

RELATÓRIO E CONTAS 2007

**FEFSS** FUNDO DE ESTABILIZAÇÃO FINANCEIRA DA SEGURANÇA SOCIAL







FEFSS - FUNDO DE ESTABILIZAÇÃO FINANCEIRA DA SEGURANÇA SOCIAL  
RELATÓRIO E CONTAS 2007



FUNDO DE ESTABILIZAÇÃO FINANCEIRA DA SEGURANÇA SOCIAL **FEFSS**

DESTAQUE 04

APRESENTAÇÃO DO FEFSS

Estatuto Legal 05

Limites de Investimento 05

Reserva Estratégica 06

Objectivos da Política de Investimentos 06

Gestão de Risco de Mercado 06

Modelo de Governação 07

Montante sob Gestão 08

ENQUADRAMENTO DA ACTIVIDADE EM 2007

Ambiente Macroeconómico 09

Evolução dos Mercados Financeiros 20

EVOLUÇÃO DO FEFSS

Valor da Carteira e Dotações 34

Estrutura da Carteira 35

Detalhe da carteira de Rendimento Fixo 35

Detalhe da Carteira de Rendimento Variável 37

Reserva Estratégica 38

Cumprimento dos Limites Regulamentares 38

Rentabilidade e Risco 39

DEMONSTRAÇÕES FINANCEIRAS E NOTAS ÀS CONTAS

Demonstrações Financeiras 46

Anexos às Demonstrações Financeiras 51

Relatório de Auditoria 60

# RELATÓRIO DE GESTÃO DO FEFSS

## DESTAQUE

Em 2007 o Fundo de Estabilização Financeira da Segurança Social (FEFSS) recebeu transferências de quotizações, vendas de imóveis da Segurança Social e excedentes do Orçamento da Segurança Social, totalizando mais de 633.9 milhões de euros. Em 31.12.2007 o Fundo valia 4.6% do Produto Interno Bruto Português, ascendendo a mais de 7,560 milhões de euros.

O FEFSS valorizou-se 4.08% em 2007, medida obtida pelo método *time weighted rate of return*.

O FEFSS apresentou no mesmo período uma volatilidade de 2.66%, medida pelo desvio padrão anualizado das taxas de rentabilidade diárias, o que o coloca entre os fundos com perfil de risco mais conservador.

Nos últimos 5 anos o FEFSS apresenta uma taxa de rentabilidade nominal média anual de 5.65% e de 4.94% nos últimos 10 anos. Este último valor sofre ainda a influência da retenção na fonte de imposto sobre rendimentos a que o Fundo esteve sujeito até 31.12.2000.

Foram superados os objectivos estratégicos da gestão da carteira de activos do Fundo, ou seja:

» A rentabilidade nos últimos 5 anos foi superior

ao custo nominal médio anual da dívida pública Portuguesa em 1.28%;

- » A rentabilidade real média anual nos últimos 3 anos foi positiva e atingiu o valor de 2.85%;
- » A volatilidade foi similar à da carteira de dívida pública Portuguesa e inferior a 4%, ou seja, 2.66%.

Os encargos de gestão do FEFSS mantiveram-se muito competitivos se comparados com outros Fundos da mesma natureza a nível internacional, fixando-se em 0.05% do montante médio do FEFSS em 2007.

O modelo de gestão manteve-se fiel a uma lógica de indexação a uma carteira de referência constituída por 50% dívida pública Portuguesa, 25% Outra dívida da OCDE, 21% acções da OCDE e 4% imobiliário.

Atendendo à marca que a crise do mercado imobiliário norte-americano “subprime” deixa no ano 2007, é ainda relevante destacar que o FEFSS não detinha em carteira qualquer exposição a essa classe de activos, pelo que não sofreu quaisquer efeitos directos dessa crise. Os investimentos imobiliários realizados localizam-se em Portugal e na Europa e centram-se em sectores de escritórios, comércio a retalho e logística.

## APRESENTAÇÃO DO FEFSS

### Estatuto Legal

O FEFSS é um património autónomo que tem por objectivo assegurar a estabilização financeira da Segurança Social, designadamente cobrindo as despesas previsíveis com pensões por um período mínimo de dois anos (art. 1º do Regulamento de Gestão do FEFSS aprovado pela Portaria 1273/2004, de 7 de Outubro).

Nos termos do artigo 91º da Lei nº 4/2007 de 16 de Janeiro que aprova as bases gerais do sistema de segurança social:

- 1 Reverte para o Fundo de Estabilização Financeira da Segurança Social uma parcela entre dois e quatro pontos percentuais do valor percentual correspondente às quotizações dos trabalhadores por conta de outrem, até que aquele fundo assegure a cobertura das despesas previsíveis com pensões, por um período mínimo de dois anos.
- 2 Os saldos anuais do sistema previdencial, bem como as receitas resultantes da alienação de património e os ganhos obtidos das aplicações financeiras, integram o fundo a que se refere o número anterior, sendo geridos em regime de capitalização.
- 3 Pode não haver lugar à aplicação do disposto no nº1, se a conjuntura económica do ano a que se refere ou a situação financeira do sistema previdencial justificadamente o não permitirem.

Sendo património de um instituto público, o FEFSS goza de todas as isenções fiscais gerais atribuídas aos organismos do Estado com a mesma natureza. Adicionalmente, tratando-se de um fundo de capitalização administrado e gerido por uma instituição de Segurança Social, nos termos da alínea d) do nº1 do art. 9º do CIRC, os seus rendimentos estão totalmente isentos de IRC.

### Limites de Investimento

A carteira do FEFSS está legalmente sujeita a uma série de limites quanto à composição do seu activo, bem como à definição de um conjunto de operações autorizadas e de exigências mínimas quanto ao risco das contrapartes do Fundo, os quais estão definidos pela Portaria 1273/2004, de 7 de Outubro (que aprova o Regulamento de Gestão do FEFSS).

Destacam-se, assim, os seguintes limites à composição do activo do FEFSS:

- » Investimentos restringidos a activos com origem em Estados membros da União Europeia ou da OCDE denominados em qualquer moeda com curso legal nesses países;
- » Mínimo de 50% investido em títulos de dívida pública Portuguesa ou outros garantidos pelo Estado Português;
- » Máximo de 40% investido em títulos representativos de dívida privada de emitentes com *rating* não inferior a “BBB-/Baa3” ou equivalente (*investment grade*);
- » Máximo de 25% investido em acções ou activos de idêntica natureza de sociedades anónimas negociáveis em mercados regulamentados;
- » Máximo de 10% investido em unidades de participação em fundos de investimento misto;
- » Máximo de 10% investido em activos imobiliários;
- » Máximo de 5% investido em títulos que compõem a reserva estratégica;
- » Máximo de 15% de exposição, não coberta, a moeda estrangeira com curso legal em países da UE ou da OCDE.

Na salvaguarda do critério de diversificação, a aplicação de valores em títulos emitidos por uma entidade ou as operações realizadas com uma mesma contraparte não pode ultrapassar 20% dos respectivos capitais próprios nem 5% do activo do FEFSS.

Ao FEFSS é ainda permitida a utilização de instrumentos derivados quer para fins de cobertura de risco de activos susceptíveis de integrar o seu património quer para a prossecução de uma gestão eficaz da carteira, designadamente para reprodução, não alavancada, da rentabilidade dos activos subjacentes ao mesmo. O valor nominal das posições líquidas detidas em instrumentos financeiros derivados não pode exceder o valor líquido global do FEFSS, sendo que as operações destinadas a fixar o custo de aquisições futuras não podem exceder 10% do valor do FEFSS.

### Reserva Estratégica

O regulamento de gestão do FEFSS prevê ainda uma classe de activos, designada de reserva estratégica, que pode representar até 5% do FEFSS. Esta classe refere-se a participações de longo prazo no capital de sociedades que poderão representar interesses estratégicos do Estado Português ou uma vertente complementar de investimento para a carteira, com um perfil temporal mais longo e um prémio de rentabilidade necessariamente superior.

### Objectivos da Política de Investimentos

Até 2002 a estrutura da carteira de investimento mantinha uma lógica conservadora, traduzindo o princípio da “preservação do capital do FEFSS em termos reais, ano a ano” sendo, em consequência, privilegiadas as aplicações em activos de rendimento fixo.

A partir de 2003 iniciou-se a transição para uma nova política de investimentos cujo objectivo é “obter, no longo prazo, taxas médias anuais de rentabilidade superiores ao custo médio anual da dívida pública do Estado Português, com níveis similares de volatilidade”.

Este objectivo é complementado pelas seguintes lógicas de médio e curto prazo:

- » Obtenção de taxas de rentabilidade médias anuais que permitam, com um elevado grau de confiança<sup>1</sup>, a “preservação real do capital num período móvel de 3 anos”<sup>2</sup>;
- » Obtenção de rentabilidades anuais superiores à da estrutura central de referência, dispondo para tal de uma amplitude de afastamento do *benchmark*, conjugando os factores de risco em presença (duração e beta) que assegure, com nível de confiança elevado, um nível máximo de perda relativa (anual) previamente estimado.

Em consequência, a estrutura de referência (*benchmark*) do FEFSS resultante da nova política de investimentos reflecte uma maior exposição ao segmento accionista:

- » Dívida Pública Nacional – 50%
- » Outra Dívida – 25%
- » Acções – 21%
- » Imobiliário – 4%

### Gestão de Risco de Mercado

Partindo do pressuposto que o *benchmark* anual do FEFSS está alinhado com os objectivos de médio e de longo prazo definidos para o FEFSS, o enfoque da gestão tática centra-se no alcance dos objectivos de curto prazo do FEFSS: obter rentabilidades superiores às do *benchmark*.

A utilização de graus de discricionariedade na gestão tática da carteira do FEFSS implica um controlo eficaz do nível de risco, resultante das decisões de desvio da composição da carteira do FEFSS face ao seu *benchmark* (posicionamento estratégico de médio prazo). Pretende-se, assim, evitar desvios indesejáveis face à rentabilidade e risco proporcionados pelo mercado em que o FEFSS pode investir.

Desta forma, a gestão tática da carteira do FEFSS

<sup>01</sup> Estabelecido em 95%.

<sup>02</sup> Cf. Carta de Missão do IGFCCS, I.P.

é condicionada a que, com 95% de probabilidade, o *excess return* projectado para o horizonte temporal de 1 ano seja igual ou superior a -0.80%. Caso o *excess return* projectado ultrapasse esse limite deve imediatamente ser analisada a necessidade de ajustar as decisões táticas. A natureza dos ajustamentos a implementar é objecto de discussão caso a caso.

A metodologia de controlo recorre ao conceito de *Value at Risk (VAR)*: variação máxima potencial do valor da carteira que poderá ocorrer num determinado período de tempo para um dado nível de confiança. Dado estar-se perante uma gestão indexada face a um *benchmark*, utiliza-se em concreto o VAR relativo, ou seja, o risco de performance inferior à do *benchmark* predefinido.

Assim, semanalmente, procede-se ao cálculo da distribuição de probabilidades para o *excess return* projectado a 1 ano, de modo a verificar se o valor obtido para o percentil 5% dessa distribuição não ultrapassa o limite fixado de -0.80%.

Esta metodologia é aplicada à carteira do FEFSS excluindo a componente de Reserva Estratégica.

A exposição a derivados é acrescida às classes de risco base mais similares.

O *benchmark* utilizado para o ano de 2007 foi definido da forma descrita na Tabela 1.

## Modelo de Governação

Tendo em vista a implementação da gestão do FEFSS em conformidade com o respectivo regulamento publicado pela Portaria nº 1273/2004, de 7 de Outubro, o Conselho Directivo do IGFCSS, IP definiu um modelo de governação de acordo com o esquema especificado na Tabela 2.

Deste modo, foram identificadas dois tipos de necessidades de subcontratação externa de serviços de gestão de activos:

- diversificação do risco gestor, isto é, um sistema de gestão competitiva com o IGFCSS (mandatos competitivos).
- complementaridade, ou seja, contratar serviços de gestão em segmentos dos mercados para os quais o IGFCSS não dispõe de recursos internos para os explorar (mandatos complementares).

TABELA 01 | BENCHMARK

Tipo de activo	Índice de aferição	Peso
Rendimento Fixo		
Dívida em convergência	Yield projectada para convergência em 1 Jan. 2007	C%
Dívida pública portuguesa a mercado	EFFAS Portugal maturidades superiores a 1 ano	P%
Restante dívida a mercado	Merrill Lynch Global Broad Market Index ex-MBS fully hedged	(79%- C%-P%-Im)%
Rendimento Variável	x% * DJStoxx600 + + 5% S&P500 (USD)+ [ y%-(5%/21%)] * S&P500 (EUR) + + z%*TOPIX	21%
Imobiliário	Yield Bund 10Y+2%	4%

Notas:

C% – peso da dívida em convergência na carteira FEFSS excluindo Reserva Estratégica.

P% – peso da dívida pública portuguesa na carteira FEFSS excluindo Reserva Estratégica, com limite máximo de 50% \*FEFSS / FEFSS sem Reserva Estratégica.

x% – peso diário em € da capitalização bolsista do índice DJStoxx600 no somatório dos índices DJStoxx600, S&P500 e TOPIX.

Y% - peso diário em € da capitalização bolsista do índice S&P500 no somatório dos índices DJStoxx600, S&P500 e TOPIX.

z% – peso diário em € da capitalização bolsista do índice TOPIX no somatório dos índices DJStoxx600, S&P500 e TOPIX.

Im% - peso do imobiliário na carteira FEFSS excluindo Reserva Estratégica.

Os índices utilizados são Price Index.

Este modelo de governação mereceu o parecer favorável do Conselho Consultivo do IGFCCS, IP em reunião realizada em 25.07.2007.

### Montante sob gestão

Em 31 de Dezembro de 2007 o valor do FEFSS ascendia a 7,560,237,346.41 Euro. Durante o exercício de 2007 foram recebidas dotações do Estado no montante de 633,954,415.36 Euro, provenientes na sua maior parte do saldo do subsistema previdencial. O montante médio sob

gestão ao longo 2007 foi de 7,012,788,750.63 Euro.

O valor acumulado do FEFSS em final de 2007 representava cerca de 86.2% do gasto anual com pensões<sup>3</sup> (10.3 meses em relação ao objectivo de 2 anos definido na Lei) e correspondia a cerca de 4.6% do Produto Interno Bruto Português<sup>4</sup>. Com base nos dados mais recentes disponibilizados pelo *ranking* da revista *IPE – Investment & Pensions Europe*, o FEFSS seria o 83º maior fundo de pensões europeu (consultar Tabela 3).

TABELA 02 | **MODELO DE GOVERNAÇÃO**

Montante	Tipo de mandato	Gestão	Objectivo
10%	Imobiliário	Interna Via FII	<i>Expertise</i>
65%	Acções OCDE Obrigações OCDE Obrigações Portugal	Indexada Interna	Diversificação do risco gestor Competitividade
10%	Acções OCDE Obrigações OCDE Obrigações Portugal	Indexada Interna	Diversificação do risco gestor Competitividade
10%	Infra-estruturas Acções não cotadas Gestão não indexada	Externa	Complementaridade
5%	Reserva Estratégica	Interna/Tutela	Interesse público

TABELA 03 | **RANKING DE FUNDOS DE PENSÕES EUROPEUS**

Ranking	Fundo	País	2007	2006
1	Government Pension Fund Global	Noruega	218,239.60	176,394.10
2	ABP	Holanda	201,000.00	186,902.92
3	AP Fonden 1,2,3,4,6,7	Suécia	101,381.30	89,420.00
4	PGGM	Holanda	90,000.00	69,001.00
5	British Telecommunications	Reino Unido	56,372.10	42,543.70
6	ATP	Dinamarca	50,500.00	53,430.60
7	Alecta	Suécia	46,655.90	44,000.60
8	Universities Superannuation Scheme	Reino Unido	42,012.00	38,570.80
9	BVK - Bayerische Versorgungs	Alemanha	40,800.00	38,000.60
10	Coal Pension Trustees	Reino Unido	36,985.40	27,343.00
...	...	...		
82	Bayerische Gemeinde	Alemanha	7,683.60	6,720.50
<b>83</b>	<b>FEFSS (31-12-2007)</b>	<b>Portugal</b>	<b>7,560.24</b>	<b>6,640.26</b>
84	Lufthansa	Alemanha	7,468.50	4,132.00

Valores em Milhões de Euros

Fonte: Revista *IPE – Investment & Pensions Europe* de Setembro 2007.

Os dados apresentados correspondem aos mais recentes disponíveis naquela data, excepto para o FEFSS para o qual se utilizou o valor de 31 de Dezembro 2007.

<sup>03</sup> Dados provisórios disponibilizados pelo CNP relativos a despesas com pensões durante o ano de 2007.

<sup>04</sup> Valores divulgados pelo INE relativos ao ano de 2007 (valores mais recentes à data).

## ENQUADRAMENTO DA ACTIVIDADE EM 2007

### Ambiente Macroeconómico

A economia mundial registou em 2007 uma moderação no crescimento, progredindo ainda a um ritmo assinalável de 5.2%, após ter crescido 5.4% no ano de 2006. A responsabilidade deste abrandamento imputa-se, na sua maior parte, aos países desenvolvidos, cujo crescimento abrandou de 2.9% em 2006 para 2.7% em 2007. Numa óptica mais circunscrita, verifica-se que nos países do G7 o abrandamento ganhou maior expressão, observando-se um recuo da taxa de crescimento do

produto de 2.6% no ano de 2006, para 2.1% em 2007.

A problemática decorrente dos incumprimentos massivos de empréstimos hipotecários não convencionais e de menor qualidade creditícia, teve por consequência, para além da escalada de problemas nos mercados financeiros, um aumento excepcional da oferta de habitações no mercado imobiliário, resultando em descidas históricas dos preços das casas e consequentemente numa quebra dramática da actividade de construção residencial.

