	2.04%	Schroder US Smaller Companies	3.80%	F.P. ESAF PPA	-4.38%	BPI Capitalização Fundo Autónomo Defensivo	0.12%
Millennium Poupança PPR	1.87%	Schroder UK Equity	3.15%	F.P. PPA Acção Futuro	-5.25%	BPI Capitalização Fundo Autónomo Agressivo	-0.51%

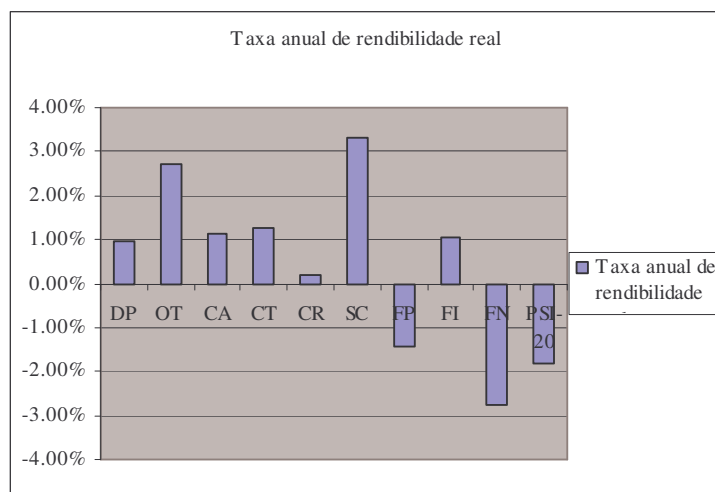
* Taxa anual de rendibilidade real (período de 2006 a 2010)

Analisando a figura 11, podemos concluir que os Seguros de Capitalização, embora cobrem comissões elevadas, apresentam a melhor rendibilidade média anual dos últimos 5 anos, 3.31%, seguidos pelas Obrigações do Tesouro com 2.73%.

Em oposição os fundos de investimento nacionais, apresentam pior rendibilidade média anual, -2.76%, seguidos pelo benchmark utilizado, índice PSI-20, com uma rendibilidade média anual de -1.83%, no entanto, é necessário ter em consideração que o mercado accionista sofreu fortes quebra no ano de 2008 e 2010, o que ajuda a explicar a rendibilidade negativa exibida pelo índice, uma vez que outros produtos que investem no mercado accionista, podem fazê-lo em mercados onde a recuperação foi bastante elevada em 2009, e muitos podem também investir em Obrigações, que apresentaram rendibilidades muito acima da média em 2009.

De notar que também os Fundos de Pensões apresentaram uma rendibilidade média negativa de -1.42%.

Figura 11: Taxa anual média de rentabilidade real



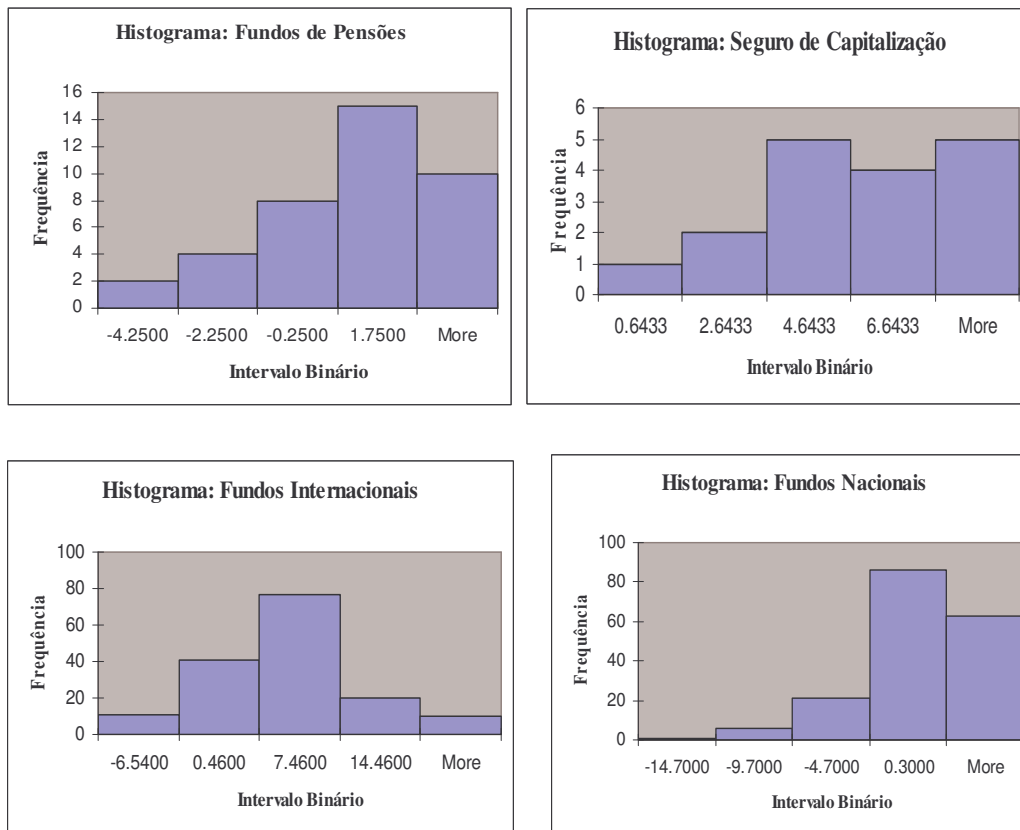
Da análise do histogramas, presente na figura 12, verifica-se que os Fundos Internacionais, apresentam a distribuição mais simétrica, apresentando um ligeiro enviesamento para a direita, em torno de um valor de rentabilidade de 7,46%, no entanto verifica-se que esta distribuição apresenta um comportamento de “abas pesadas”, o que indica que existe alguma volatilidade associada a este produto.