GRÁFICO 01 | PIB E OUTPUT GAP

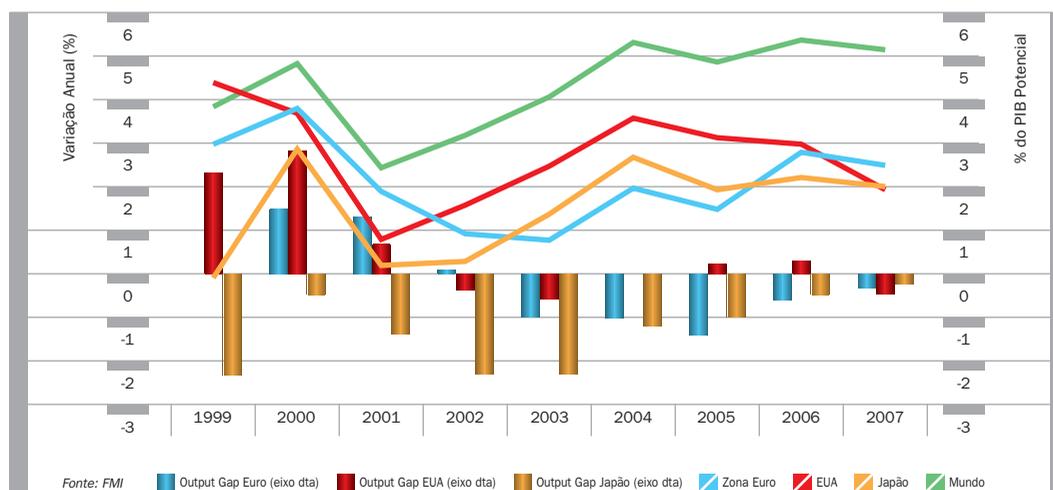
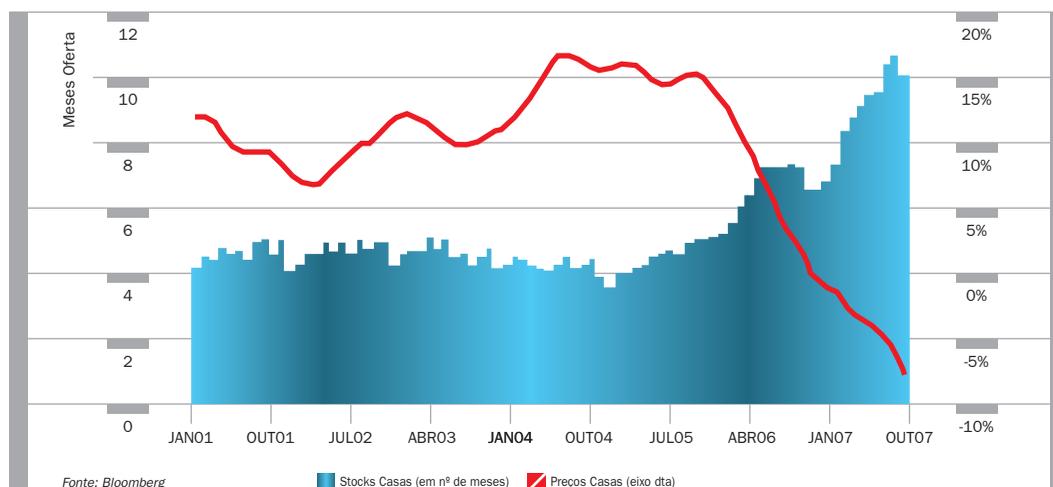


GRÁFICO 02 | HABITAÇÃO: OFERTAS E PREÇOS



### GÉNESE DE UMA CRISE IMOBILIÁRIA

Tradicionalmente, a sociedade norte-americana mantinha uma propensão para a contratação de empréstimos para compra de habitação com taxa fixa. A descida da taxa de juro directora do FED em 2001 para níveis invulgarmente baixos resultou na possibilidade de acesso a liquidez a um custo historicamente reduzido.

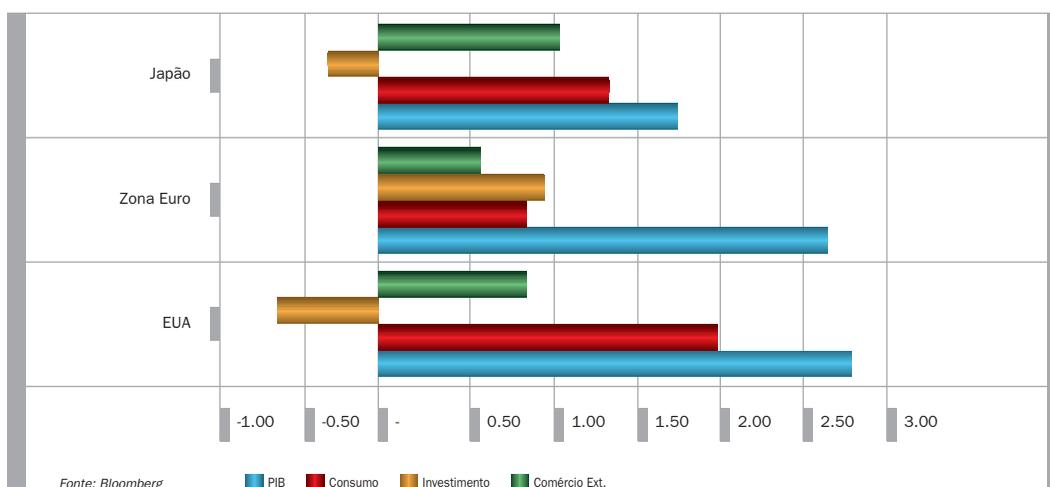
O comportamento da procura por imobiliário residencial iniciou então um percurso de divergência com factores determinantes históricos: um desemprego mais elevado e menor rendimento disponível deixaram de constituir um óbice à compra de habitação. A valorização do imobiliário, as reduzidas taxas de curto prazo e o relaxamento dos critérios de concessão de crédito motivaram a procura de habitação por novos segmentos da população com a expectativa de apreciação permanente do colateral e que, tradicionalmente, não reuniam condições de acesso ao crédito hipotecário.

Assistiu-se a uma proliferação de modalidades menos convencionais de produtos hipotecários baseadas em taxas variáveis que incluem, por exemplo, “pagamentos choque” findo um período de carência para amortização de capital, amortizações negativas ou “*no doc loans*” em que não se procedia à verificação das condições financeiras dos contratantes. O “*Subprime*” começa a ganhar expressão em 2003. Emissões de subprime fora da esfera da FHA (*Federal Housing Administration*) estão na origem da menor regulação.

Generalizou-se a convicção de que o preço das casas continuaria *ad eternum* a subir, representando um investimento de baixo risco com elevado potencial de valorização, associado a benefícios fiscais na parte concernente ao pagamento de juros. Tal convicção foi amplamente alimentada quer por responsáveis políticos, quer por individualidades académicas e responsáveis do sector, com base na crença da capacidade de auto regulação do mercado. Argumentavam que as valorizações imobiliárias dependiam por um lado de factores locais, sendo altamente improvável uma queda generalizada de preços a nível nacional, e por outro de factores demográficos favoráveis (*eco-boomers* e imigrantes).

As novas modalidades de crédito assumiram grande responsabilidade na anterior apreciação do preço das casas e foram também os respectivos segmentos de crédito os principais responsáveis pelas situações de incumprimento.

GRÁFICO 03 | CONTRIBUIÇÕES PARA O CRESCIMENTO DO PRODUTO



Os **países em desenvolvimento** continuaram a apresentar globalmente um crescimento vigoroso, cerca de 8% em 2007, ritmo idêntico ao de 2006, resultado de fortes dinâmicas internas e de sectores exportadores enérgicos e competitivos. As três principais economias emergentes ofereceram uma contribuição de quase 25% para o crescimento mundial: a economia da China cresceu cerca de 11%, a Índia 9% e a Rússia perto de 8%. Durante o ano de 2007, a ameaça presente nos **desequilíbrios das balanças de transacções** correntes, primordialmente da China e dos E.U.A., perdeu protagonismo para os desenvolvimentos do mercado imobiliário residencial. Esta disparidade entre taxas de poupança, mínimas nos E.U.A., avolumadas em outras economias, resulta

em avultadas reservas das economias asiáticas e, de forma geral, dos países exportadores de petróleo e matérias-primas. Estes últimos países continuam a assumir um elevado potencial desestabilizador o qual é acentuado pela quase total ausência de ajustamentos cambiais de mercado na maioria dos países da Ásia.

Em resultado de uma actividade exportadora dinâmica por parte das economias asiáticas e de uma redução modesta do défice comercial norte-americano, não assistimos durante o ano de 2007, a ajustamentos expressivos dos desequilíbrios, transitando para 2008 os riscos subjacentes à perpetuação da actual situação. O risco de ocorrência de ajustamentos súbitos viu-se relegado para segundo plano em consequência de expecta-

GRÁFICO 04 | **CONTRIBUIÇÃO PARA O CRESCIMENTO MUNDIAL EM 2007 (%)**  
Comparativo com base em paridades de poder de compra para 70% da economia mundial

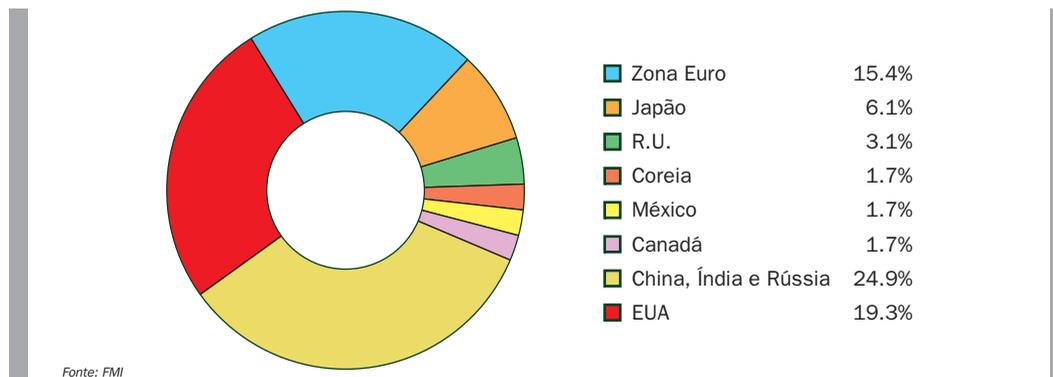
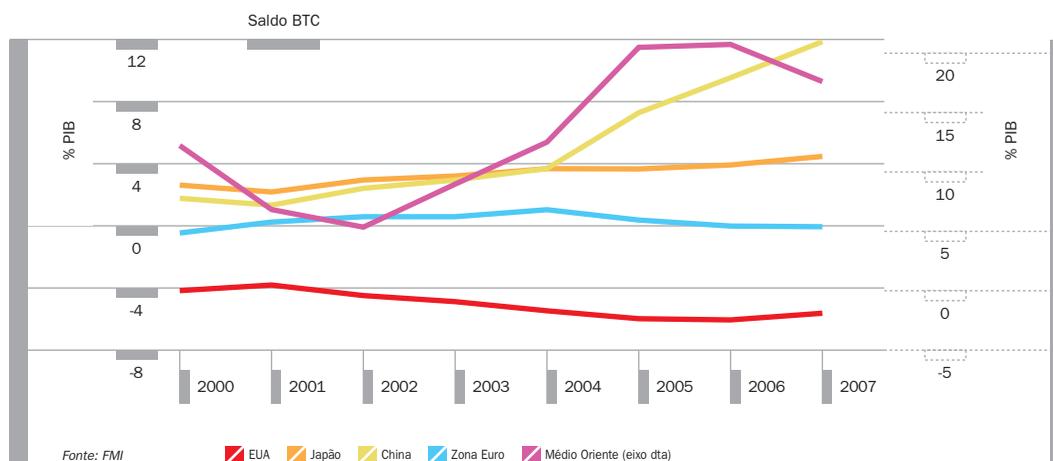


GRÁFICO 05 | **BALANÇA DE TRANSACÇÕES CORRENTES**



tivas de algum reajustamento no futuro com origem na moderação do crescimento da economia norte-americana.

A acompanhar a actividade económica vigorosa dos países em desenvolvimento esteve uma procura intensa por **petróleo e matérias-primas**. O preço do petróleo aproximava-se dos 100 USD/barril no final do ano tendo registado uma média de 73.8 USD/barril em 2007. Para além da importante procura efectiva por petróleo, factores de natureza geopolítica (Irão e Turquia) reforçaram as pressões sobre o preço.

Também nos produtos alimentares se registaram tensões significativas nos preços, resultantes por um lado, do incentivo político à produção de biocombustíveis que desequilibraram subitamente a

relação de procura/oferta de produtos de base como a soja e o milho, e por outro, da maior procura a nível global de produtos alimentares em consequência de uma melhoria das condições de vida em países em desenvolvimento. A agravar a situação estiveram algumas epidemias animais, de entre as quais a mais grave foi a epidemia da espécie suína na China que contribuiu fortemente para o aumento da inflação no país.

A progressão da inflação, cuja tendência já se conhecia em alta nos últimos meses de 2007 em razão de importantes efeitos de base vindos de 2006, encontrou-se exacerbada pela evolução do preço do petróleo e bens alimentares. Os valores de final de ano ultrapassaram os 3% na zona euro e os 4% nos E.U.A., delineando um cenário macro-

GRÁFICO 06 | EVOLUÇÃO DO PREÇO DAS MERCADORIAS

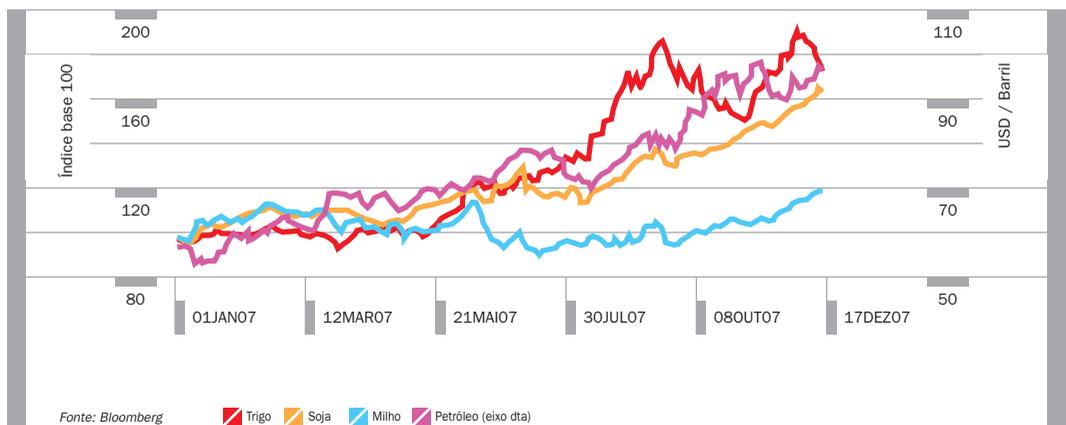


GRÁFICO 07 | INFLAÇÃO  
Preços no consumidor

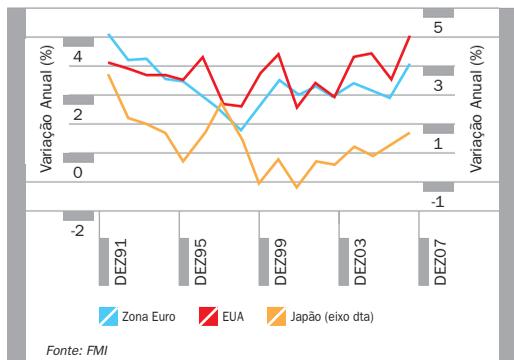
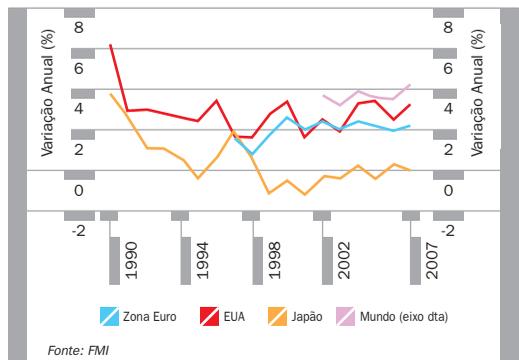


GRÁFICO 08 | INFLAÇÃO  
Preços no consumidor



-económico atípico no qual um abrandamento económico coexiste com uma inflação substancialmente superior aos objectivos dos bancos centrais, desencadeando apreensão quanto a um possível elevar de expectativas de inflação. No Japão, por razões idênticas, a inflação registou valores amplamente positivos, que não correspondem contudo ao confirmar do emergir de um cenário de deflação uma vez que os preços não respeitantes a energia e alimentação permaneceram em 2007 ligeiramente negativos.

Neste contexto, assistimos a actuações diferenciadas por parte dos bancos centrais. As autoridades monetárias das economias da China, Coreia do Sul, Austrália, Nova Zelândia e África do Sul identificaram riscos de evolução em alta da inflação mediante a forte dinâmica da actividade económica, procedendo a subidas das respectivas taxas directoras. A zona euro, Canadá, Reino Unido e Japão viram uma fase de subida de taxas abreviada por influência dos desenvolvimentos da economia norte-americana.

A Reserva Federal norte-americana assumiu uma atitude activa, procedendo a descidas “preventivas” da taxa de juro de referência por forma a tentar evitar a transmissão de efeitos à economia real da crise de liquidez e de crédito desencadeada pelo problema do *subprime* em meados do ano. O BCE viu interrompido o ciclo de subida de taxas

iniciado em final de 2005, fundamentando-se na elevada incerteza presente nos mercados financeiros e das relações atípicas destes com a política monetária. Por razões semelhantes o BoJ entendeu que o processo que referia como de normalização da política monetária não tinha condições para prosseguir para além da subida de 0.25% para 0.50% levada a cabo no mês de Fevereiro.

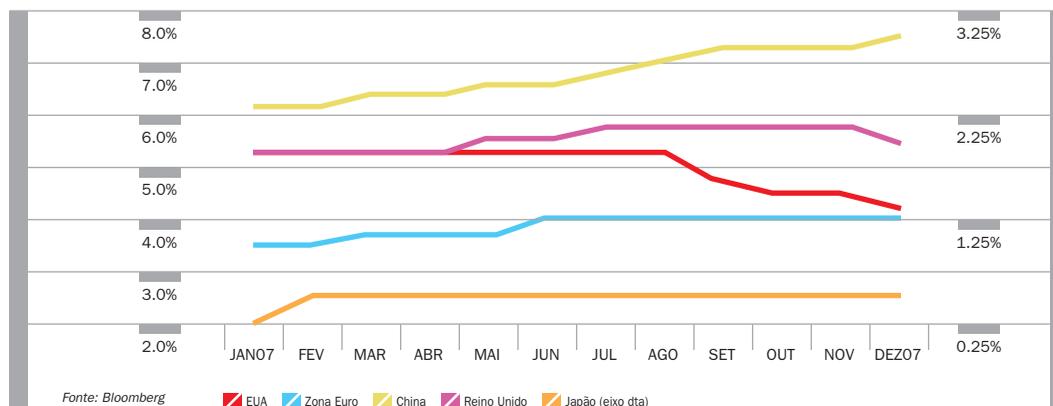
### Zona Euro

Apesar de um contexto menos favorável ao crescimento económico ter ocorrido, em particular, na 2ª metade de 2007, a actividade da Zona Euro teve uma performance muito assinalável, com a economia a progredir a um ritmo sensivelmente idêntico ao de 2006, em torno de 2.6%, claramente acima do que se estima ser o seu crescimento potencial.

O consumo privado revelou uma progressão mais contida do que a que seria esperada na óptica da transmissão da riqueza criada pelo sector empresarial para o factor trabalho.

Apesar da progressiva diminuição da taxa de desemprego em quase todos os países da região, o crescimento do rendimento disponível real das famílias manteve-se reduzido devido ao fraco crescimento dos salários, por força do esforço de reestruturação empresarial mantido nos últimos anos, dos fenómenos migratórios intensos dentro

GRÁFICO 09 TAXAS DE REFERÊNCIA DOS BANCOS CENTRAIS



da UE, e do acréscimo competitivo originado pela globalização. A continuação do processo de ajustamento monetário, com concomitante continuação de subida de taxas, e a forte escalada do preço do petróleo terão também pesado para a não efectivação de um crescimento de consumo em linha com as demais componentes do produto. Assim, a principal explicação para o bom desempenho económico derivou, mais uma vez, do forte crescimento das exportações, que induziram um clima empresarial muito optimista, disponível para aumentar a capacidade produtiva instalada e gerando mais investimento. De facto, a continuação do forte crescimento da economia mundial, no actual momento do ciclo, beneficia sobretudo as

economias exportadoras de bens de capital intensivo (bens de capital e industriais), com particular predominância para a economia alemã. Para além das economias asiáticas, os países da EU-13 têm aproveitado o processo de “catching-up” dos seus parceiros de leste, designadamente a Federação Russa, Polónia e a Rep.Checa.

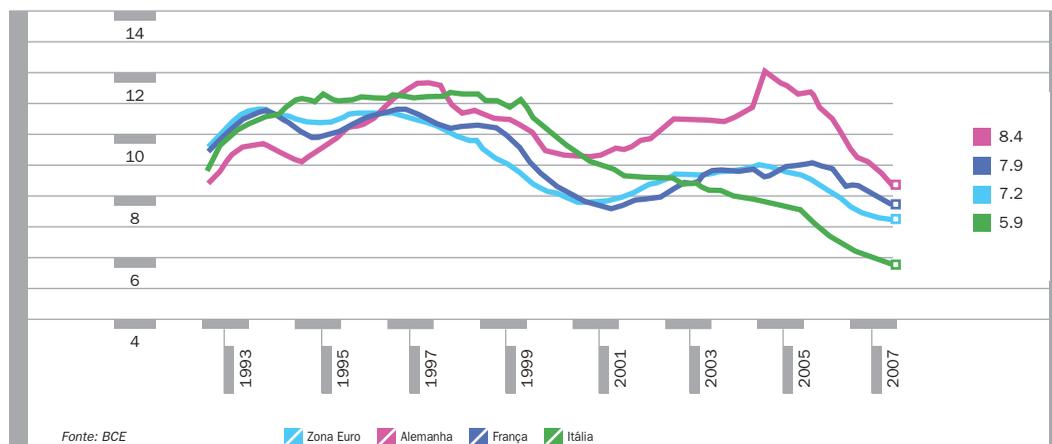
O ano de 2007 assistiu a uma forte apreciação da moeda única, quando medida em termos efectivos, na ordem dos 6.25%, com potencial para desencadear alguma perda de competitividade via preço. Por outro lado, deve igualmente notar-se que a evolução cambial contra os países que mais importam da região foi praticamente negligenciável, sustentando assim a continuação de uma

TABELA 04 | PIB DA ZONA EURO NA ÓPTICA DA DESPESA (TAXAS DE CRESCIMENTO)

	Estrutura PIB 2007	Dados Anuais			Dados Trimestrais Homólogos				Contributos médios PIB 2007	Média 1992-2007
		2005	2006	2007	2007 Q1	2007 Q2	2007 Q3	2007 Q4		
Consumo Privado	56.05%	1.5	1.8	1.4	1.4	1.6	1.6	1.1	0.8	1.8
Gastos Públicos	20.04%	1.4	1.9	2.1	2.2	2.1	2.2	1.8	0.4	1.7
FBCF	21.87%	2.7	4.9	4.8	6.9	4.1	4.5	3.7	1.0	2.2
Exportações	41.29%	4.5	7.8	6.0	6.6	5.8	7.1	4.4	0.4	5.9
Importações	-39.63%	5.2	7.6	5.2	6.0	5.0	5.9	3.8		5.5
<b>PIB Real</b>	<b>100.00%</b>	<b>1.5</b>	<b>2.8</b>	<b>2.6</b>	<b>3.1</b>	<b>2.4</b>	<b>2.6</b>	<b>2.2</b>	<b>2.6</b>	<b>2.4</b>

Fonte: Eurostat

GRÁFICO 10 | EVOLUÇÃO DA TAXA DE DESEMPREGO NA ZONA EURO



forte dinâmica exportadora e de investimento. Como resultado dos níveis contidos de crescimento do consumo das famílias e salários reais, as pressões para a subida dos preços, por via da procura, mantiveram-se controladas. Desta forma, o andamento geral dos preços no consumidor foi resultado do andamento das variáveis mais voláteis: preço do petróleo durante todo o ano e forte progressão dos preços de alimentação na segunda metade do ano. Os efeitos base resultantes dos fortes aumentos do crude em 2006 fizeram-se sentir de forma mais pronunciada, o que resultou numa taxa de inflação geral abaixo de 2% até Agosto, seguida por uma escalada significativa no último quadrimestre para 3.1% em Dezembro. Em termos médios, a inflação anual foi de 2.1% (em torno do objectivo do BCE).

Na senda do percurso iniciado em finais de 2005, a autoridade monetária prosseguiu com a reposição de níveis de taxas de juro para patamares mais neutrais. Subiu por duas vezes a taxa de referência em 25 p.b., fixando-a nos 4.0%, mas interrompeu os seus intentos em Agosto, no rebenar da crise financeira do crédito imobiliário *sub-prime*. As perspectivas de um crescimento em torno do potencial e as ameaças à estabilidade dos preços decorrentes da subida das matérias-primas mantêm o BCE numa postura “agressiva”. No entanto

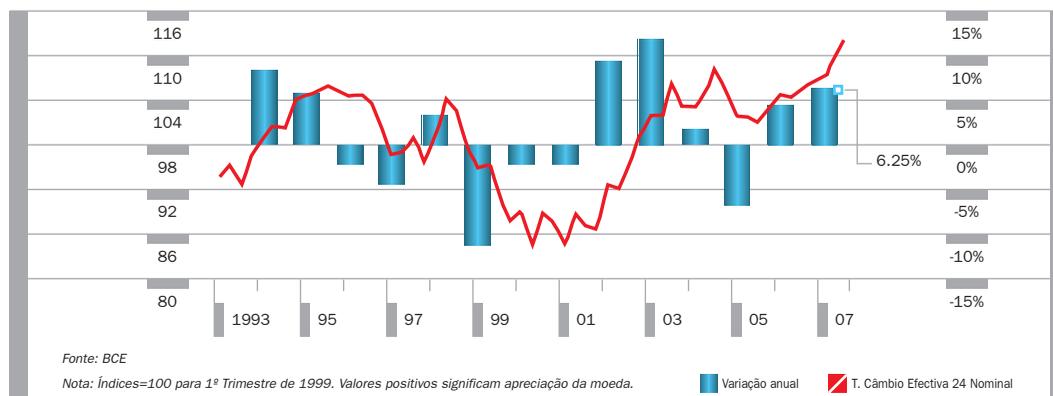
à entrada para 2008 o campo de manobra estava claramente limitado pela incerteza decorrente do crescimento económico americano e do impacto da crise de crédito entretanto instalado, cujas repercussões nas exportações europeias poderão ser significativas.

## EUA

Contaminada pela continuação de uma forte contracção da actividade imobiliária, com consequências desastrosas na crise do “*sub-prime*” e por uma natural desaceleração cíclica da procura doméstica interna (consumo privado e investimento), a economia americana registou um abrandamento da sua actividade em 2007, crescendo a um ritmo abaixo do seu potencial (que agora se estima em torno dos 2.5%).

O principal impulsionador continuou a ser o sector residencial, com fortes reduções de procura de habitação, a alicerçarem níveis de casas por vender em máximos históricos, motivando reduções substanciais nos preços. O aumento dos níveis de incumprimentos, designadamente no segmento de risco mais reduzido, trouxe preocupações acrescidas para um desfecho positivo a breve prazo. Esta situação deu azo à queda da confiança dos empresários no sector e na restante economia, contaminando de forma profunda as práticas bancárias com que, em finais de 2007, aperto dos

GRÁFICO 11 | EVOLUÇÃO DA TAXA DE CÂMBIO NOMINAL EFECTIVA EURO



critérios de concessão de crédito e diminuição do volume dos empréstimos a toda a escala.

Apesar das expectativas para 2008 serem desfavoráveis, o consumo das famílias manteve-se extremamente resiliente às condições adversas, em especial na componente de serviços. A pujança demonstrada pelo mercado de trabalho foi evidente, com ritmos ainda muito consideráveis de criação de emprego, e uma taxa de desemprego com poucas flutuações situando-se, em média, em torno da taxa de desemprego natural. Esta boa performance permitiu anular parte do efeito negativo de extracção de riqueza associado à contracção nas taxas de crescimento do preço das casas. O rendimento disponível das famílias manteve-se elevado e a taxa de poupança suficien-

temente baixa para promover taxas de crescimento do consumo privado em torno da média dos últimos anos.

O investimento não residencial viu reduzido o seu crescimento face aos níveis elevados dos últimos 3 anos, como resultado de um menor optimismo para a evolução económica em 2008, de uma actividade manufactureira menos pujante e de algum aperto em sectores relacionados com o segmento habitacional.

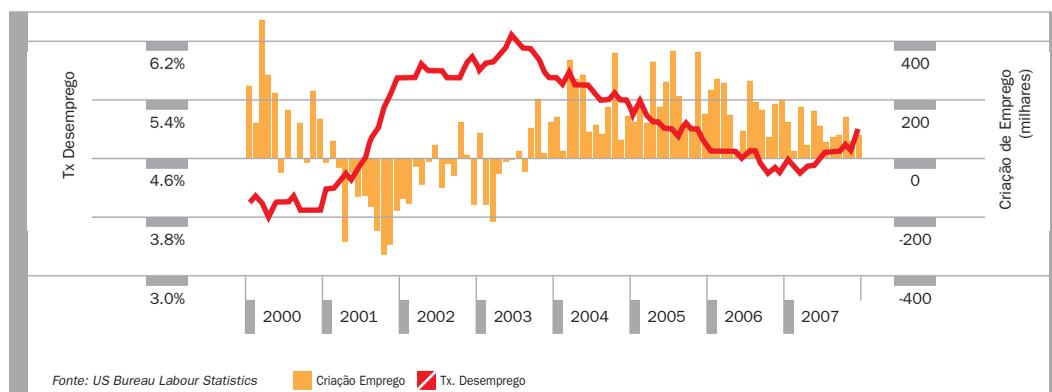
Na componente externa verificou-se uma inversão no andamento do excessivo défice comercial americano. As exportações começaram a ganhar tracção, como resultado de um dólar progressivamente mais enfraquecido, enquanto que o menor ritmo de consumo interno terá contribuído para

TABELA 05 | PIB DOS EUA NA ÓPTICA DA DESPESA (TAXAS DE CRESCIMENTO)

	Estrutura PIB 2007	Dados Anuais			Dados Trimestrais Homólogos				Contributos PIB 2007	Média desde 1960
		2005	2006	2007	2007 Q1	2007 Q2	2007 Q3	2007 Q4		
Consumo Privado	70.23%	3.2	3.1	2.9	3.2	2.9	3.0	2.5	2.0	3.6
Gastos Públicos	19.36%	0.7	1.8	2.1	1.2	1.9	2.7	2.5	0.4	2.3
Investimento não Resid.	10.66%	7.1	6.6	4.8	2.5	4.1	5.1	7.4	0.5	5.2
Variacão Stocks	-	-	-	-	-	-	-	-	-0.3	-
Investimento Residencial	4.79%	6.6	-4.6	-16.9	-16.5	-16.5	-16.5	-18.3	-1.0	3.5
Exportações	11.71%	6.8	6.8	7.9	6.6	7.1	10.3	7.7	0.9	6.2
Importações	-16.85%	5.9	5.9	2.0	2.9	2.0	1.7	1.4	-0.3	6.8
<b>PIB Real</b>	<b>100.00%</b>	<b>3.1</b>	<b>2.9</b>	<b>2.2</b>	<b>1.5</b>	<b>1.9</b>	<b>2.8</b>	<b>2.5</b>	<b>2.2</b>	<b>3.3</b>

Fonte: BEA (Bureau Economic Analysis)

GRÁFICO 12 | EVOLUÇÃO DA TAXA DE DESEMPREGO E CRIAÇÃO DE EMPREGO EUA (DADOS MENSAIS DESDE 2000)



alguma desaceleração das importações, ainda assim, muito prejudicadas pela escalada do preço do petróleo.

O andamento dos preços caracterizou-se por uma forte volatilidade, decorrente de efeitos base associados à componente energética e à evolução dos preços de alimentação. As medidas *core*, traduziram alguma estabilidade, no limite dos níveis considerados razoáveis pela autoridade monetária, tendo em conta alguma acalmia nas componentes de rendas de habitação (com peso proeminente no cabaz de preços considerado). A redução progressiva da produtividade e consequente aumento dos custos laborais unitários, o andamento do preço do crude e a depreciação da moeda perfilavam-se como os principais riscos

no final do ano, com potencial para desancorar as expectativas inflacionistas nos agentes económicos.

Atendendo à crise financeira instalada a partir de Agosto, num contexto de forte redução de liquidez nos mercados monetário e de crédito, o FED viu-se obrigado a actuar mais cedo do que estaria a prever. Distinguindo entre a necessidade de repor alguma normalidade no sistema financeiro e o impacto sobre a economia real efectuou, desde essa altura, cortes significativos na taxa de referência, reduzindo-a de 5.25% para 4.25% (a taxa que vigorava em Dezembro de 2007). Alargou, adicionalmente, os seus instrumentos de política monetária, promovendo o uso da taxa de desconto<sup>5</sup> pelas instituições financeiras, e injectou, a prazo,

GRÁFICO 13 | EVOLUÇÃO DA TAXA DE CÂMBIO NOMINAL EFECTIVA DÓLAR

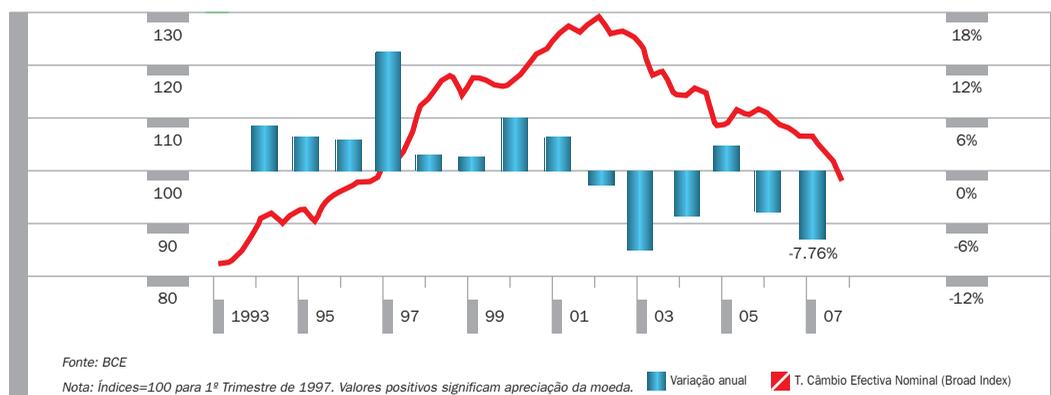


TABELA 06 | PIB DO JAPÃO NA ÓPTICA DA DESPESA (TAXAS DE CRESCIMENTO)

	Estrutura PIB 2007	Dados Anuais			Dados Trimestrais Homólogos				Contributos médios PIB 2007	Média 1995-2007
		2005	2006	2007	2007	2007	2007	2007		
		CY	CY	CY	1Q	2Q	3Q	4Q		
Consumo Privado	56.89%	1.3	2.0	1.5	1.7	1.0	2.0	1.1	0.9	1.2
Gastos Públicos	17.56%	1.6	-0.4	0.8	0.8	0.6	0.3	1.6	0.1	2.3
Investimento Residencial	3.36%	-1.5	0.9	-9.3	1.1	-3.0	-11.4	-21.5	-0.3	-2.7
Investimento Não Resid.	16.36%	9.2	4.3	2.2	7.1	0.3	0.6	0.8	0.2	2.5
Investimento Público	4.11%	-10.1	-8.1	-2.1	-5.9	-1.9	1.0	-1.5	-0.1	-4.3
Exportações	17.65%	7.0	9.7	8.8	7.6	7.9	8.6	11.1	1.6	6.4
Importações	-15.92%	5.8	4.2	1.7	1.9	1.4	1.5	2.0	-0.3	4.6
<b>PIB Real</b>	<b>100.00%</b>	<b>1.9</b>	<b>2.4</b>	<b>2.1</b>	<b>3.0</b>	<b>1.7</b>	<b>1.7</b>	<b>2.0</b>	<b>2.1</b>	<b>1.4</b>

Fonte: Japan ESRI (Economic and Social Research Institute)

<sup>05</sup> Taxa de juro cobrada pelos empréstimos efectuados pela Reserva Federal directamente aos bancos comerciais e outras instituições financeiras.

mais dinheiro no sistema, através de “*Term Auction Facilities*”<sup>06</sup>. A actuação preventiva da Reserva Federal no final do ano, deixava adivinhar cortes adicionais em 2008, pela necessidade de evitar o alastramento de uma crise de crédito à actividade global, visando impedir a entrada da economia numa fase de recessão.

### Japão

A recuperação económica japonesa, iniciada em finais de 2002, tendo alcançado níveis de crescimento acima do potencial (com progressiva redução e fecho do “*output gap*” negativo), deu alguns sinais de esgotamento no decorrer deste último ano, com a economia a regressar a um crescimento em torno de 2% no ano de 2007.

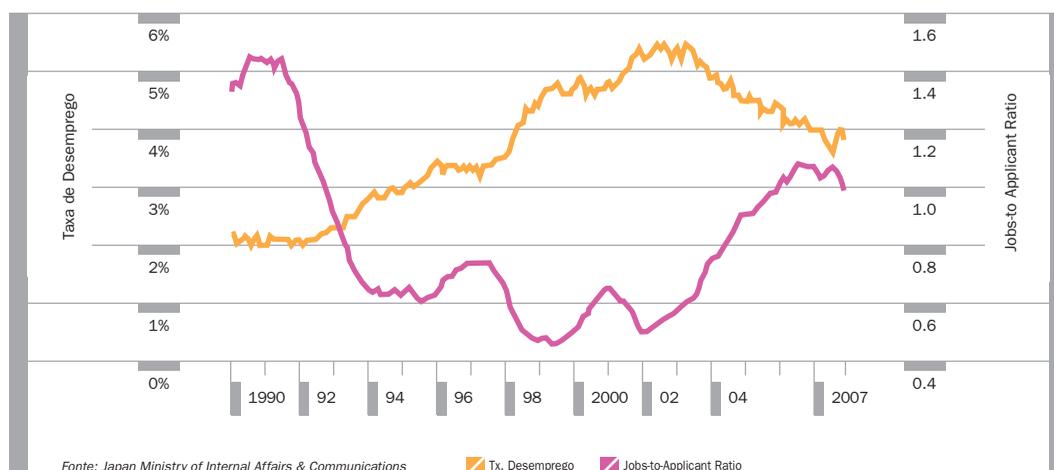
Parte desta desaceleração decorreu essencialmente da pouca tracção dos mecanismos de transmissão para a economia real, no processo de transferência de riqueza dos lucros das empresas (em crescendo nos últimos anos) para as famílias, sob a forma de rendimentos do trabalho mais elevados dos que se verificaram. Em 2007, o crescimento médio do consumo privado rondou

os 1.5%, apesar da progressão real dos salários ter sido praticamente nula, pelo que a principal contribuição adveio maioritariamente do aumento da massa salarial, como resultado da evolução favorável da taxa de desemprego.

O elemento condutor mais proeminente para a fraca performance nipónica foi, no entanto, o investimento residencial, ainda que com um carácter temporário. Não obstante deter um peso pouco expressivo na composição do PIB, este sector foi prejudicado por um conjunto de disposições legais associadas a novos “standards” de construção (decorrentes de uma geografia sujeita a terramotos), facto que originou quedas substanciais no início de construção de novas casas.

Num contexto de forte dinâmica do crescimento económico mundial, com especial predominância dos seus principais parceiros comerciais, e com uma evolução cambial particularmente favorável depois de dois anos de fortes depreciações (em termos efectivos), o Japão conservou uma forte actividade exportadora, que contribuiu com mais de 50% para o crescimento económico no ano de 2007. Os principais beneficiários foram as grandes

GRÁFICO 14 | EVOLUÇÃO DA TAXA DE DESEMPREGO E RÁCIO EMPREGOS/CANDIDATOS JAPÃO



<sup>06</sup> Empréstimos com maturidades e montantes predefinidos, cuja taxa resulta directamente da procura de mercado, através de sistema de leilão.