Os Fundos Nacionais apresentam uma distribuição com enviesamento à esquerda, onde existe um grande número de fundos com rentabilidades iguais ou superiores a 0,3%. Apesar disso, existe um desvio elevado relativamente a este valor, com alguns fundos a apresentarem rentabilidades de -14%.

Os Fundos de Pensões apresentam uma distribuição com enviesamento à esquerda, onde existe um grande número de fundos com rentabilidades iguais ou superiores a 1,75%..

Os Seguros de Capitalização apresentam uma distribuição com enviesamento à esquerda, onde toda a amostra apresenta rentabilidades positivas, sendo a sua maior concentração em valores de rentabilidade acima de 2.64%.

Figura 12: Histogramas



6. *Conclusões*

Este trabalho teve como objectivo principal verificar a existência de incentivos à poupança por parte do Sistema Financeiro, efectuando nesse sentido uma análise comparativa dos principais produtos de poupança comercializados em Portugal.

Através da análise efectuada, verifica-se a existência de produtos de poupança com rendibilidades interessantes, nomeadamente, Seguros de Capitalização, que devido à possibilidade de ser convertido em renda vitalícia, poderá ser uma boa opção de investimento e também de cobertura do risco de longevidade.

Os Instrumentos de Dívida, em especial destaque as Obrigações do Tesouro, devido ao seu risco médio e rendibilidade atractiva, tornam-se um estímulo à captação de poupança das famílias, embora grande parte dessa poupança seja uma realocação de investimentos existentes em Certificados de Aforro, e não uma criação real de poupança. Esta realocação de montantes, deve-se também à emissão de uma nova série de Certificados de Aforro, com taxas de juro mais reduzidas.

Os produtos de poupança de curto prazo, como os depósitos a prazo, não apresentam rendibilidades atractivas, bem como o investimento em novos produtos, nomeadamente, Certificados de Reforma e Certificados do Tesouro, criados em 2008 e 2010, respectivamente, não apresentam rendibilidades atractivas, pelo que se conclui que apesar da criação de novos produtos, esses não são um eficaz incentivo à poupança, uma vez que nada acrescentam de valor aos produtos existentes no mercado.

Relativamente aos Fundos de Investimento, concluímos que as Sociedades Gestoras Estrangeiras, efectuam uma gestão das suas carteiras de forma bem mais eficiente, em comparação com as Sociedades Gestoras Nacionais, devido também ao facto de os montantes sob gestão em Fundos Internacionais, são muito mais elevados do que os montantes sob gestão a nível Nacional, bem como as políticas de gestão e investimento são mais liberais em Fundos Internacionais, permitindo muitas vezes estratégias de Short-Selling, ou simplesmente cobertura de risco, que ao nível Nacional não se verificam.

Podemos então concluir que existem realmente oportunidades de investimento, no entanto, para usufruir das mesmas, é necessário que exista capital para investir, que grande parte das famílias não dispõe.

O que as famílias procuram como estímulo de poupança, são produtos que permitam efectuar uma poupança faseada, obtendo um rendimento, e que mantenha um certo grau de liquidez.