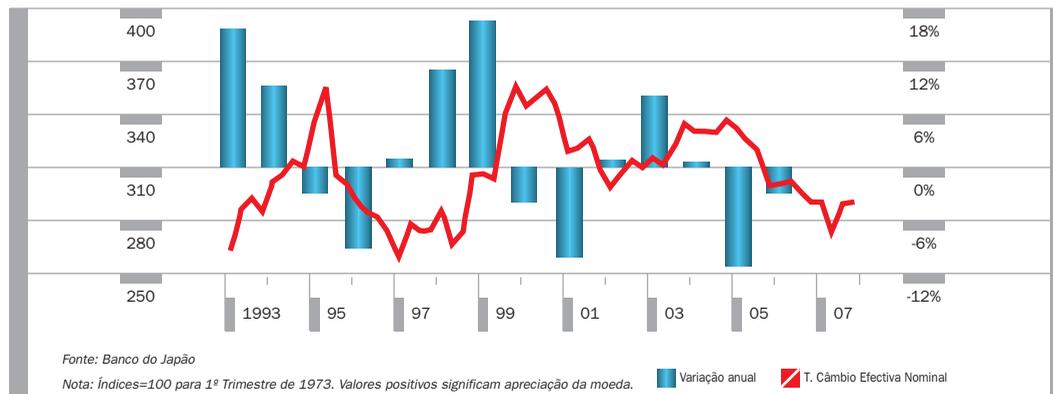
empresas, mais orientadas para o mercado externo, o que permitiu manter intacta a expansão do investimento empresarial. A confiança das empresas manteve-se em níveis muito elevados, tendo-se verificado ainda assim um aumento da assimetria em prejuízo das pequenas e médias empresas que, com reduzida capacidade de fixação de preços, viram as suas margens reduzidas devido ao aumento dos custos de produção.

A fraca dinâmica do consumo doméstico e o aumento da competitividade empresarial continuaram a ditar condições para uma taxa de inflação praticamente inexistente. Esse foi o sentimento até bem perto do último trimestre, altura em que o impacto das subidas fortes no preço dos produtos petrolíferos e dos preços de alimentação

trouxeram novamente o índice de preços para terreno positivo. As medidas de preços que excluem estas componentes mais voláteis mantiveram-se, no entanto, em patamares muito reduzidos.

Com o objectivo de remover um ambiente expansionista, associado a taxas de juro reais muito baixas e com a economia a operar perto do pleno emprego, o Banco do Japão subiu a sua taxa directora no início de 2007 em 25 p.b.. Mantendo um discurso *“forward-looking”*, a autoridade monetária não teve campo de manobra para subidas adicionais no resto do ano, devido à evolução incipiente dos preços no decorrer do primeiro semestre e à turbulência financeira que se instalou no segundo semestre.

GRÁFICO 15 | EVOLUÇÃO DA TAXA DE CÂMBIO NOMINAL EFECTIVA IENE



## Evolução dos Mercados Financeiros

### Mercado de Dívida Pública

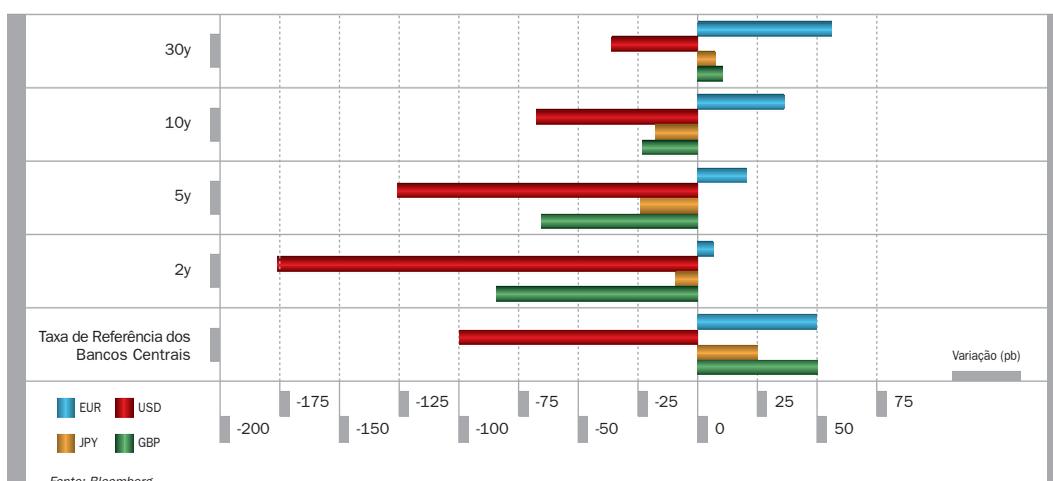
Os efeitos de fortes níveis de crescimento na economia mundial, juntamente com a incerteza e instabilidade provocada pelos acontecimentos já mencionados, resultaram em comportamentos distintos nos principais mercados de dívida durante o ano de 2007.

A continuação do ciclo de políticas monetárias restritivas, nomeadamente no primeiro semestre do ano, na área do euro, no Reino Unido e no Japão, acabaram por suportar a tendência de subida de taxas nos vários prazos em todos os blocos. Nos EUA o impacto foi menor nos prazos mais curtos, fruto da política monetária seguida pela Reserva Federal. O segundo semestre acabou por revelar outro cenário, marcado por uma significativa turbulência nos mercados financeiros, associado a uma alteração repentina da percepção dos riscos pelos investidores que provocou uma reversão do movimento anterior das taxas de rendimento, com maior relevo nos prazos mais curtos, mais sensíveis a alterações de política monetária. O **mercado de dívida norte-americano** reflectiu comportamentos diferentes ao longo de 2007, com as taxas de rendimento a registarem um mo-

vimento inicial de descida durante os primeiros 3 meses do ano, que depois foi corrigido nos 3 meses seguintes, terminando o primeiro semestre com níveis de *yields* superiores às verificadas no começo do exercício. Contudo, o movimento observado na segunda metade de 2007, pautado por fortes quedas das *yields*, sobretudo nos prazos mais curtos, atribuiu aos EUA a hegemonia em termos de performance dos principais mercados de dívida. A dívida norte-americana registou uma rentabilidade próxima dos 7%, em moeda local, muito acima do segundo melhor registo de 3.30% obtido no mercado do Reino Unido.

Na **área do Euro**, apesar de também se terem registado diferenças ao longo de 2007, o comportamento foi mais homogéneo. Assistiu-se a um movimento de subidas das taxas de rendimento, com destaque para as progressões registadas nos prazos mais longos, à medida que os investidores foram percebendo menor espaço de manobra pelo BCE no endurecimento da política monetária. No **Reino Unido**, pelo efeito de contágio da actuação mais volátil por parte do Banco de Inglaterra, o comportamento do mercado de dívida foi semelhante ao que se observou no mercado norte-americano. Não obstante, as oscilações registadas

GRÁFICO 16 | VARIACÃO DE TAXAS DE JURO EM 2007



foram menores em virtude da também menor actuação por parte da autoridade monetária inglesa. O **mercado japonês**, devido ao grau de abertura da economia e em resultado dos factores que influenciaram os mercados ao longo do ano, registou um andamento também semelhante ao norte-americano. A sua performance foi contudo inferior à norte-americana, obtendo uma rentabilidade aproximada de 2.70%.

Ao nível da **inclinação da curva de rendimentos** observou-se um movimento inverso ao registado no ano anterior, com os mercados, sobretudo norte-americano e inglês, a manifestarem um aumento da inclinação entre as maturidades de 10 e 2 anos. As curvas de rendimentos, apresentando uma configuração mais tradicional, começaram a reflectir duas preocupações:

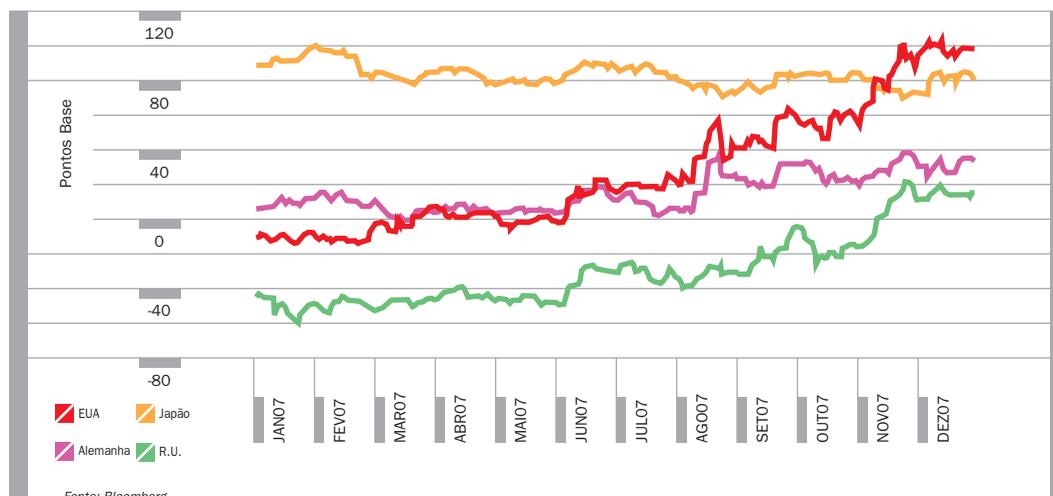
- » As *yields* de curto prazo encetaram a queda quando o mercado passou a incorporar a possibilidade de cortes das taxas de juro;
- » A parte longa da curva teve uma reacção mais fraca, observando-se, inclusive, em determinados momentos subidas das *yields*, reflectindo pressões inflacionistas.

No entanto, no final do primeiro semestre, o cenário, em termos de inclinação, era bastante

diferente, com as curvas de rendimentos mais planas, com excepção da japonesa, que se encontra já inclinada antes do início de 2007. Este período foi caracterizado por subidas das taxas de juro, resultantes de indicações adicionais de crescimento económico evidenciado quer pela baixa taxa de desemprego quer pelo optimismo sobre o crescimento económico. Os bancos centrais mantiveram a postura do ano transacto, tendo inclusive o Banco de Inglaterra e o BCE aproveitado este período para proceder a uma maior normalização da sua política monetária. Também as expectativas de corte de taxas para o mercado norte-americano acabaram por ser reavaliadas nesta altura, tendo sido postecipadas para 2008, justificado pelas elevadas expectativas de inflação e pela resiliência da economia doméstica americana.

Em termos de **rentabilidade do mercado de dívida**, as taxas de rendimento da área do Euro registaram, a par do que já tinha sucedido em 2006, o pior desempenho no conjunto dos quatro mercados (Zona Euro, norte-americano, japonês e inglês). As taxas de rendimento na área do euro encerraram o ano acima do valor de referência de início de 2007, contrariando o movimento de queda

GRÁFICO 17 | **NÍVEL DE INCLINAÇÃO DAS CURVAS DE RENDIMENTO**  
(YIELD 10y - YIELD 2y)



verificado nos restantes blocos atrás mencionados. De facto, dentro destes quatro blocos e para qualquer dos segmentos analisados (2, 5, 10 e 30 anos), as taxas na zona euro foram as únicas a registar subidas, com excepção dos 30 anos do Japão e Reino Unido, que sofreram aumentos ligeiros de cerca de 9 e 7 pontos base, respectivamente. Esta evolução das taxas de rendimento contribuiu para que o mercado Euro obtivesse a mais fraca rentabilidade em moeda local. Este desempenho do mercado de dívida da Zona Euro foi agravado no segundo semestre, sobretudo em virtude da manutenção do enfiamento do BCE para uma política monetária restritiva fruto das pressões inflacionistas existentes.

Quando consideradas as rentabilidades com cobertura cambial, o mercado inglês assume a cauda do pelotão, penalizado pelo custo de cobertura cambial que não compensou ainda assim a performance relativa em preço dos títulos ingleses. O mercado norte-americano foi o que registou o melhor desempenho quando medido em moeda local, chegando praticamente aos 7%. No entanto, o facto de haver um diferencial favorável para os investidores da área do euro que optem por cobrir investimentos expostos em ienes, resultou que o mercado de dívida japonesa com cobertura cam-

bial tivesse apresentado a melhor rentabilidade, aproximadamente de 6.4% quase 1% acima dos EUA, que viu parte da sua performance ser mitigada pelo custo de cobertura, sensivelmente de 1.5%.

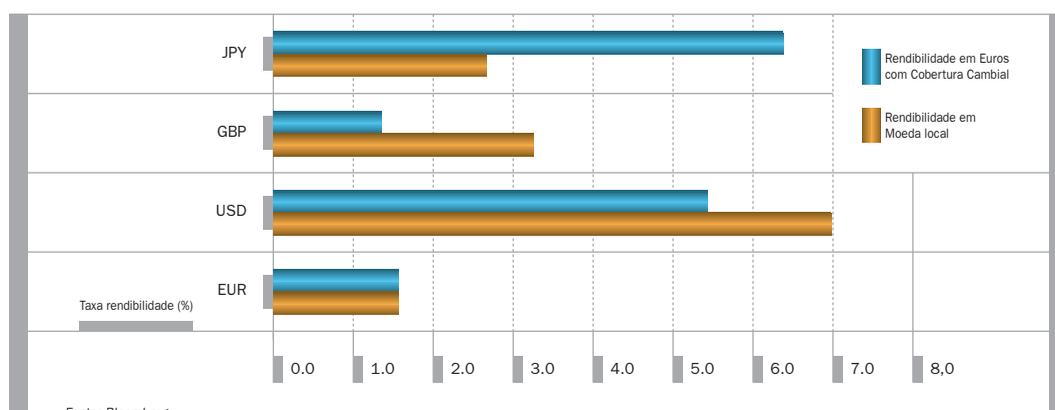
### Mercado de Dívida Privada

O mercado de crédito registou em 2007 uma performance menos positiva quando comparado com o mercado de dívida pública, consequência da reavaliação dos prémios de risco nos mercados financeiros internacionais.

Depois de nos últimos anos se ter assistido a uma descida apreciável nos diferenciais das taxas de rendimento da dívida privada face à dívida pública, chegando a atingir níveis historicamente baixos, havia na generalidade dos investidores a noção de que os *spreads* não remuneravam convenientemente os riscos de crédito dos emitentes.

Embora no mês de Fevereiro se tivesse vivido um ambiente de maior volatilidade nos mercados de dívida pública e accionista, devido à ansiedade provocada pelo *sell-off* no mercado accionista chinês e rumores de problemas no mercado hipotecário de maior risco norte-americano, o mercado de crédito manteve-se estável. O mercado de crédito e de acções, continuava alicerçado nas ques-

GRÁFICO 18 | RENDIBILIDADES NO MERCADO INTERNACIONAL OBRIGAÇÕES



tões fundamentais, nomeadamente em termos de solvabilidade das empresas, cujos balanços permaneciam menos alavancados face a períodos anteriores e cujos resultados surpreendiam na sua maioria em alta as expectativas dos analistas. Também os dados económicos igualmente positivos contribuíram, tendo-se inclusive verificado que as performances dos mercados emergentes e *high yield* superaram a dívida corporate *investment grade*. No caso dos mercados emergentes houve ainda uma vantagem adicional que esteve associada com a apreciação das moedas nacionais respectivas.

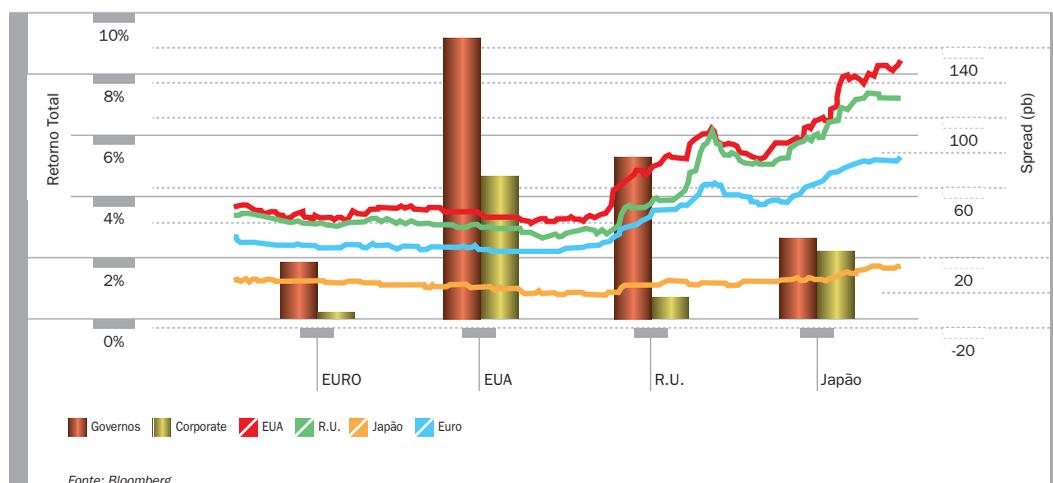
A partir de meados do ano a volatilidade nos mercados acentuou-se, provocando uma reapreciação dos prémios de risco. Essa envolvente tempestuosa levou a um movimento de “*flight to quality*”, motivando a queda das taxas de rendimento e o alargamento nos *spreads* face à dívida pública. No entanto, a pressão no sentido descendente sentida nas *yields*, em parte suportada por revisões de expectativas de política monetária, suportou parcialmente o mercado de crédito, havendo quase uma compensação dos efeitos.

Os aumentos dos *spreads* foram mais expressivos no sector financeiro, bancos e seguradoras, o que distinguiu este período de turbulência face aos anteriores. O movimento foi também mais significativo nas maturidades mais longas, tendo-se observado igualmente uma diferenciação dos prémios de risco de acordo com os *ratings*, mais significativos para empresas com pior notação, e com as emissões, acabando as emissões *Tier 1* por alargar mais do que as *Upper Tier 2* e estas mais do que as *Low Tier 2*.

O aumento dos custos de financiamento das empresas foi mais expressivo nos EUA, apesar de na área do euro também se terem observado aumentos substanciais.

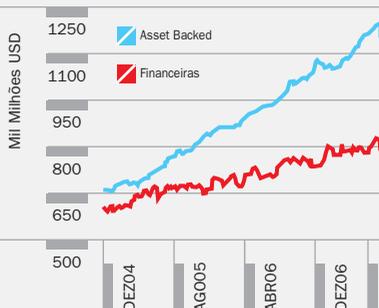
Em termos de performance, a zona euro apresentou neste segmento uma rentabilidade nula, dado que foi a única zona geográfica a não beneficiar de queda das *yields*. O mercado que acabou por beneficiar mais com a queda das taxas de rendimento foi o norte-americano, tendo o mercado de dívida privada japonesa beneficiado com o menor alargamento de *spreads* e com os efeitos da cobertura cambial.

GRÁFICO 19 | **RETORNO TOTAL DE DÍVIDA E EVOLUÇÃO DE SPREADS EM 2007**  
EVOLUÇÃO SPREAD INVEST GRADE VS. SWAP



A **origem da crise** esteve nas preocupações crescentes com a evolução da dívida hipotecária de mais alto risco, que se agravou quando começou a haver restrições de liquidez no mercado. Nos anos recentes assistiu-se a uma expansão continuada dos preços no sector imobiliário e uma forte concorrência no mercado de crédito hipotecário. Esta evolução, em conjunto com a disseminação do risco através da titularização dos créditos, num período de baixas taxas de juro e preços das habitações em alta, permitiu às famílias endividarem-se para poder consumir, ao mesmo tempo que as instituições financeiras, por via do aumento da concorrência e de riscos aparentemente reduzidos, relaxaram os critérios de concessão dos empréstimos. Num cenário de diminuição de qualidade de crédito hipotecário residencial, em particular do segmento de *subprime*, o aumento das taxas de juro e o abrandamento do preço das habitações contribuíram para o aumento do incumprimento, originando dificuldades crescentes de solvência em instituições financeiras com grande exposição a este mercado. A consequência foi uma diminuição do *rating* dos títulos que tinham como garantia hipotecas e uma perda de confiança dos investidores nos mercados de crédito hipotecário nos EUA, originando uma diminuição drástica na liquidez nos mercados de títulos garantidos por activos em geral.