No entanto, os produtos que permitem esse tipo de poupança faseada como os Seguros de Capitalização, são produtos complexos, que causam receio ao indivíduo, devido à falta de literacia financeira que existe em Portugal e em todo o Mundo.

Concluimos assim que é necessário que exista um esforço conjunto de criação de produtos de investimento inovadores e que sejam acompanhados por um baixo grau de complexidade e ao mesmo tempo incentivar, principalmente nos indivíduos mais jovens, o aumento do seu grau de literacia financeira, através da inclusão de uma disciplina de economia, no ensino obrigatório, por exemplo.

Este aumento de literacia financeira é crucial, não só nas tomadas de decisão do indivíduo, ao longo de toda a sua vida, mas também para criar confiança no sistema financeiro e nos profissionais ligados a ele, uma vez que, muitas das más tomadas de decisão, derivam exactamente do aconselhamento através de familiares e amigos e da falta de aconselhamento e acompanhamento profissional.

Através do estudo efectuado aos vários produtos de poupança existentes, podemos concluir que não existe um incentivo real à poupança, quer sejam considerados produtos com maior antiguidade ou produtos criados recentemente, como os Certificados de Reforma e Certificados de Tesouro.

É assim necessário repensar as políticas que são implementadas no sentido de estimular a criação de poupança, tanto ao nível da criação de produtos e benefícios fiscais, como ao nível de aumento da literacia financeira em Portugal.

7. Referências Bibliográficas

Annamaria Lusardi, 2003, "Planning and Saving for Retirement", Dartmouth College. Department of Economics.

Barry Bosworth & Gary Burtless & John Sabelhaus, (1991), "The Decline in Saving: Some Microeconomic Evidence," *Brookings Papers on Economic Activity*, Economic Studies Program, The Brookings Institution, vol. 22(1991-1), pages 183-256

Carlos Manuel Pereira da Silva & Maria Teresa Medeiros Garcia, 2004. "The Financial Sustainability of the Portuguese Social Security System," *The Geneva Papers on Risk and Insurance - Issues and Practice*, Palgrave Macmillan Journals, vol. 29(3), pages 417-439, July.

Deaton, A. (2005), *Franco Modigliani and the Life Cycle Theory of Consumption*, Research Program in Development Studies and Center for Health and Wellbeing, Princeton University

Deaton, Angus, (1991), "Saving and Liquidity Constraints," *Econometrica*, Econometric Society, vol. 59(5), pages 1221-48, September.

Dornbusch, R., Fischer, S. e Startz, R. (1998), *Macroeconomia*, McGraw Hill, 7ª Edição

Evans, Owen J, 1983.

"Tax Policy, the Interest Elasticity of Saving, and Capital Accumulation: Numerical Analysis of Theoretical Models," *American Economic Review*, American Economic Association, vol. 73(3), pages 398-410, June.

Garcia, Maria Teresa Medeiros (2005), *Poupança e Reforma*, Celta Editora

Impavido, Gregorio & Musalem, Alberto R. & Tressel, Thierry, 2003, "The impact of contractual savings institutions on securities markets", *Policy Research Working Paper Series 2948*, The World Bank.

James M. Poterba & Steven F. Venti & David A. Wise, 1995, "The Effects of Special Saving Programs on Saving and Wealth", *NBER Working Papers 5287*, National Bureau of Economic Research, Inc.

Keynes, John Maynard (1936), *The General Theory of Employment, Interest and Money*, Nova Iorque, Harcourt, Brace

Koskela, Erkki & Viren, Matti, (1982), "Saving and inflation: Some international evidence," *Economics Letters*, Elsevier, vol. 9(4), pages 337-344.

Laurence J. Kotlikoff & Lawrence H. Summers, (1981), "The Adequacy of Savings," *NBER Working Papers 0627*, National Bureau of Economic Research, Inc.

Martin Browning & Annamaria Lusardi, 1996, "Household Saving: Micro Theories and Micro Facts," *Discussion Papers 96-01*, University of Copenhagen. Department of Economics.

Martin Feldstein, 1981.

"International Differences in Social Security and Saving,"

NBER Working Papers 0355, National Bureau of Economic Research, Inc.

Milton Friedman, *A Theory of the Consumption Function* (Princeton, N.J.: Princeton University Press, 1957).

Norman Loayza & Klaus Schmidt-Hebbel & Luis Servén, 1999, "What Drives Private Saving Across the World?", Working Papers Central Bank of Chile 47, Central Bank of Chile.

Orazio P. Attanasio & Guglielmo Weber, 2010. "Consumption and Saving: Models of Intertemporal Allocation and Their Implications for Public Policy," NBER Working Papers 15756, National Bureau of Economic Research, Inc.

Martin Browning & Thomas F. Crossley, 2000, "The Life Cycle Model of Consumption and Saving", Social and Economic Dimensions of an Aging Population Research Papers 28, McMaster University.

Pablo Antolín & Alain de Serres & Christine de la Maisonneuve, 2004.

"Long-Term Budgetary Implications of Tax-Favoured Retirement Plans,"

OECD Economics Department Working Papers 393, OECD Publishing.

R. Glenn Hubbard & Jonathan Skinner & Stephen P. Zeldes, 1995, "Precautionary Saving and Social Insurance", NBER Working Papers 4884, National Bureau of Economic Research, Inc.

Silva, C. M. P. e Garcia, M. T. M. (1994), A Função Poupança em Portugal: Ensaio de aplicação da teoria do ciclo de vida, Estudos de Economia, ISEG, Vol. XIV, nº2, Janeiro-Março, pp. 175-193

Schmidt-Hebbel, K. & Servén, L., (1997), "Saving Across the World: Puzzles and Policies," World Bank - Discussion Papers 354, World Bank.

Venti, Steven F & Wise, David A, 1998, "The Cause of Wealth Dispersion at Retirement: Choice or Chance?", American Economic Review, American Economic Association, vol. 88(2), pages 185-91, May.

8. Anexos

Anexo 1: Fundos Internacionais

Nome	Taxa anualizada 5 anos	Imputável ao participante			
Fundos de Obrigações		Subscrição	Taxa Líquida	Inflação média anual (2006/2010)	Taxa Real
F&C - Emerging Markets Bond	9.24%	0%	9.24%	1.676%	7.56%
Fidelity Emerging Market Debt Fund	8.92%	0%	8.92%	1.676%	7.24%
Fidelity European High Yield Fund	6.70%	0%	6.70%	1.676%	5.02%
Fidelity US High Yield Fund - USD	8.23%	0%	8.23%	1.676%	6.55%
Schroder Global Bond	6.40%	0%	6.40%	1.676%	4.72%
Fundos de Acções Europa					
Schroder UK Equity	4.83%	0%	4.83%	1.676%	3.15%
Fundos de Acções América					
Fidelity Latin America Fund	14.80%	0%	14.80%	1.676%	13.12%
Schroder US Small & Mid Cap Equity	5.66%	0%	5.66%	1.676%	3.98%
Schroder US Smaller Companies	5.48%	0%	5.48%	1.676%	3.80%
Fundos de Acções Ásia Pacífico (excepto Japão)					
Fidelity Asean Fund	16.49%	0%	16.49%	1.676%	14.81%
Fidelity Indonesia Fund	26.67%	0%	26.67%	1.676%	24.99%
Fidelity Malaysia Fund	20.19%	0%	20.19%	1.676%	18.51%
Fidelity Thailand Fund	18.93%	0%	18.93%	1.676%	17.25%
Schroder China Opportunities	16.88%	0%	16.88%	1.676%	15.20%
Fundos de Acções Internacional					
Fidelity Emerging Markets Fund	7.96%	0%	7.96%	1.676%	6.28%
F&C - Global Emerging Mkts Portfolio	9.45%	0%	9.45%	1.676%	7.77%
Schroder BRIC (Brazil, Russia, India, China)	10.00%	0%	10.00%	1.676%	8.32%
Schroder Emerging Markets	9.45%	0%	9.45%	1.676%	7.77%
Schroder Latin American	11.74%	0%	11.74%	1.676%	10.06%
Fundos de Acções Sectores Global					
Fidelity Global Consumer Industries Fund	6.01%	0%	6.01%	1.676%	4.33%
Fidelity Global Industrials Fund	5.89%	0%	5.89%	1.676%	4.21%
Schroder Global Energy	6.79%	0%	6.79%	1.676%	5.11%
Fundos Mistos					
Fidelity Growth & Income Fund	4.19%	0%	4.19%	1.676%	2.51%
Fundos de Divisas					
Fidelity II - Australian Dollar Currency Fund	4.26%	0%	4.26%	1.676%	2.58%