**MONTANTES DIÁRIOS EMITIDOS DE PAPEL COMERCIAL NOS EUA**

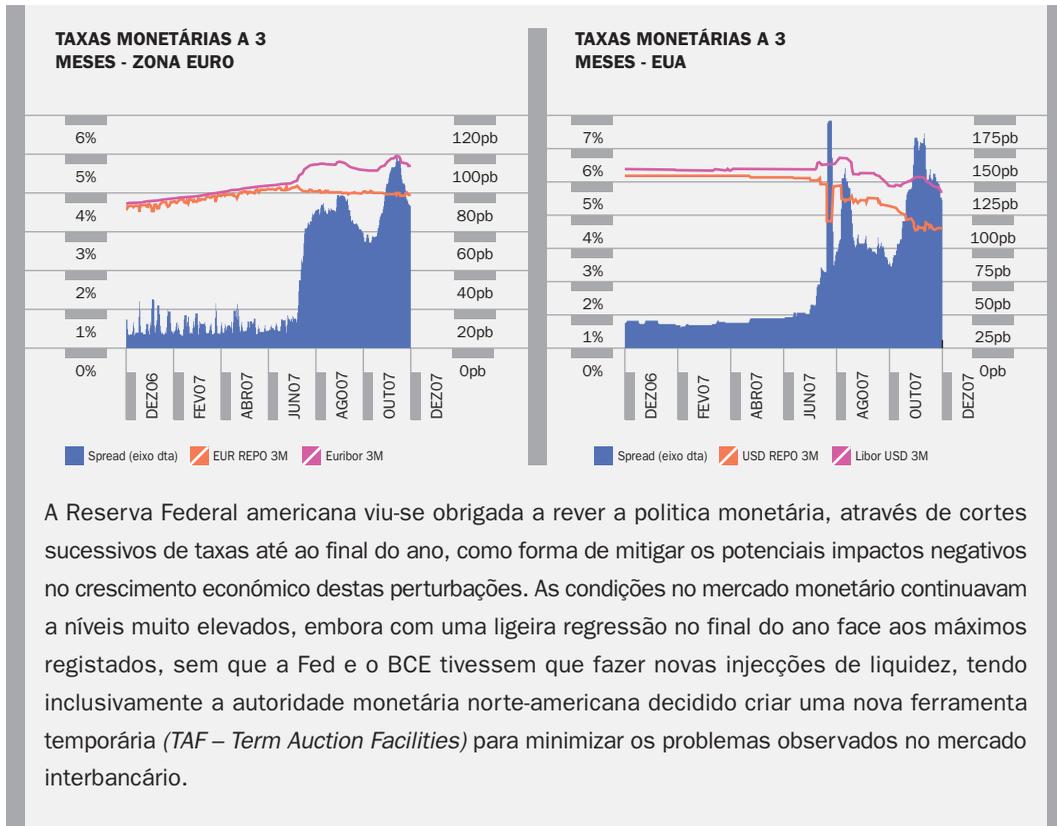


**NÍVEIS DE PAPEL COMERCIAL (SPREAD FACE À LIBOR USD 3M)**



A incerteza quanto à assumpção de perdas decorrentes desses investimentos, quer de bancos americanos quer de bancos europeus, resultou numa diminuição da liquidez nos mercados de papel comercial, nomeadamente no de *asset-backed commercial paper* norte-americano. Estas operações de titularização foram transferidas para veículos cujo financiamento dependia deste tipo de instrumento de curto prazo e que seria garantido por activos de maturidades mais longas e de reduzida liquidez. A diminuição da procura deste papel originou grandes problemas de refinanciamento destes veículos, os quais beneficiavam de linhas de crédito garantidas por bancos.

Perante maiores necessidades de liquidez e aumentos de risco de contraparte, os bancos começaram a enfrentar problemas de financiamento, nomeadamente no mercado interbancário, verificando-se um aumento do diferencial entre as taxas de juro do mercado monetário e as taxas de referência dos bancos centrais. Neste ambiente foi necessário a intervenção de vários bancos centrais através de injeções de liquidez, tendo, por exemplo, o BCE colocado, temporariamente, no mercado montantes superiores aos das operações principais de refinanciamento. A Reserva Federal americana acabou mesmo por diminuir a taxa de desconto em 50 p.b. e ajustar as condições de financiamento para um prazo até 30 dias renovável. No entanto, apesar destas medidas visarem garantir a normalização das condições de liquidez, o que se verificou num primeiro momento, manteve-se um sintoma de falta de confiança e os diferenciais entre as taxas de juro praticadas entre bancos em operações de empréstimo sem garantia e em operações garantidas por governos (taxa repo) persistiram elevados.



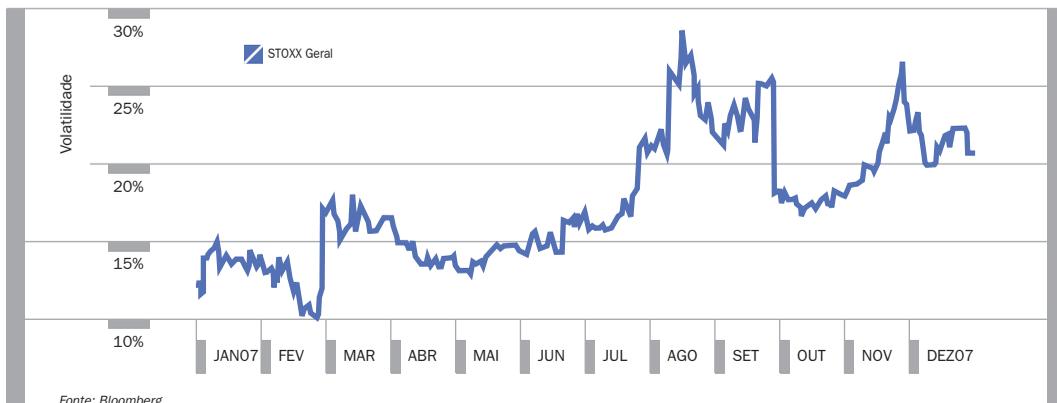
## Mercado Accionista

O ano de 2007 foi caracterizado principalmente por um ressurgimento da volatilidade nos mercados accionistas de uma forma bem vincada, desde os níveis mínimos pós-1993 em Janeiro até aos máximos pós-2003 em Novembro. Os mercados accionistas, de uma forma global, assistiram durante este ano a três períodos distintos de pressão vendedora e consequente performance negativa:

finais de Fevereiro/Março, finais de Julho/Agosto e Novembro.

Na origem desta volatilidade crescente estiveram as preocupações constantes sobre o abrandamento da economia americana conduzido pelos problemas no mercado imobiliário e no crédito hipotecário, principalmente no segmento “*sub-prime*”. Enquanto que os problemas no mercado imobiliário pareceram ter um impacto limitado no

GRÁFICO 20 VOLATILIDADE IMPLÍCITA DE AÇÕES



consumo dos americanos, os efeitos nocivos no sistema bancário global, graças à disseminação do risco de crédito através dos processos de titularização, foram sentidos globalmente de uma forma quase dramática. As perdas entretanto assumidas pelas instituições financeiras nos EUA e na Europa atingiram cerca de 120 mil milhões de dólares. A acrescer a isto os bancos enfrentaram uma crise de liquidez, alicerçada nos receios de agravamento das condições nos mercados de crédito, levando os bancos centrais a injectarem liquidez<sup>7</sup> no sistema bancário de uma forma maciça.

De notar que o que suportou os mercados no primeiro semestre, à semelhança dos últimos anos conjuntamente com os resultados empresariais, foi a intensa actividade de **Fusões & Aquisições** (F&A), que atingiu novos máximos de volumes de 4,900 biliões de dólares globalmente e 2,200 biliões de dólares na Europa, uma taxa de crescimento anual de 22% e 30%, respectivamente<sup>8</sup>. Após esse período assistimos a um arrefecimento dessas operações, por um lado, por uma maior aversão ao risco devido à maior incerteza vivida nos mercados e, por outro, por algumas dificuldades de financiamento como consequência dos problemas nos sectores finan-

ceiros e mercados de crédito. Esta onda de actividade de F&A caracterizou-se por serem transacções intra-sector, em indústrias correlacionadas, com o objectivo de obtenção de economia de escalas e de expansão geográfica para o mercado asiático e leste europeu. Tanto na Europa como a nível global, os sectores mais visados pertenceram à indústria financeira (bancos, sociedades de investimento, capital de risco), às telecomunicações e à indústria do petróleo.

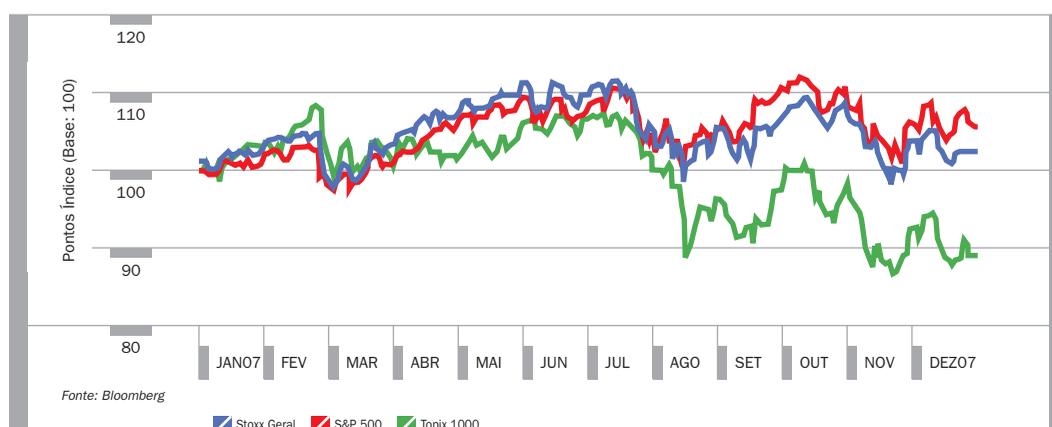
No que diz respeito aos **resultados empresariais** assistimos a taxas de crescimento bem mais modestas do que, por exemplo, no ano anterior como consequência da crise no sector imobiliário e abrandamento económico nos EUA e dos problemas nos sectores financeiros, sectores esses com bastante peso nos índices accionistas americanos e europeus.

TABELA 07 | **RENTABILIDADE TOTAL DE ACÇÕES**

Performance 2007 (Total Return)		
Índices	Moeda Local	EUR
Stoxx Geral	2.36%	2.36%
Stoxx 50	2.62%	2.62%
S&P 500	5.49%	-4.55%
Topix 1000	-10.98%	-14.17%
FTSE 100	7.36%	-1.57%
MSCI World	9.04%	-1.35%

Fonte: Bloomberg

GRÁFICO 21 | **EVOLUÇÃO DOS ÍNDICES ACCIONISTAS EM 2007**



Fonte: Bloomberg

<sup>07</sup> No caso do BCE, temporariamente.

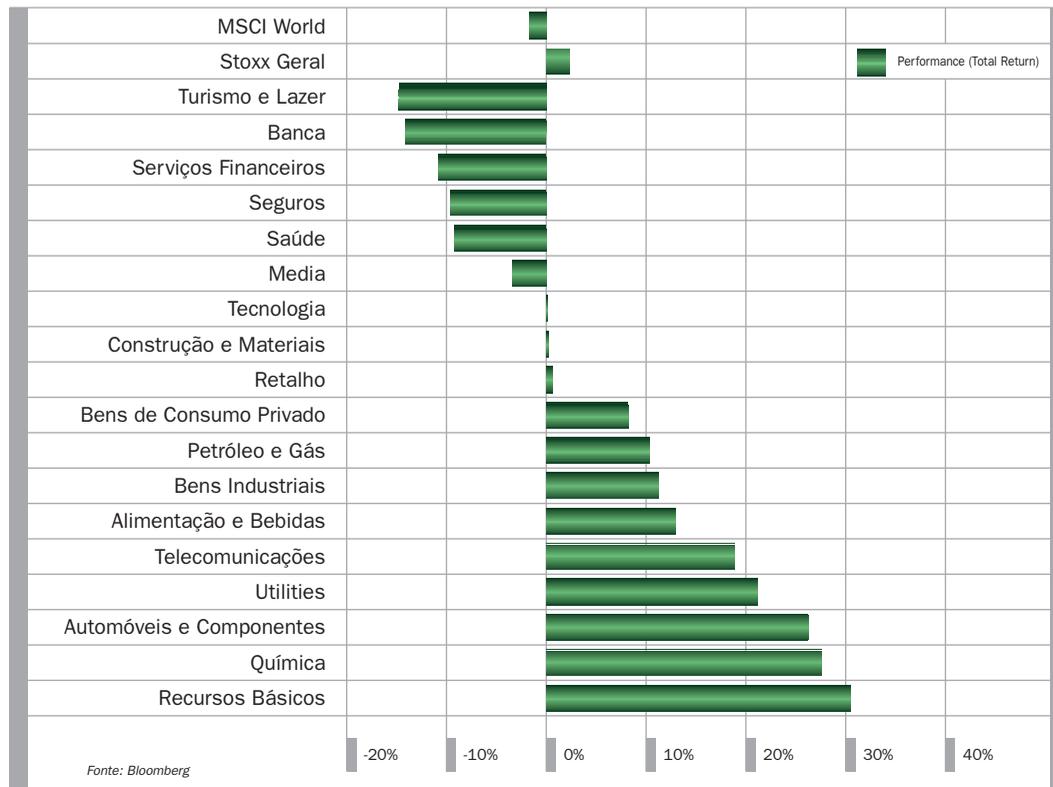
<sup>08</sup> Fonte: Bloomberg

Os **índices de acções**, ao contrário do que tem vindo a ocorrer ao longo dos últimos anos, tiveram performances modestas não superando, no caso da Europa, a performance da classe de activo liquidez (o retorno total da classe acções foi de 2.36% versus 1.58% nas obrigações e 4.18% na liquidez). O índice MSCI World valorizou-se 9.04%, ultrapassando os mercados com maior capitalização (EUA, Europa e Japão), reflectindo uma boa performance de países da zona da Ásia Pacífico (excluindo o Japão), como foi o caso da Austrália, Singapura e Hong-Kong. Os índices accionistas americanos, apesar dos problemas na sua economia acima enunciados, obtiveram ainda assim uma melhor performance que os seus congéneres europeus com 5.49%. Relativamente ao Japão a sua performance foi extremamente negativa, na ordem dos -12%, justificada pela maior incerteza sobre o comportamento dos principais factores de sustentabilidade da economia nipónica, exportações e investimento, bem como

o fraco estado do consumo interno privado. No bloco dos países emergentes voltaram a observar-se performances impressionantes beneficiando do acréscimo das trocas comerciais e, paralelamente, do contínuo aumento dos preços das “*commodities*”, nomeadamente petróleo (aproximou-se dos 100 USD/barril no final do ano) e gás, metais e agrícolas, e da tendência de deslocalização de meios produtivos.

O cenário radicaliza-se ao considerar a performance em moeda euro. A diferente direcção da política monetária na Europa e nos EUA resultou numa apreciação do euro muito pronunciada face ao dólar e ao longo de todo ano, atingindo os 10.5% em 2007. Como consequência, a desvalorização do dólar face à moeda única mais que anulou os ganhos do mercado accionista local, gerando inclusivé retornos negativos. No caso do iene a sua desvalorização face ao euro, ainda que mais modesta, agravou a performance, já de si bastante negativa em termos de moeda local.

GRÁFICO 22 | **RETORNO TOTAL DE ÍNDICES E SECTORES (Euros)**



Ao **nível sectorial**, na Europa destacam-se as empresas petrolíferas e mineiras que continuaram a ter um comportamento bastante positivo, suportado por níveis fortes de procura de matérias-primas apesar de no final do ano a estabilização dos preços dos metais ter retirado algum fulgor às segundas. De referir que, o sector das telecomunicações na Europa obteve valorizações consideráveis no segundo semestre deste ano, acabando por ser um dos sectores acima da média na rentabilidade anual. Ao contrário do que sucedeu nos EUA, o sector tecnológico teve um comportamento bastante pobre e pior que nos últimos anos. As empresas do ramo farmacêutico continuaram bastantes impopulares aos olhos dos investidores, mostrando apenas alguns sinais de melhoria com o aproximar do final de ano. Mas a grande surpresa, e pela negativa, foram os sectores financeiros, banca e seguradoras, que foram vendo as suas performances piorarem em grande escala à medida que os receios e posteriormente confirmações sobre perdas relacionadas com o crédito hipotecário nos EUA e produtos associados se iam avolumando ao longo da segunda metade do ano. Contrariando a tendência dos últimos anos, em que as **empresas de menor dimensão** obtiveram em média retornos superiores aos conseguidos

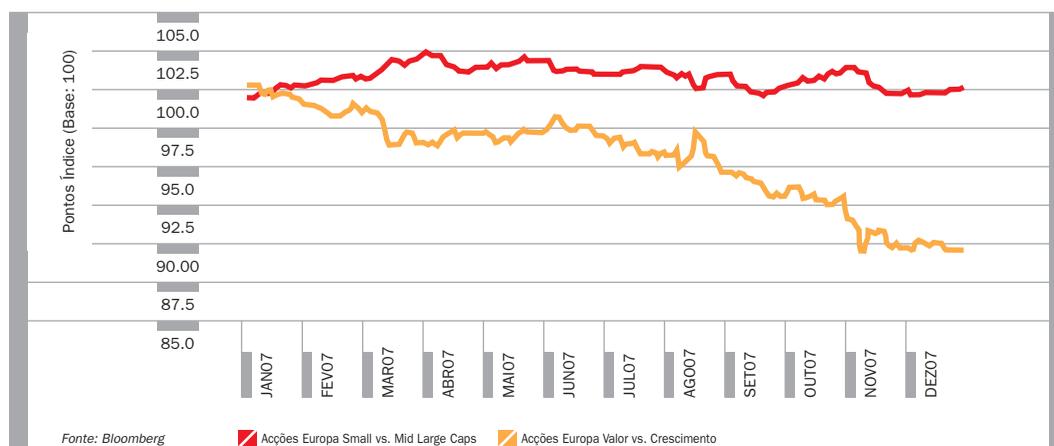
pelas **blue chips**, este ano esse diferencial foi praticamente nulo.

No primeiro semestre algumas razões que têm vindo a justificar a melhor performance das empresas com menor capitalização nos últimos anos mantiveram-se. Entre elas o facto de as empresas mais cíclicas terem maior expressão nesse segmento e portanto mais expostas ao ciclo económico logo contendo maior risco, e de se ter atingido picos de actividade de consolidação, que têm efeitos tendencialmente mais positivos para as empresas adquiridas, e também de menor dimensão.

No segundo semestre com o aumento da incerteza nos mercados, pelas razões acima apontadas, e alguma diminuição do apetite ao risco, verificou-se um deslocamento do investimento para títulos de maior capitalização, o que levou a que o diferencial de performance se esgotasse.