Anexo 2: Fundos Nacionais

		Imputável ao participante			
Nome	Taxa anualizada 5 anos	Subscrição	TGC	Inflação	Taxa real
Fundos Obrigações de Taxa Fixa Euro					
Barclays Premier Obrig. Euro	3.01%	0%	1.00%	1.68%	1.33%
BPI Euro Taxa Fixa	2.61%	0%	0.00%	1.68%	0.93%
BPN Taxa Fixa Euro	3.23%	0%	1.02%	1.68%	1.55%
Esp. Santo Obrigações Europa	4.56%	0%	1.44%	1.68%	2.88%
Santander Multi Taxa Fixa	4.50%	0%	0.54%	1.68%	2.82%
Fundos Obrigações de Taxa Fixa Internacionais					
BPI Obrigações A.R.A.R.	2.74%	0%	1.23%	1.68%	1.06%
Espírito Santo Obrigações Global	2.47%	0%	1.44%	1.68%	0.79%
Fundos de Acções Sectoriais					
Santander Euro Futuro Acções Defensivo	2.63%	0%	0.70%	1.68%	0.95%
Santander Euro Futuro Ciclico	2.56%	0%	0.70%	1.68%	0.88%
Outros Fundos de Acções Internacionais					
BPI Reestruturações	3.81%	0%	1.98%	1.68%	2.13%
Caixagest Acções Emergentes	2.35%	0%	2.30%	1.68%	0.67%
Caixagest Acções Oriente	8.76%	0%	2.00%	1.68%	7.08%
Espírito Santo Mercados Emerg.	4.02%	0%	2.51%	1.68%	2.34%
Millennium Mercados Emergentes	5.94%	0%	2.25%	1.68%	4.26%
Fundos de Fundos Predominantemente Obrigações					
Barclays Global Conservador	2.28%	0.50%	0.65%	1.68%	0.60%
Fundos de Fundos Mistos					
BPI Universal	2.33%	0%	0.00%	1.68%	0.65%
Fundos Poupança Reforma (FPR)					
Millennium Aforro PPR	2.04%	0%	0.88%	1.68%	0.36%
Espírito Santo PPR	2.23%	0.00%	1.19%	1.68%	0.55%
Millennium Poupança PPR	1.87%	0.00%	1.25%	1.68%	0.19%
BPI Reforma Acções PPR	4.78%	0%	1.98%	1.68%	3.10%
Fundos Flexíveis					
BPI Brasil	13.14%	0%	2.23%	1.68%	11.46%
Finifundo Mercados Emergentes	3.01%	0.25%	1.54%	1.68%	1.33%

Anexo 3: Lista de Fundos Nacionais

Nome	5 Anos	Nome	5 Anos
Fundos Obrigações de Taxa Indexada Euro		Fundos Misto Predominantemente Acções	
Banif Euro Corporates	-2,95	BPN Valorização	-2,11
BPN Conservador	-5,55	Finiglobal	-2,82
Caixagest Obrigações Mais Mensal	-2,81	Popular Valor	-4,51
Espírito Santo Capitalização	-1,52	Raiz Global	-0,13
Espírito Santo Capitalização Dinâmica	-2,29	Fundos de Fundos Predominantemente Obrigações	

Espírito Santo Renda Mensal	-0,85	Barclays Global Conservador	2,28
Finirendimento	-0,08	Caixagest Estratégia Dinâmica	-1,01
Millennium Premium	1,16	Millennium Prestige Conservador	0,92
Millennium Rendimento Mensal	-1,03	Multi Gestão Prudente	0,60
Montepio Obrigações	0,37	Popular Global 25	-0,05
Postal Capitalização	-0,68	Raiz Conservador	0,71
Raiz Rendimento	1,20	Fundos de Fundos Mistos	
Santander MultiCrédito	-0,64	Barclays Global Moderado	0,11
Santander MultiObrigações	-1,96	BPI Universal	2,33
Fundos Obrigações de Taxa Fixa Euro		Millennium Prestige Moderado	-0,17
Barclays Premier Obrig. Euro	3,01	Multi Gestão Equilibrada	-0,27
BPI Euro Taxa Fixa	2,61	Popular Global 50	-0,71
BPN Taxa Fixa Euro	3,23	Fundos de Fundos Predominantemente Acções	
Caixagest Obrigações Longo Prazo	1,12	Barclays Global Dinâmico	-2,40
Esp. Santo Obrigações Europa	4,56	Multi Gestão Dinâmica	-4,16
Millennium Euro Taxa Fixa	1,71	Multi Gestão Mercados Emergentes	1,57
Millennium Obrigações Europa	-2,76	Popular Global 75	-1,62
Santander Multi Taxa Fixa	4,50	Fundos Poupança Acções (FPA)	
Fundos Obrigações de Taxa Fixa Internacionais		Barclays FPA	-8,13
BPI Obrigações A.R.A.R.	2,74	BPI PPA	-5,56
Espírito Santo Obrigações Global	2,47	Caixagest PPA	-9,79
Fundos de Obrigações Euro		Espírito Santo PPA	-5,49
Popular Euro Obrigações	-0,15	Millennium PPA	-3,70
Fundos de Acções Nacionais		Santander PPA	-7,15
Banif Acções Portugal	-7,91	F.I.M. Banif PPA	-8,29
Barclays Premier Acc. Portugal	-8,71	F.I.M. PPA Finibanco	-5,84
BPI Portugal	-4,56	F.I.M. Raiz Poupança Acções	-2,37
Caixagest Accões Portugal	-9,87	F.P. ESAF PPA	-3,50
Espírito Santo Portugal Accões	-5,93	F.P. PPA Acção Futuro	-4,43
Millennium Acções Portugal	-4,44	Fundos Poupança Reforma (FPR)	
Santander Accões Portugal	-5,03	Categoria A - Menos de 5% de Acções	
F. Acções da União Europeia, Suíça e Noruega		Barclays PPR Rendimento	0,52
Banif Euro Acções	-7,23	BPI Reforma Segura PPR	-0,45
BBVA Bolsa Euro	-3,45	Santander Poupança Futura FPR	-0,43
BPI Euro Grandes Capitalizações	-2,52	F.I.M. BPI Taxa Variável PPR	-0,03
BPI Europa	-3,42	F.P. BBVA Solidez PPR	1,19
BPN Acções Europa	-0,46	F.P. PPR Garantia de Futuro	1,26
Caixagest Acções Europa	-5,07	F.P. PPR Praemium S	-0,36
Espírito Santo Accões Europa	-0,75	F.P. SGF Patr. Ref. Conservador PPR	0,89
Finicapital	-4,05	Categoria B - Entre 5% e 15% de Acções	
Millennium Eurocarteira	-3,84	Millennium Aforro PPR	2,04
Montepio Acções	-2,39	F.P. ESAF PPR Vintage	3,76

Montepio Acções Europa	-2,30	F.P. SGF Patr. Ref. Prudente PPR	-1,20
Popular Acções	-4,18	Categoria C - Entre 15% e 35% de Acções	
Postal Acções	-4,07	Barclays PPR	-0,17
Raiz Europa	-2,47	BPI Reforma Investim. PPR	-0,12
Santander Accções Europa	-4,53	Espírito Santo PPR	2,23
Fundos de Acções da América do Norte		Millennium Poupança PPR	1,87
BPI América	-1,81	Santander Poupança Investimento FPR	-0,91
Caixagest Acções EUA	-0,27	F.P. CVI PPR	1,99
Espírito Santo Acções América	-0,43	F.P. PPR 5 Estrelas	1,70
Millennium Acções América	-0,45	F.P. PPR BBVA	0,99
Santander Acções América	-2,97	F.P. PPR BNU Vanguarda	-0,76
Santander Acções USA	0,74	F.P. PPR Europa	2,76
Fundos de Acções Sectoriais		F.P. PPR Platinum	1,05
Millennium Eurofinanceiras	-12,53	F.P. SGF Patr. Ref. Equilibrado PPR	-2,99
Millennium Global Utilities	-2,70	F.P. SGF Pat. Ref. Acções PPR	-3,34
Montepio Euro Telcos	0,95	F.P. Vanguarda PPR	-0,15
Montepio Euro Utilities	-1,22	Categoria D - Mais de 35% de Acções	
Santander Euro Futuro Acções Defensivo	2,63	BPI Reforma Acções PPR	4,78
Santander Euro Futuro Banca e Seguros	-12,16	F.P. PPR Praemium V	-0,43
Santander Euro Futuro Ciclico	2,56	Fundos Índice	
Santander Euro Futuro Telecomunicações	0,31	BBVA PPA - Fundo Índice PSI20	-3,05
Outros Fundos de Acções Internacionais		Fundos Flexíveis	
BPI Reestruturações	3,81	BBVA Gestão Flexível	0,57
BPN Acções Global	-1,47	BPI Brasil	13,14
Caixagest Acções Emergentes	2,35	BPI Global	-4,05
Caixagest Acções Japão	-9,57	Espírito Santo Estratégia Activa	-0,53
Caixagest Acções Oriente	8,76	Espírito Santo Estratégia Activa II	-0,96
Espírito Santo Acções Global	-4,58	Finifundo Mercados Emergentes	3,01
Espírito Santo Mercados Emerg.	4,02	Millennium Gestão Dinâmica	-2,24
Finifundo Acções Internacionais	-6,28	Fundos Misto Predominantemente Obrigações	
Millennium Acções Japão	-10,17	BPN Optimização	-1,34
Millennium Mercados Emergentes	5,94	Caixagest Estratégia Equilibrada	0,75
		Santander Multinvest	-3,30