Ao contrário do que seria esperado, verificou-se uma preferência por empresas de “crescimento” conduzindo a uma melhor performance. Este diferencial de performance foi dramaticamente amplificado pela enorme queda em títulos dos sectores financeiros, bancos e seguradoras, a maioria classificados como “valor”, verificada na segunda metade do ano à medida que os problemas no crédito hipotecário e perdas nos produtos

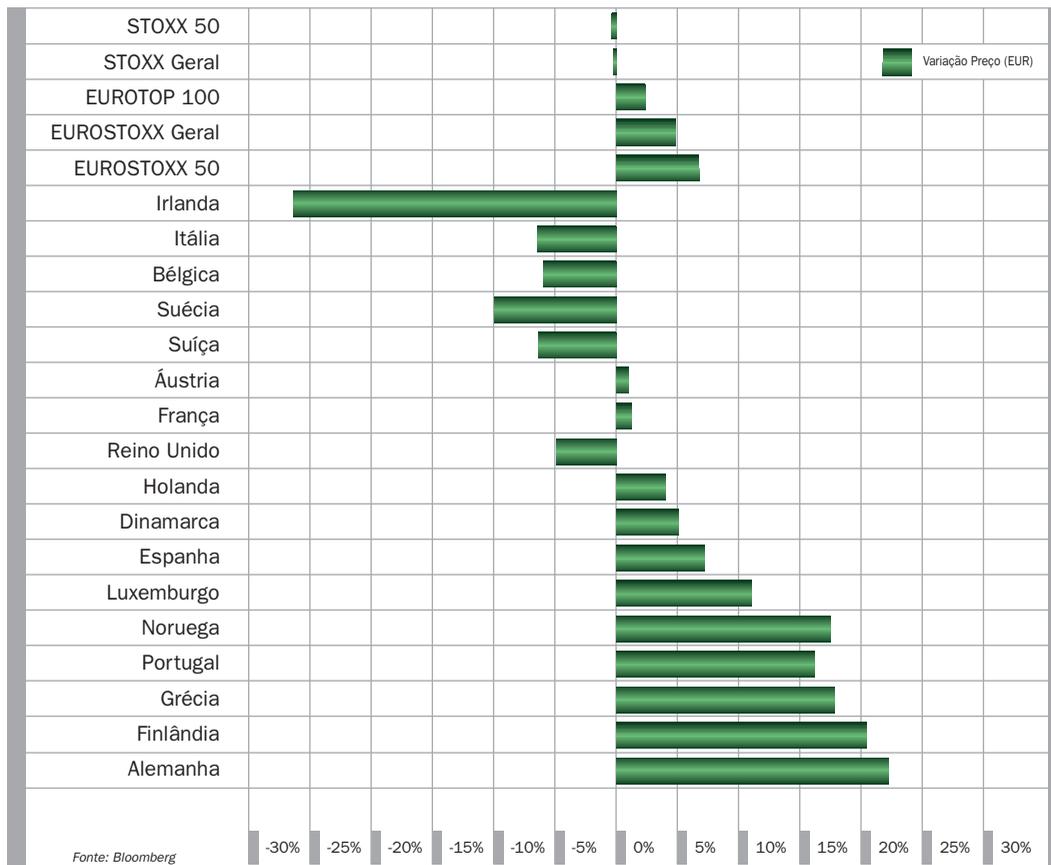
GRÁFICO 23 | **ACÇÕES EUROPA**



associados iam sendo conhecidos nos mercados. Finalmente analisando a performance europeia a nível nacional verifica-se que alguns índices nacionais europeus, no ano de 2007, apresentaram rentabilidades negativas, ao contrário do verificado no ano anterior. Pelo lado negativo destaca-se a Irlanda com uma performance negativa a rondar

os 30%, marcada pelos receios na banca, *real estate* e construção. Pelo lado positivo, verificamos que a Alemanha e a Finlândia, esta suportada pela excelente performance do gigante Nokia, obtiveram rentabilidades acima dos 20%. Portugal apresentou retornos na ordem dos 16%, bastante acima da média dos índices europeus.

GRÁFICO 24 | VALORIZAÇÃO PREÇO DE ÍNDICES EUROPEUS (Euros)



### Mercado Cambial

O desempenho do **euro face ao dólar** foi, em 2007, mais uma vez positivo, superior a 10%, com carácter de tendência, confirmando a apreciação verificada ao longo de 2006. A evolução da cotação destas moedas esteve extremamente correlacionada com a variação das expectativas dos investidores relativamente às taxas de juro directoras dos dois blocos económicos, para além de ser influenciada pela própria evolução dos

mercados accionistas, principalmente na segunda metade do ano.

De facto, e após iniciar o ano a níveis de \$1.3199, o euro encetou uma tendência ascendente face ao dólar, suportado por dados económicos menos positivos e por receios de uma desaceleração económica nos EUA. A antecipação, por parte dos investidores, e a concretização, por parte da Fed, de uma política monetária expansionista, suportaram esta tendência ao longo de 2007, com

maior intensidade no segundo semestre do ano, com o culminar dos problemas creditícios no mercado de *subprime* norte americano. O receio de que esta crise creditícia pudesse afectar negativamente o consumo e pudesse alastrar para os vários sectores da economia norte americana, com posterior efeito contagiante sobre as restantes economias mundiais, teve impacto negativo sobre os mercados accionistas e resultou numa intervenção coordenada de injeção de liquidez, por parte dos bancos centrais das maiores economias desenvolvidas. No entanto, o papel mais activo foi desempenhado pela Fed, que concretizou sucessivos cortes na taxa de juro de referência. Na Europa, a manutenção de um discurso, por parte do BCE, centrado no tema da inflação, justificou a manutenção das taxas de juro durante

a segunda metade do ano, factor determinante para a intensidade de apreciação da moeda europeia face à moeda norte americana. O receio de pressões inflacionistas nos EUA, e consequente necessidade de subida nas taxas de juro, surgiu em alguns momentos do ano, no entanto, não foi suficiente para reverter a tendência de queda do dólar, contribuindo apenas para alguns movimentos de correcção.

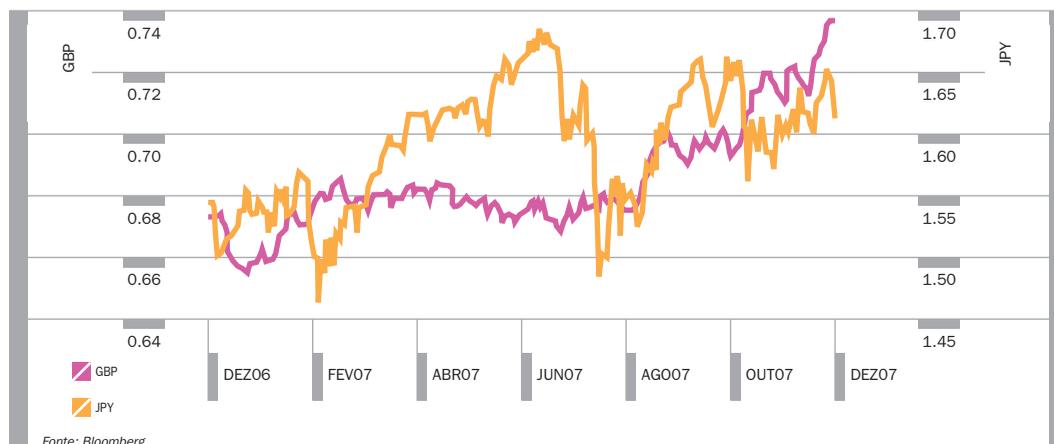
O máximo histórico do ano foi registado durante o mês de Novembro, com a taxa EUR/USD a atingir níveis de \$1.4967, suportada pela intensidade de notícias divulgadas sobre as perdas de grandes instituições financeiras americanas em produtos associados ao crédito hipotecário.

**A performance do Euro face ao Iene** esteve intimamente ligada ao comportamento dos mercados

GRÁFICO 25 | EVOLUÇÃO DO CÂMBIO EURO DÓLAR



GRÁFICO 26 | COTAÇÕES DO EURO FACE À LIBRA E IENE



accionistas americano e europeu. Poderemos assim dividir a rentabilidade da moeda europeia face à sua congénere nipónica em duas fases bem distintas: até ao final da primeira quinzena de Julho foi de 7.4% e daí até ao final do ano foi de -3.5%.

Na primeira fase e num contexto de volatilidade reduzida e performance positiva dos mercados accionistas observou-se uma manutenção das operações de *carry trades*, financiamento na moeda japonesa para investimento em activos com maior potencial de rentabilidade como, por exemplo, acções cotadas em euros e dólares, o que contribuiu para a depreciação do lene.

Na segunda metade do ano, com o aumento do clima de incerteza nos mercados devido aos problemas no mercado imobiliário e de crédito hipotecário nos EUA, e consequente aumento da aversão ao risco, diminuiu o volume dessas operações conduzindo à reversão da performance da taxa EUR/JPY. Paralelamente, assistimos a alguma dificuldade por parte do Banco do Japão (BoJ) em seguir os seus intentos relativamente à política monetária. A autoridade monetária nipónica apenas procedeu a uma subida de taxas de juro de 25 p.b., mais que expectável pelo mercado. Num contexto de manutenção de inflação a níveis praticamente nulos, o BoJ não teve espaço de manobra

para proceder a novas subidas anunciando que apenas o faria quando surgissem dados económicos mais fortes que as justificassem. Consequentemente, o diferencial de taxas entre a zona euro e o Japão justificou nalguns momentos alguma depreciação do lene.

Já no que diz respeito à **Libra Esterlina**, no segundo semestre do ano, e à medida que iam surgindo notícias sobre os problemas no mercado imobiliário e de crédito hipotecário nos EUA, bem como, perdas em produtos associados por parte de instituições financeiras norte-americanas, o comportamento face ao Euro manteve-se praticamente neutro, uma vez que ainda não eram conhecidos os verdadeiros efeitos dos referidos problemas nas economias da zona euro e do Reino Unido. No entanto, a performance entre as duas moedas ficou marcada pelo facto do Northern Rock, o quinto maior banco do Reino Unido no segmento do crédito hipotecário, ter de pedir uma intervenção de emergência por parte do Banco de Inglaterra ao nível de concessão de um empréstimo para fazer face às dificuldades no acesso a liquidez. Este facto causou pressão na moeda britânica uma vez que os efeitos negativos da crise no crédito hipotecário “acabavam” de chegar às instituições financeiras do Reino Unido, o que impedia o Banco de Inglaterra (BoE) de subir as taxas de

GRÁFICO 27 | COTAÇÕES DO EURO FACE AO IENE E ACÇÕES EUROPEIAS



juro, como mais tarde se iria verificar, conduzindo a uma depreciação da Libra. Posteriormente, em Dezembro, o BoE acabou mesmo por cortar as taxas de juro de referência, contra a maioria das expectativas, colocando pressão adicional sobre a moeda britânica. Estes factores suportaram uma apreciação do Euro face à Libra Esterlina de 9.1%.

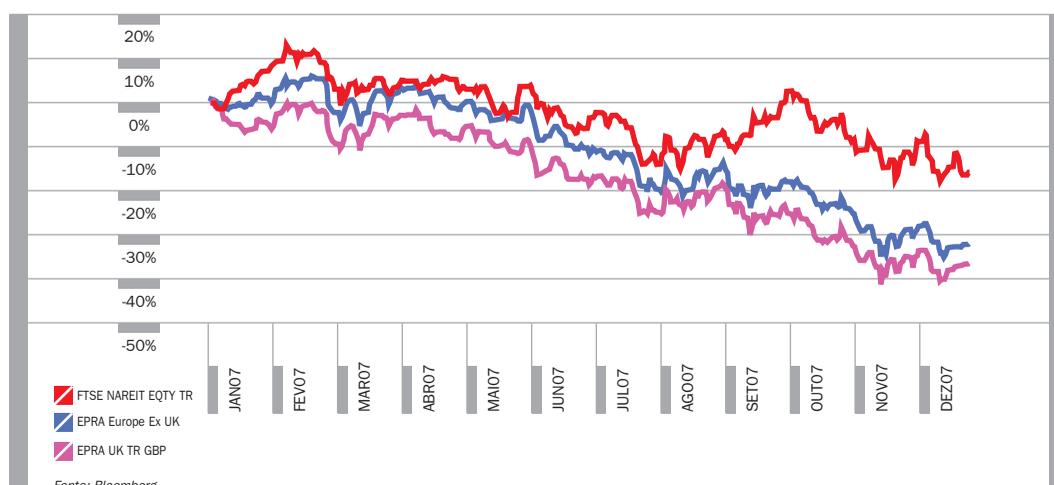
### Mercado Imobiliário

A manutenção de níveis de crescimento económico relativamente elevados em 2007, caracterizado por forte actividade de fusões e aquisições, crescimento das vendas a retalho e níveis de desemprego baixos, serviu de suporte ao crescimento do sector imobiliário nos países desenvolvidos: elevados níveis de ocupação, crescimento de rendas e do volume de construção nos diversos sectores. O início do ano caracterizou-se por uma contínua intensificação da procura por investimentos imobiliários alimentada não só por investidores fortemente alavancados mas também pela entrada de novos investidores institucionais, que passaram a incluir o segmento de Imobiliário como uma nova classe, *per si*, na sua estratégia de investimento de longo prazo.

A partir do segundo semestre de 2007, a forte actividade e rentabilidade que caracterizou o sector imobiliário a nível mundial nos cinco últimos anos, foi confrontada com uma nova realidade: um ligeiro movimento de subida de *yields* das propriedades em alguns mercados e o término generalizado do crédito a baixo custo e acessível. Face a este cenário, a procura por parte de investidores mais alavancados retraiu significativamente, observou-se uma renegociação e adiamento de algumas transacções e um aumento nas tentativas de venda de unidades de participação no mercado secundário mas sem a sua concretização devido à falta de consenso quanto ao preço.

Logo após os problemas do segmento *subprime* nos EUA começaram a notar-se no final de 2006, o imobiliário cotado, que de 2003 até então se havia valorizado na ordem dos 30% anuais nos EUA, Europa e Reino Unido, começou a reflectir receios de contágio ao sector em geral – visível no desconto do preço face ao *Net Asset Value* (NAV). Neste novo cenário, os mercados mais saturados são os primeiros a ser afectados, como é o caso do Reino Unido, cujo diferencial de *yields* dos activos imobiliários face aos títulos de dívida pública era já negativo. Alguns investidores ten-

GRÁFICO 28 RENTABILIDADE DO IMOBILIÁRIO COTADO



taram cobrir a sua exposição recorrendo aos derivados sobre o IPD<sup>9</sup>, que começaram nomeadamente a reflectir expectativas de retornos negativos para o Reino Unido.

No entanto, e excluindo o caso do Reino Unido, o retorno do investimento imobiliário directo permaneceu positivo na Europa, quer pelo crescimento de rendas quer pela compressão adicional das *yields*.

De facto, no ano de 2007 manteve-se a tendência de aumento do peso de investidores estrangeiros, em busca de diversificação mas também de melhores retornos. Não só se verificou um

aumento dos volumes transaccionados, como também uma maior propensão por activos à partida mais arriscados e um maior *focus* na Europa Continental comparativamente com o Reino Unido, onde as rentabilidades esperadas dificilmente superavam os custos de endividamento e o mercado dava maior sinal de saturação. Aquém do esperado ficou a dinâmica do mercado de REITS (criado em 2007 no Reino Unido, Alemanha e Itália), apesar dos aparentes benefícios fiscais que representam e da liquidez deste tipo de instrumento face às alternativas de investimento na classe.



09 Índice de Imobiliário Comercial.

## EVOLUÇÃO DO FEFSS

### Valor da Carteira e Dotações

A carteira do FEFSS ascendia em 31.12.2007 a 7,560,237,346.41 Euros, correspondendo a cerca de 86.2% do gasto anual com pensões<sup>10</sup> (10.3 meses em relação ao objectivo de 2 anos definido na Lei) e a cerca de 4.6% do Produto Interno Bruto Português<sup>11</sup>.

O FEFSS foi criado em 1989 com uma dotação inicial de 216 milhões de euros, tendo as mais

avultadas dotações ocorrido apenas mais tarde, no período de 1997 a 2003. Após 3 anos de reduzidas transferências, o ano de 2007 revelou-se de normalização do fluxo de dotações, cifrando-se num total de 633,954,415.36 Euros. A gestão dos activos permitiu, até 31.12.2007, acrescentar ao valor do FEFSS 2,345,800,341.83 Euros resultante de transferências acumuladas de 5,214,437,004.58 Euros. O valor acrescentado de 2,345,800,341.83 Euros corresponde a uma

GRÁFICO 29 | EVOLUÇÃO DO MONTANTE DA CARTEIRA DO FEFSS

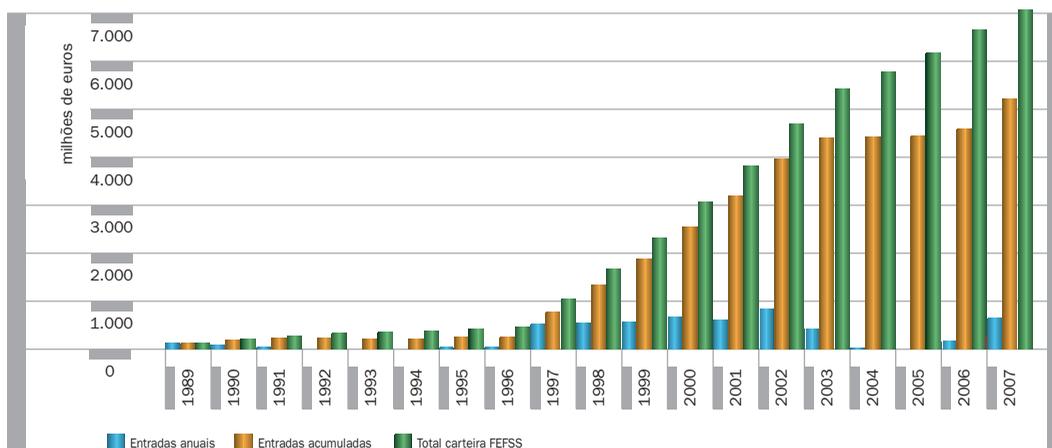


TABELA 08 | DOTAÇÕES RECEBIDAS PELO FEFSS

Anos	Dotações (EUR)			Valor acumulado
	Alienação Imóveis	Transferências	Total	
1989 a 1996			259,486,439.81	259,486,439.81
1997	20,402,064.55	498,797,897.07	519,199,961.62	778,686,401.43
1998	2,865,184.58	553,665,665.74	556,530,850.32	1,335,217,251.75
1999	10,868,492.90	553,665,665.75	564,534,158.65	1,899,751,410.40
2000	9,389,350.81	650,105,246.35	659,494,597.16	2,559,246,007.57
2001	4,694,704.74	611,853,433.22	616,548,137.96	3,175,794,145.52
2002	4,660,069.76	807,931,560.70	812,591,630.46	3,988,385,775.98
2003	22,500,537.39	392,655,008.00	415,155,545.39	4,403,541,321.37
2004	0.00	30,215,872.38	30,215,872.38	4,433,757,193.75
2005	0.00	6,101,099.47	6,101,099.47	4,439,858,293.22
2006	20,275,026.00	120,349,270.00	140,624,296.00	4,580,482,589.22
2007	15,925,883.64	618,028,530.72	633,954,414.36	5,214,437,003.58
<b>Total</b>	<b>111,581,314.37</b>	<b>4,843,369,249.40</b>	<b>5,214,437,003.58</b>	-

<sup>10</sup> Dados provisórios disponibilizados pelo CNP relativos a despesas com pensões durante o ano de 2007.

<sup>11</sup> Valores divulgados pelo INE relativos ao ano de 2007 (valores mais recentes à data).

taxa anual nominal média de rentabilidade de 5.4%<sup>12</sup> desde o início.

## Estrutura da Carteira

A estrutura da carteira do FEFSS, resultado das limitações regulamentares e consequente política de investimentos, tem uma elevada preponderância de activos de rendimento fixo (70.05%) e, em particular, de títulos de dívida pública nacional (50.45% do total da carteira).

Assim, a exposição por classe de risco, em 31.12.2007, era a descrita na Tabela 9.

Em termos de classes de risco, a estrutura de final de ano manteve-se praticamente inalterada, tendo-se apenas verificado um ligeiro reforço da componente de liquidez. Ao nível da desagregação de classes por área geográficas salienta-se a continuação do reforço do investimento em dívida norte-americana por contrapartida de dívida euro-

peia e de acções europeias por contrapartida de acções norte-americanas.