Anexo 4: Lista de Fundos Internacionais

SICAV F&C Portfolios Fund			
Nome	60 Meses	Nome	60 Meses
Fundos de Obrigações		Fundos de Acções Sectores Global	
F&C - Emerging Markets Bond	9,24	Fidelity Global Consumer Industries Fund	6,01
F&C - European High Yield Bond	2,01	Fidelity Global Financial Services Fund	-4,49
F&C - Global Convertible Bond	4,73	Fidelity Global Health Care Fund	2,84
Fundos de Acções		Fidelity Global Industrials Fund	5,89
F&C - European Equity	-5,85	Fidelity Global Property Fund	-0,62
F&C - Global Emerging Mkts Portfolio	9,45	Fidelity Global Technology Fund	3,32
F&C - Japanese Equity	-7,55	Fidelity Global Telecommunications Fund	4,87
F&C - North American Equity	-0,49	Fidelity II SICAV	
F&C - Pacific Equity	6,83	Fundos de Divisas	
F&C - US Smaller Companies	4,36	Fidelity II - Australian Dollar Currency Fund	4,26
F&C European Small Cap	-1,08	Fidelity II - Euro Currency Fund	1,52
Fidelity I SICAV		Fidelity II - Sterling Currency Fund	2,18
Fundos de Liquidez		Fidelity II - Swiss Franc Currency Fund	0,49
Fidelity Euro Cash Fund	1,76	Fidelity II - US Dollar Currency Fund	1,64
Fidelity USD Cash Fund	1,85	Fundos de Reserva	
Fundos de Obrigações		Fidelity II - Institutional America Fund	2,29
Fidelity Emerging Market Debt Fund	8,92	Fidelity II - Institutional Euro Blue Chip Fund	0,67
Fidelity Euro Bond Fund	2,89	Fidelity II - Institutional European Larger Compan	-0,44
Fidelity European High Yield Fund	6,70	Fidelity II - Institutional Japan Fund	-11,59
Fidelity International Bond Fund	6,01	Fidelity II - Institutional Pacific (ex-Japan) Fun	11,02
Fidelity US High Yield Fund - EUR	5,96	Schroder Investment Selection Fund SICAV	
Fidelity US High Yield Fund - USD	8,23	Fundos de Liquidez	
Fundos Mistos		Schroder Euro Liquidity	2,03
Fidelity Euro Balanced Fund	1,57	Schroder USD Liquidity	-0,56
Fidelity Growth & Income Fund	4,19	Fundos de Obrigações (Mainstream)	
Fundos de Alocação de Activos		Schroder Euro Bond	3,84
Fidelity Gestion Dynamique	-0,86	Schroder EURO Government Bond	1,83
Fidelity Gestion Equilibre	0,26	Schroder Euro Short Term Bond	2,62
Fidelity Portfolio Selector Global Growth	1,01	Schroder Global Bond	6,40
Fidelity Portfolio Selector Growth Fund	-1,68	Schroder Global Corporate Bond	4,82
Fidelity Portfolio Selector Moderate Growth Fund	0,00	Schroder Global Corporate Bond EUR Hdg	4,50
Fidelity Target 2020 Fund	1,21	Schroder Hong Kong Dollar Bond	3,16
Fidelity Target TM 2015 Euro	0,93	Schroder US Dollar Bond	5,87
Fidelity Target TM 2010 Euro	0,20	Fundos de Obrigações (Specialist)	

Fidelity Target TM 2020 Euro	-0,43	Schroder Asian Bond	2,63
Fidelity Target TM 2025 Euro	-0,98	Schroder Em. Mkt Debt EUR Hdg	4,41
Fidelity Target TM 2030 Euro	-0,95	Schroder Emerging Europe Debt Absolute Return	4,36
Fundos de Acções Europa		Schroder Emerging Markets Debt Absolute Return	5,13
Fidelity Euro Blue Chip Fund	-0,38	Schroder Euro Corporate Bond	3,97
Fidelity Euro Stoxx 50 Fund	-2,57	Schroder Global High Yield	6,18
Fidelity European Agressive Fund	-7,43	Schroder Global High Yield EUR Hdg	5,70
Fidelity European Dynamic Growth	2,97	Schroder Global Inflation Linked Bond	3,32
Fidelity European Fund	-1,43	Schroder Strategic Bd EUR Hdg	3,59
Fidelity European Growth Fund	-0,90	Schroder Strategic Bond	3,93
Fidelity European Larger Companies Fund	-1,47	Schroder Strategic Credit	0,85
Fidelity European Smaller Companies Fund	2,45	Fundos Defensivos	
Fidelity Fidelity Sélection Europe	-0,71	Schroder European Defensive	-3,13
Fidelity France Fund	0,70	Fundos de Retorno Absoluto	
Fidelity Germany Fund	4,21	Schroder European Allocation	-6,03
Fidelity Iberia Fund	1,24	Fundos Alfa	
Fidelity Italy Fund	-6,31	Schroder European Equity Alpha	-1,96
Fidelity Nordic Fund	0,43	Schroder Global Equity Alpha	2,60
Fidelity Switzerland Fund	-2,36	Schroder Japanese Equity Alpha	-8,95
Fidelity United Kingdom Fund	3,41	Fundos de Acções (Mainstream)	
Fundos de Acções América		Schroder Euro Equity	-2,32
Fidelity America Fund	2,90	Schroder European Equity	-0,40
Fidelity America Fund EUR Shares	0,76	Schroder European Equity Sigma	-4,52
Fidelity American Diversified EUR Shares	-0,91	Schroder Global Equity	2,13
Fidelity American Diversified Fund	1,25	Schroder Hong Kong Equity	15,03
Fidelity American Growth Fund	-1,77	Schroder Italian Equity	-8,96
Fidelity Latin America Fund	14,80	Schroder Japanese Equity	-10,45
Fundos de Acções Japão		Schroder Pacific Equity	8,39
Fidelity Japan Advantage Fund	-2,99	Schroder Swiss Equity	-3,65
Fidelity Japan Fund	-12,54	Schroder UK Equity	4,83
Fidelity Japan Fund EUR shares	-8,26	Schroder US Large Cap	1,60
Fidelity Japan Smaller Companies Fund	-10,81	Fundos de Acções (Specialist)	
Fundos de Acções Ásia Pacífico (excepto Japão)		Schroder Asian Equity Yield	8,49
Fidelity Asean Fund	16,49	Schroder Asian Smaller Companies	6,39
Fidelity Asian Special Situations Fund	13,32	Schroder BRIC (Brazil, Russia, India, China)	10,00
Fidelity Australia Fund	1,19	Schroder China Opportunities	16,88
Fidelity China Focus Fund	16,13	Schroder Emerging Asia	10,63
Fidelity Greater China Fund	12,77	Schroder Emerging Europe	2,90
Fidelity India Focus	10,51	Schroder Emerging Markets	9,45
Fidelity India Focus EUR	8,19	Schroder Euro Active Value	-6,62
Fidelity Indonesia Fund	26,67	Schroder European Smaller Companies	-1,29
Fidelity Korea Fund	10,19	Schroder European Special Situations	0,86
Fidelity Malaysia Fund	20,19	Schroder Global Energy	6,79

Fidelity Pacific Fund	5,00	Schroder Global Equity Yield	-0,28
Fidelity Singapore Fund	15,00	Schroder Global Property Securities	0,29
Fidelity South East Asia EUR shares	13,13	Schroder Global Property Securities EUR Hdg	-0,50
Fidelity South East Asia Fund	15,54	Schroder Global Smaller Companies	4,50
Fidelity Taiwan Fund	4,18	Schroder Greater China	12,19
Fidelity Thailand Fund	18,93	Schroder Japanese Smaller Comp.	-10,55
Fundos de Acções Internacional		Schroder Korean Equity	8,05
Fidelity Emerging Markets Fund	7,96	Schroder Latin American	11,74
Fidelity Fidelity Sélection Internationale	-1,41	Schroder QEP Global Active Value	2,37
Fidelity Global Focus EUR Fund	1,54	Schroder Swiss Equity Opportunities B	-1,62
Fidelity Global Focus Fund	3,73	Schroder Swiss Mid & Small Cap	3,73
Fidelity Global Focus GBP Fund	6,76	Schroder US Small & Mid Cap Equity	5,66
Fidelity International Fund	1,52	Schroder US Smaller Companies	5,48
Fidelity International Fund EUR shares	-0,60		
Fidelity World Fund	-0,86		