## Detalhe da carteira de Rendimento Fixo

A gestão da carteira de rendimento fixo é realizada por indexação a um *benchmark* de dívida global, sendo tomadas decisões sobre desvios de alocação geográfica, *duration* e níveis de *rating* dos emitentes.

Não obstante, as restrições regulamentares<sup>13</sup> que exigem a manutenção de um mínimo de 50% da carteira em dívida pública portuguesa, condicionam fortemente a composição da carteira de rendimento fixo, justificando assim o peso que esta componente assume na carteira total (50.45%). De acordo com a decisão do Conselho Directivo de 19 de Dezembro de 2007, abandonou-se em 2007 a valorização de parte da **carteira de rendi-**

TABELA 09 | ESTRUTURA DA CARTEIRA FEFSS

	2007		2006	
	Valor (EUR)	%	Valor (EUR)	%
Reserva Estratégica	239,226,027.73	3.16%	218,800,541.93	3.30%
Rendimento Fixo <sup>a)</sup>	5,296,278,679.98	70.05%	4,655.461.154.46	70.11%
Europa	4,912,595,355.74	64.98%	4,397,201,194.80	66.22%
EUA	383,683,324.24	5.08%	258,259,959.66	3.89%
Rendimento Variável <sup>b)</sup>	1,562,629,595.02	20.67%	1,382,859,037.08	20.83%
Europa	636,450,262.70	8.42%	509,375,572.95	7.67%
EUA	763,886,302.48	10.10%	731,670,781.08	11.02%
Japão	162,293,029.84	2.15%	141,812,683.05	2.14%
Imobiliário	242,272,149.45	3.20%	237,527,101.20	3.58%
Liquidez <sup>c)</sup>	219,804,291.83	2.91%	145,355,558.12	2.19%
Provisões e Impostos a Receber	26,602.40	0.00%	259,758.93	0.00%
<b>Total</b>	<b>7,560,237,346.41</b>	<b>100.00%</b>	<b>6,640,263,151.72</b>	<b>100.00%</b>
Por memória:				
Dívida Pública Nacional <sup>d)</sup>	3,813,888,572.63	50.45%	3,339,153,839.95	50.29%
Futuros sobre acções (nocial)	424,648,066.55	5.62%	311,352,794.20	4.69%

Notas: a) Inclui juros corridos.

b) Inclui o valor nocial dos futuros.

c) A percentagem correspondente a liquidez foi já deduzida dos depósitos em margens afectas à réplica de investimentos em acções feitos através de contratos de futuros.

d) Os CEDIC, incluídos em liquidez em 2007, fazem parte do grupo Dívida Pública para efeitos de cumprimento de rácios.

<sup>12</sup> Taxa Interna de Rentabilidade (TIR).

<sup>13</sup> Regulamento de Gestão aprovado pela Portaria nº 1273/2004 de 7 de Outubro.

**mento fixo em convergência** para o valor de reembolso na maturidade. Tal procedimento, previsto no normativo de valorimetria, aplicava-se aos títulos de dívida pública Portuguesa descritos na Tabela 11, os quais havia intenção de manter até à maturidade.

Aquela decisão foi tomada considerando o nível da curva de rendimentos da dívida Portuguesa e, sobretudo, os constrangimentos operacionais decorrentes da gestão do valor mínimo de 50% que o FEFSS tem de ter investido em dívida pública Portuguesa. Os elevados montantes das amortizações daquelas emissões implicariam custos indesejados do reinvestimento forçado em curtos

espaços de tempo. De facto, a partir de Julho de 2008 a emissão OT/2009 deixaria de pertencer ao *benchmark* EFFAS Portugal perdendo, de forma substancial, liquidez no mercado.

Esta decisão provocou o reconhecimento de uma mais valia, em 31 de Dezembro de 2007, de 48,202,864.41 Euros resultante da diferença entre o valor de mercado e a valorização em convergência, conforme vinha sendo apresentado nas notas anexas às demonstrações financeiras do IGFCSS, IP nos anos anteriores (em 31 de Dezembro de 2006, o valor da diferença ascendia a 78.245.72,16 Euros, conforme descrito na nota 8.2.19 do anexo às demonstrações financeiras).

TABELA 10 **COMPOSIÇÃO DA CARTEIRA DE RENDIMENTO FIXO DO FEFSS EM 31.12.2007**

Rendimento Fixo	Valor (EUR)	% carteira rendimento fixo	% carteira FEFSS
Dívida Pública	5,098,163,124.46	96.26%	67.43%
Nacional	3,773,888,572.63	71.26%	49.92%
Estrangeira	1,324,274,551.83	25.00%	17.52%
Europa	940,591,227.59	17.76%	12.44%
EUA	383,683,324.24	7.24%	5.08%
Dívida Privada	198,115,555.52	3.74%	2.62%
Nacional	37,043,991.63	0.70%	0.49%
Estrangeira	161,071,563.89	3.04%	2.13%
Europa	161,071,563.89	3.04%	2.13%
<b>Total</b>	<b>5,296,278,679.98</b>	<b>100.00%</b>	<b>70.05%</b>
Por memória:			
Dívida Pública Nacional a)	3,813,888,572.63	72.01%	50.45%
Dívida Privada Nacional	37,043,991.63	0.70%	0.49%
Dívida Estrangeira Europa	1,101,662,791.48	20.80%	14.57%
Dívida Estrangeira EUA	383,683,324.24	7.24%	5.08%

Notas: a) Os CEDIC, incluídos em liquidez em 2007, fazem parte do grupo Dívida Pública para efeitos de cumprimento de rácios.

TABELA 11 **TÍTULOS DE RENDIMENTO FIXO VALORIZADOS EM CONVERGÊNCIA EM 2007**  
(VALORES REPORTADOS A 31 DE DEZEMBRO DE 2007)

Descrição	Quantidade	Taxa Juro	Valor contab. unitário	Valor por Balanço	Preço Mercado	Valor de Mercado	Diferenças
OT 5.375 23/06/2008	35,853,326	5.375	100.6139	36,073,428.36	100.4971	36,031,548.58	(41,879.78)
OT 5.00 15/06/2012	537,000,000	5.000	99.4507	534,050,475.60	103.0649	553,458,314.31	19,407,838.71
OT 5.15 06/15/2011	370,000,000	5.150	99.6645	368,758,650.96	102.8729	380,629,778.10	11,871,127.14
OT 5.85 20/05/2010	55,000,000	5.850	101.2334	55,678,361.83	103.7328	57,053,022.95	1,374,661.12
OT 3.95 15/07/2009	498,855,774	3.950	99.0272	494,002,891.40	99.7491	497,603,925.37	3,601,033.97
OT 5.45 23/09/2013	390,863,226	5.450	102.8359	401,947,729.85	105.9035	413,937,813.10	11,990,083.24
				1,890,511,538.00		1,938,714,402.40	48,202,864.41

## Detalhe da Carteira de Rendimento Variável

A gestão da carteira de rendimento variável é realizada por indexação a um *benchmark* do mercado accionista que resulta de um compósito de índices bolsistas das três principais economias: Europa, EUA e Japão. As decisões tomadas referem-se a desvios de alocação geográfica, selecção de títulos e cobertura cambial. O investimento directo realiza-se apenas em acções de empresas europeias, sendo o investimento nas restantes regiões veiculado por produtos indexados e futuros.

Assim, em 31.12.2007, a carteira de rendimento

variável estava alocada em 40.73% na Europa, 48.88% nos EUA e 10.39% no Japão.

A diversificação concretiza-se não só em termos geográficos, por referência ao *benchmark* estabelecido, mas também em termos de emitente. As posições mais avultadas são detidas em produtos indexados, por natureza diversificados, assumindo as maiores posições directas valores pouco expressivos no total da carteira. Simultaneamente, excluindo as participações da Reserva Estratégica, todas as participações são inferiores a 0.1% das acções emitidas pela respectiva entidade. As maiores participações continuam a ser em sociedades sediadas em Portugal.

TABELA 12 | REPARTIÇÃO GEOGRÁFICA DA CARTEIRA DE RENDIMENTO VARIÁVEL

Rendimento Variável	Valor (EUR)	% carteira rendimento variável	% carteira FEFSS
Europa	636,450,262.70	40.73%	8.42%
Zona Euro	367,496,295.97	23.52%	4.86%
Reino Unido	177,946,998.84	11.39%	2.35%
Outros Países	91,006,967.89	5.82%	1.20%
EUA	763,886,302.48	48.88%	10.10%
Japão	162,293,029.84	10.39%	2.15%
Total	1,562,629,595.02	100.00%	20.67%
Futuros sobre acções (nocial)	424,648,066.55	27.18%	5.62%
Europa	56,550,726.58	3.62%	0.75%
EUA	284,133,414.70	18.18%	3.76%
Japão	83,963,925.27	5.37%	1.11%

TABELA 13 | MAIORES POSIÇÕES DIRECTAS DO FEFSS EM 31.12.2007

Título	País	% FEFSS
Siemens	Alemanha	0.11%
Nestle	Suíça	0.10%
Royal Dutch Shell	Reino Unido	0.09%
Nokia	Finlândia	0.09%
Novartis	Suíça	0.09%
BP plc	Reino Unido	0.09%
Total	França	0.09%
Banco Santander	Espanha	0.09%
Roche	Suíça	0.08%
E.on	Alemanha	0.08%

TABELA 14 | MAIORES CONCENTRAÇÕES POR ENTIDADE EMITENTE

Empresa	País	Participação
Sonae	Portugal	0.057%
Brisa	Portugal	0.055%
Sonae Indústria Sa	Portugal	0.055%
BPI	Portugal	0.051%
Novabase	Portugal	0.037%
Jerónimo Martins	Portugal	0.031%
Pt Multimédia	Portugal	0.022%
EDP	Portugal	0.020%
Portugal Telecom	Portugal	0.019%
BCP	Portugal	0.019%

Nota: Não inclui as acções da Reserva Estratégica.

## Reserva Estratégica

A composição da componente de Reserva Estratégica em 31 de Dezembro de 2007 era aquela que se descreve na Tabela 15.

Há que destacar a inclusão da participação na PT Multimédia que resultou, exclusivamente, da operação de *spin-off* da participação detida na Portugal Telecom, SGPS, SA.

Por outro lado, regista-se também a alienação da totalidade da participação no Fundo NOVENERGIA 2010 com uma rentabilidade acumulada de 120% desde a sua aquisição em 5.10.2001.

Nas restantes participações há apenas a registar o aumento de capital de 100 milhões de euros, realizado pela FINPRO, SGPS, SA, no qual o FEFSS participou com 10% mantendo a sua posição accionista.

## Cumprimento dos Limites Regulamentares

Todos os limites de composição da carteira do FEFSS estabelecidos pelo respectivo Regulamento de Gestão (Portaria 1273/2004, de 7 de Outubro) estavam assegurados em 31.12.2007 (consultar Tabela 16).

TABELA 15 COMPOSIÇÃO DA RESERVA ESTRATÉGICA DO FEFSS

Títulos	Valor (EUR)	nº acções / U.P.	% FEFSS	% capital
Portugal Telecom	180,928,434.99	20,260,743	2.39%	1.79%
PT multimédia	34,067,218.40	3,567,248	0.45%	1.15%
FINPRO	17,913,905.52	2,751,752	0.24%	10.00%
Transurban Group	6,316,468.82	1,535,830	0.08%	0.14%
Total	239,226,027.73		3.16%	

TABELA 16 CUMPRIMENTO DOS LIMITE REGULAMENTARES

		Peso na carteira em 31.12.2007	Regulamento de Gestão <sup>a)</sup>		
			Mínimo	Máximo	
Dívida Garantida pelo Estado Português	Exposição directa / Valor FEFSS	50.45%	50%	100%	Cumpre
Dívida Privada	Exposição directa / Valor FEFSS	2.62%	0%	40%	Cumpre
	Rating		BBB-/Baa3	Aaa/AAA	Cumpre
Acções	Exposição directa / Valor FEFSS	20.67%	0%	25%	Cumpre
Fundos de Investimento Mistos	Fundos Investimento Mistos/ Valor FEFSS	0.00%	0%	10%	Cumpre
Imobiliário	Exposição directa / Valor FEFSS	3.20%	0%	10%	Cumpre
Reserva Estratégica	Exposição directa / Valor FEFSS	3.16%	0%	5%	Cumpre
Moeda estrangeira	Exposição não coberta / Valor FEFSS	11.54%	0%	15%	Cumpre
Derivados	Valor nocional / Valor FEFSS	5.62%	0%	100%	Cumpre
	Op. fixação custo aquisições futuras/ Valor FEFSS	0.00%	0%	10%	Cumpre
Diversificação	Investimento em cada emitente / Capitais Próprios do Emitente		0%	20%	Cumpre
	Investimento em cada emitente / Valor do FEFSS		0%	5%	Cumpre

Notas: a) Regulamento de Gestão aprovado pela Portaria 1273/2004 de 7 de Outubro.

## Rentabilidade e Risco

Em 2007 o FEFSS obteve uma rentabilidade de 4.08%<sup>14</sup>, para um nível de risco<sup>15</sup> de 2.66%. Num ano bastante volátil, a rentabilidade global viu-se afectada por meses de rentabilidade negativa ou muito baixa, com particular impacto a partir do segundo trimestre do ano.

A desagregação da rentabilidade de 2007 por

classes de activos permite verificar que foi a classe de rendimento fixo (4.41%) que mais contribuiu para a rentabilidade total<sup>16</sup>. Destaque ainda para a taxa de rentabilidade do imobiliário (8.47%) que, no entanto, se dilui quando considerado o reduzido peso desta componente no total da carteira do FEFSS (3.2%).

Numa análise de mais longo prazo é necessário

GRÁFICO 30 | EVOLUÇÃO DA RENTABILIDADE DO FEFSS AO LONGO DE 2007

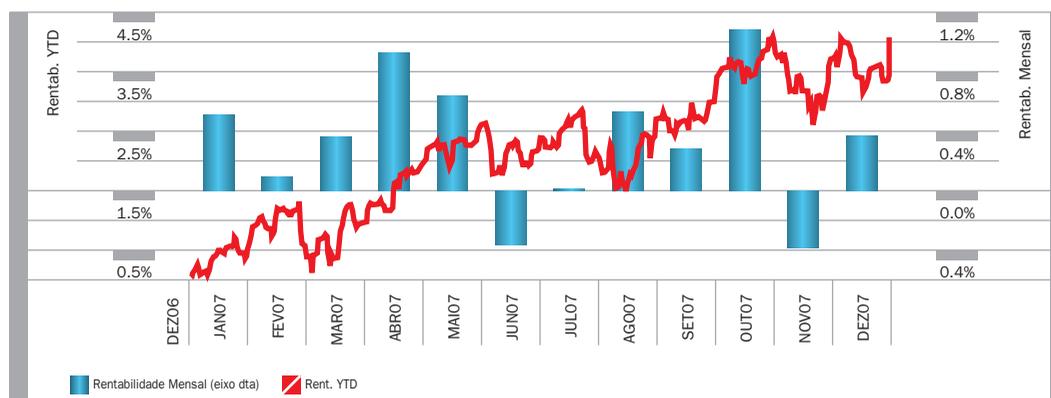


TABELA 17 | DESAGREGAÇÃO DA RENTABILIDADE POR TIPOS DE ACTIVO

	2007		2006	
	Rentabilidades	Peso	Rentabilidades	Peso
Reserva Estratégica <sup>a)</sup>	1.56%	3.16%	21.15%	3.30%
Rendimento Fixo <sup>a) b)</sup>	4.41%	70.05%	2.45%	70.11%
Dívida Pública Nacional <sup>b) c)</sup>	4.68%	50.45%	3.11%	50.29%
Rendimento Variável <sup>b)</sup>	-2.10%	20.67%	9.06%	20.83%
Europa	2.98%	8.42%	18.54%	7.67%
EUA	-4.31%	10.10%	5.90%	11.02%
Japão	-13.20%	2.15%	-7.73%	2.14%
Imobiliário <sup>a)</sup>	8.47%	3.20%	15.84%	3.58%
Liquidez		2.91%		2.19%
<b>Total</b>	<b>4.08%</b>	<b>100.00%</b>	<b>5.18%</b>	<b>100.00%</b>

Notas: a) Inclui *forwards*.

b) Inclui juros corridos.

c) Os Bilhetes do Tesouro, incluídos em aplicações de curto prazo, fazem parte do grupo Dívida Pública para efeitos de cumprimento de rácios.

d) Inclui futuros e *forwards*.

<sup>14</sup> Conforme referido na nota 8.2.2 do anexo, no exercício findo em 31 de Dezembro de 2007, o IGFCS abandonou a valorização em convergência de parte da carteira de Dívida Pública, dado que, tendo em vista uma gestão mais adequada, deixou de ter intenção de a manter até à maturidade, provocando o correspondente impacto de 66 pontos base na rentabilidade do FEFSS.

<sup>15</sup> Medido pelo desvio padrão anualizado da taxa de rentabilidade.

<sup>16</sup> *Idem* nota 14.

ter em conta a influência não apenas do comportamento dos mercados mas também das alterações de enquadramento legal e respectivas políticas de investimento, nomeadamente para prazos superiores a 5 anos.

A tendência descendente de cada um dos últimos três anos converte-se numa taxa de rentabilidade dos últimos 3 anos (5.32%) inferior à taxa desde o início (5.4%). Contudo, em termos reais, as taxas obtidas nos últimos 3, 7 e 10 anos são praticamente idênticas à taxa desde o início (2.87%). A excepção vai apenas para o período de 5 anos devido às elevadas taxas reais obtidas em 2003 e 2004.

As taxas de rentabilidade anuais nominais têm-se mantido nos últimos anos acima dos 4%, em grande parte fruto da política de investimentos<sup>17</sup> (consultar Gráfico 31).

Nos últimos 5 anos a flutuação das taxas de rentabilidade tem sido mais suave, reflectindo sobretudo as condições de mercado e a progressiva abertura da política de investimentos ao segmento accionista e aos mercados da OCDE. Uma referência ainda para o facto das taxas reais observadas antes de 1999 estarem muito influenciadas pelo diferencial da inflação da Zona Euro face à inflação Portuguesa que, nesse período, se reflectia nas taxas de juro do escudo. Estas conclusões são

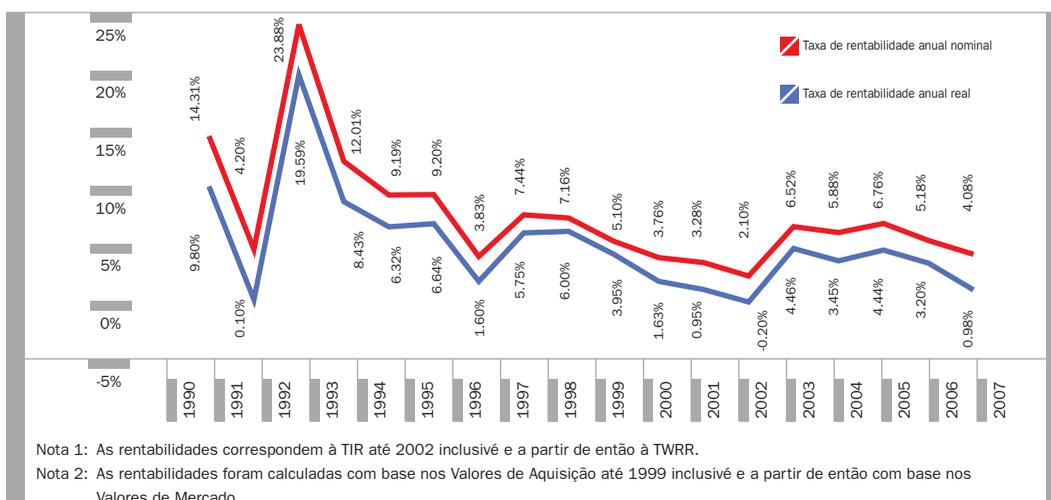
TABELA 18 TAXAS MÉDIAS ANUAIS DE RENTABILIDADE DO FEFSS

	Taxa nominal	Taxa real <sup>a)</sup>
Últimos 3 anos	5.32%	2.85%
Últimos 5 anos <sup>b)</sup>	5.65%	3.27%
Últimos 7 anos <sup>b)</sup>	4.94%	2.58%
Últimos 10 anos <sup>b)</sup>	4.94%	2.84%
Desde o início - 1989 <sup>b)</sup>	5.40%	2.87%

Notas: a) Medida face à evolução do IPCH da zona euro.

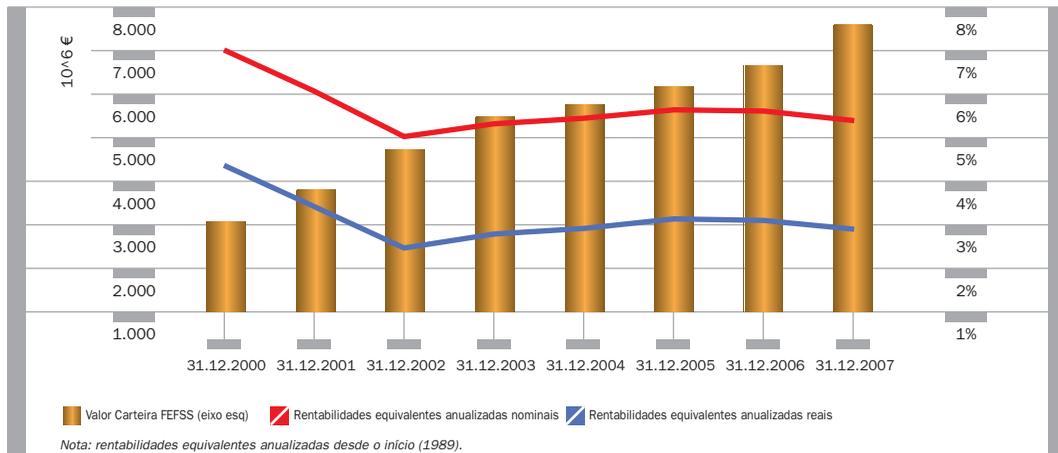
b) Até 1.12.2000 o FEFSS estava sujeito a retenção na fonte de imposto sobre os rendimentos de capitais.

GRÁFICO 31 RENTABILIDADES ANUAIS NOMINAIS E REAIS DO FEFSS

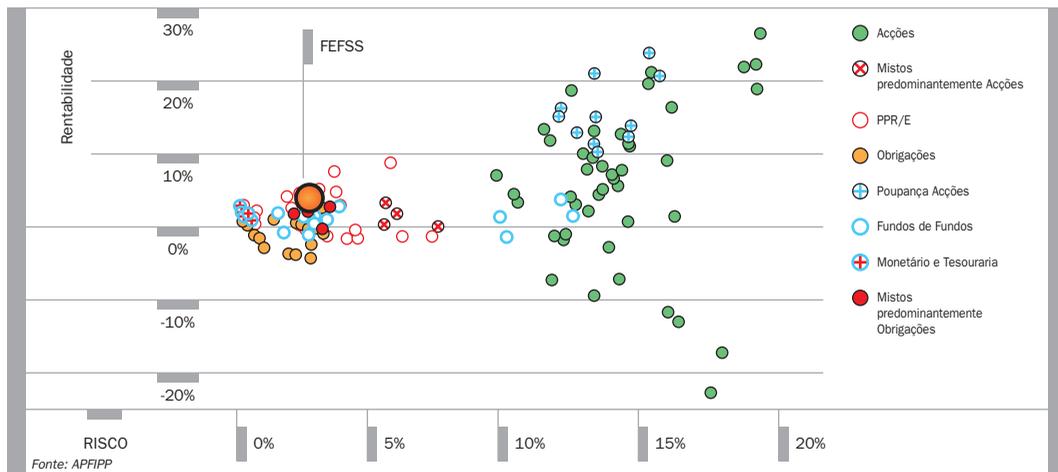


<sup>17</sup> Os valores das rentabilidades obtidas até 1999 inclusive não são directamente comparáveis com os subsequentes, dado que até essa data foram calculadas com base em valores de aquisição. A taxa real é medida contra o IPCH da Zona Euro.

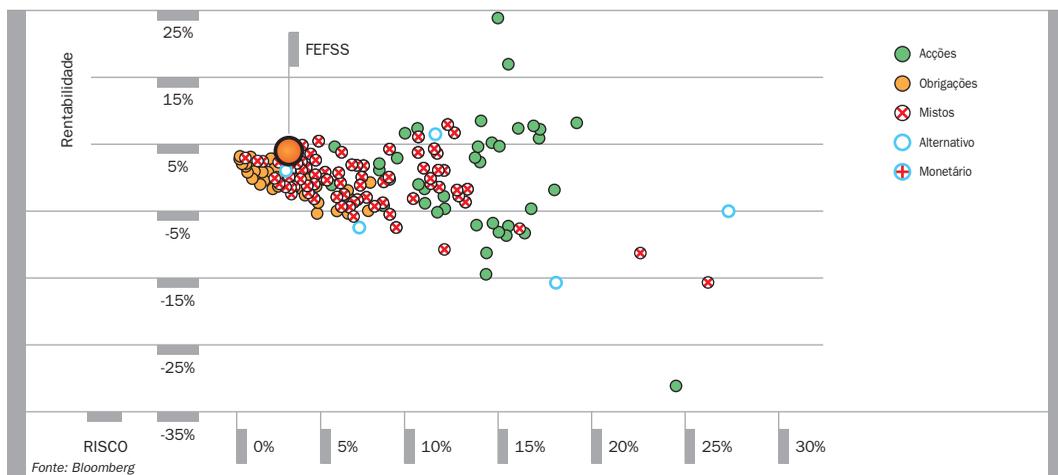
**GRÁFICO 32 | RENTABILIDADES ANUAIS MÉDIAS DO FEFSS DESDE O INÍCIO**



**GRÁFICO 33 | RENTABILIDADE E RISCO DE FUNDOS NACIONAIS**



**GRÁFICO 34 | RENTABILIDADE E RISCO DE FUNDOS INTERNACIONAIS COM INVESTIMENTOS NOS PAÍSES MEMBROS DA OCDE**



reforçadas pela análise das taxas de rentabilidade equivalentes anualizadas desde a constituição do FEFSS.

O baixo nível de risco do FEFSS manifesta-se quer em termos absolutos, com um desvio-padrão anualizado das rentabilidades diárias de 2.66%, quer quando se compara o binómio rentabilidade/risco com outros fundos (nacionais e estrangeiros).

**Performance relativa: FEFSS versus benchmark**

A performance dos investimentos de cada classe de activos do FEFSS<sup>18</sup> é medida contra um índice de aferição específico (*benchmark*). O *benchmark*

global do FEFSS é a média ponderada (de acordo com a alocação estratégica) das rentabilidades obtidas pelos *benchmarks* de cada classe de activos, conforme atrás indicado.

Em 2007 o FEFSS<sup>19</sup> obteve uma rentabilidade adicional em relação ao respectivo *benchmark* (*excess return*) de 0.89%. A classe de acções foi a que decisivamente mais contribuiu para este resultado.

A opção de sobre-alocação na classe de acções, em particular de acções europeias, revelou-se uma boa opção, nomeadamente por via dos instru-

GRÁFICO 35 | RENTABILIDADE DO FEFSS E BENCHMARK AO LONGO DE 2007

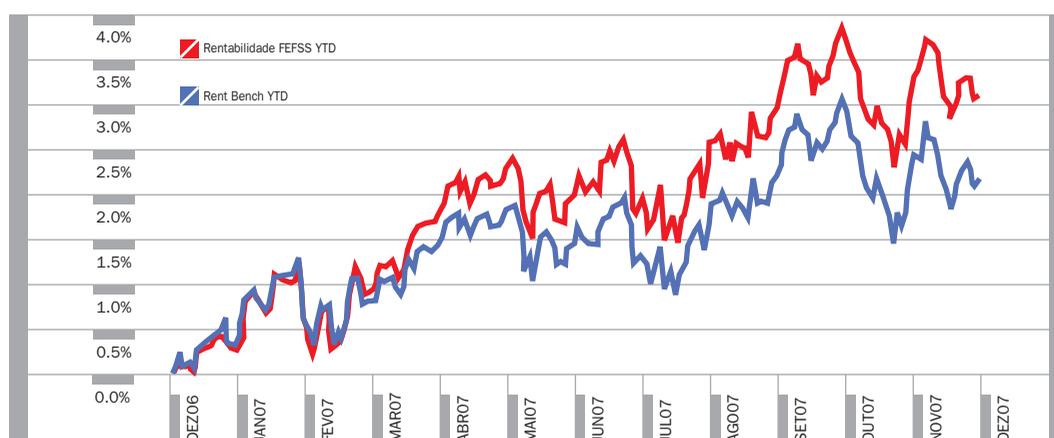


GRÁFICO 36 | VOLATILIDADE DO FEFSS E TRACKING ERROR AO LONGO DE 2007



<sup>18</sup> Sendo a componente de Reserva Estratégica referente a participações de longo prazo no capital de sociedades, a gestão indexada exclui esta componente.

<sup>19</sup> Excluindo a componente de Reserva Estratégica.

mentos seleccionados que tiveram uma performance superior à do *benchmark*. Em termos globais, a rentabilidade adicional face à referência (*excess return*) obtida na classe de acções adveio sobretudo das opções geográficas tomadas. Não obstante, individualmente o maior contributo veio da selecção de instrumentos europeus (compensada negativamente pela selecção de instrumentos norte-americanos).

Os investimentos em imobiliário permitiram também obter uma rentabilidade adicional (*excess return*) em relação ao seu índice de referência

(*benchmark*) apesar do seu efeito em termos globais ser atenuado por via do baixo peso desta classe de activos na carteira.

Acompanhando a evolução ao longo de 2007 verifica-se que a sobre-performance do FEFSS em relação ao seu *benchmark* (*excess return* positivo) foi uma constante desde Março. Por seu turno, o *tracking error*, medida da variabilidade do *excess return*, viu o seu nível elevar-se por altura do início da crise do imobiliário *sub-prime* em meados de Agosto, mantendo-se desde então mais elevado. ■



FEFSS - FUNDO DE ESTABILIZAÇÃO FINANCEIRA DA SEGURANÇA SOCIAL  
**DEMONSTRAÇÕES FINANCEIRAS E NOTAS ÀS CONTAS**



Fundo de Estabilização Financeira da Segurança Social

**Balancos Analíticos em 31 de Dezembro de 2007 e de 2006**

Código das Contas	ACTIVO	Notas	Activo Bruto	Amortiz. e Provisões	Activo Líquido 31-12-2007	Activo Líquido 31-12-2006
	<b>Imobilizado:</b>					
	<b>Investimentos financeiros:</b>					
411	Partes de capital	8.2.7	239,226,027.69		239,226,027.69	218,800,541.93
414	Investimentos em imóveis	8.2.7	24,602,371.00		24,602,371.00	38,487,871.90
			263,828,398.69	0.00	263,828,398.69	257,288,413.83
	<b>Dividas de terceiros - Curto prazo:</b>					
251	Devedores pela execução do orçamento	8.2.39.4	1,262,875.42		1,262,875.42	419,467.24
262+263+267+268	Outros devedores	8.2.39.4	349,421.57		349,421.57	3,839,290.41
	IGFCSS	8.2.39.4	275,437.87		275,437.87	
			1,887,734.86	0.00	1,887,734.86	4,258,757.65
	<b>Títulos negociáveis:</b>					
151	Ações	8.2.17	1,132,141,495.46		1,132,141,495.46	1,065,785,820.67
152	Obrigações e Títulos de Participação	8.2.17	194,616,721.00		194,616,721.00	230,280,025.98
153	Títulos da dívida pública	8.2.17	4,997,024,026.06		4,997,024,026.06	2,364,871,227.45
158+159+156	Títulos da dívida pública - Investimento em convergência	8.2.17				1,964,190,763.94
	Outros títulos	8.2.17	40,000,000.00		40,000,000.00	
18	Outras aplicações de tesouraria	8.2.17	246,470,645.20		246,470,645.20	224,418,558.32
			6,610,252,887.72	0.00	6,610,252,887.72	5,849,546,396.36
	<b>Conta no Tesouro, depósitos em instituições financeiras e caixa:</b>					
12	Depósitos em instituições financeiras	8.2.39.5	574,533,266.84		574,533,266.84	433,007,801.44
			574,533,266.84		574,533,266.84	433,007,801.44
	<b>Acréscimos e diferimentos:</b>					
271	Acréscimos de proveitos	8.2.39.6	113,500,293.34		113,500,293.34	113,153,532.21
272	Custos diferidos	8.2.39.6	12,535.29		12,535.29	18,606.65
			113,512,828.63	0.00	113,512,828.63	113,172,138.86
	<b>Total de amortizações</b>			0.00		
	<b>Total de provisões</b>			0.00		
	<b>Total do activo</b>		7,564,015,116.74		7,564,015,116.74	6,657,273,508.14

As notas anexas fazem parte integrante do balanço em 31 de Dezembro de 2007

Montantes expressos em Euros

Fundo de Estabilização Financeira da Segurança Social

**Balancos Analíticos em 31 de Dezembro de 2007 e de 2006**

Código das Contas	FUNDOS PRÓPRIOS E PASSIVO	Notas	31-12-2007	31-12-2006
	<b>Fundos Próprios</b>			
	<b>Património</b>			
51	Património			
511	Património inicial	8.2.32	216,509,809.88	216,509,809.88
512	Património Adquirido	8.2.32	4,932,710,538.27	4,298,756,123.91
513	Património Acrescentado			
5131	Resultados Transitados	8.2.32	1,879,381,706.45	1,563,124,293.02
5132	Reserva especial de capitalização-Dec.Lei 399/90	8.2.32	93,258,682.35	93,258,682.35
5133	Reserva legal-Dec.Lei 399/90	8.2.32	9,765,068.07	9,765,068.07
5134	Reserva de reavaliação	8.2.32	4,712,109.26	7,354,377.79
56	Reservas de reavaliação	8.2.32	2,642,268.53	
	<b>Reservas:</b>			
577	Reservas decorrentes de transferências de activos	8.2.32	135,048,891.70	135,048,891.70
578	Outras Reservas			
88	Resultado líquido do exercício	8.2.32	286,245,915.75	316,257,413.43
			7,560,274,990.26	6,640,074,660.15
	<b>Dividas a terceiros - Curto prazo:</b>			
221	Fornecedores, c/c	8.2.39.7	3,617.90	
252	Cretores pela execução do orçamento	8.2.39.7	780.00	1,980,479.37
262+263+267+268	Outros Cretores	8.2.39.7		14,331,118.86
	IGFCSS	8.2.39.7		15,764.75
			4,397.90	16,327,362.98
	<b>Acréscimos e diferimentos:</b>			
273	Acréscimos de custos	3.2.39.8	3,562,612.03	703,322.68
274	Proveitos diferidos	8.2.39.8	173,116.55	168,162.33
			3,735,728.58	871,485.01
	<b>Total dos fundos próprios e do passivo</b>		7,564,015,116.74	6,657,273,508.14

As notas anexas fazem parte integrante do balanço em 31 de Dezembro de 2007

Montantes expressos em Euros

Fundo de Estabilização Financeira da Segurança Social

**Demonstração dos Resultados Líquidos em 31 de Dezembro de 2007 e de 2006**

Código das Contas		Notas	31-12-2007		31-12-2006	
	CUSTOS E PERDAS					
62	Fornecimentos e serviços externos	8.2.3.i		2,072,528.41		1,993,498.62
65	Outros custos e perdas operacionais (A)		1,135,749.81	1,135,749.81	833,878.35	833,878.35
				3,208,278.22		2,827,376.97
68	Custos e perdas financeiras (C)	8.2.37	547,858,255.22	547,858,255.22	416,013,097.04	416,013,097.04
69	Custos e perdas extraordinários (E) e (G)	8.2.38		551,066,533.44		418,840,474.01
				62.21		43,027.49
				551,066,595.65		418,883,501.50
88	Resultado líquido do exercício			286,245,915.75		316,223,329.14
				837,312,511.40		735,106,830.64
	PROVEITOS E GANHOS					
71	Vendas					
	Prestações de Serviços (B)	8.2.35	19,997.36	19,997.36	23,046.22	23,046.22
				19,997.36		23,046.22
78	Proveitos e Ganhos Financeiros (D)	8.2.37	833,061,031.51	833,061,031.51	735,117,830.46	735,117,830.46
79	Proveitos e ganhos extraordinários (F)	8.2.38		833,081,028.87		735,140,876.68
				4,231,482.53		38.25
				837,312,511.40		735,140,914.93
	RESUMO:					
	Resultados operacionais : (B)- (A) =		-3,188,280.86		-2,804,330.75	
	Resultados financeiros : (D)- (C)- (A) =		285,202,776.29		319,104,733.42	
	Resultados correntes : (D)- (C) =		282,014,495.43		316,300,402.67	
	Resultados antes de impostos : (F)- (E) =		286,245,915.75		316,257,413.43	
	Resultados líquido do exercício : (F)- (G) =		286,245,915.75		316,257,413.43	

As notas anexas fazem parte integrante da demonstração de resultados em 31 de Dezembro de 2007

Montantes expressos em Euros

## Fluxos de Caixa para o exercício findo em 31 de Dezembro de 2007 - Recebimentos

Nota Explicativa	Código			RECEBIMENTOS			
	Capº	Grupo	Artº				
8.2.39.5	16	01		<b>Saldo gerência anterior</b>			
				Execução orçamental			
				De dotações orçamentais			
				De receitas próprias			
				Na posse do serviço - Depósitos à Ordem	398,349,877.34		
				Na posse do serviço - Depósitos a Prazo	45,571,927.69	443,921,805.03	
				Na posse do Tesouro			
				De receita do Estado			
				De operações de tesouraria			
				Descontos em vencim.e salários: receita do Estado			
				I - Total do saldo de Gerª na posse do serviço		443,921,805.03	<b>443,921,805.03</b>
				<b>Receitas</b>			
				Dotações orçamentais(OE)			
				<b>CORRENTES</b>			
				<b>Rendimentos de propriedade</b>			
				<b>Juros-Soc.e quase sociedades não financeiras</b>	<b>256,933,731.63</b>	256,933,731.63	
				Obrigações	<b>1,588,555.18</b>		
					1,588,555.18		
				<b>Juros-Sociedades Financeiras</b>	<b>26,776,477.39</b>		
				Obrigações	1,495,968.88		
Fundos de investimento imobiliários	7,443,911.28						
Depósitos à ordem	15,506,239.92						
Depósitos a prazo	2,330,357.31						
<b>Juros-Administrações Públicas</b>	<b>152,494,728.83</b>						
T.D.P.-Nacionais	152,494,728.83						
<b>Juros-Resto do mundo</b>	<b>52,864,102.70</b>						
Obrigações estrangeiras - UE-Instituições	8,418,659.33						
T.D.P.-Estrangeiras - UE-Paises membros	33,392,154.16						
Obrigações estrangeiras - Paises terceiros	14,794.53						
T.D.P.-Estrangeiras - Paises terceiros	11,038,494.68						
<b>Dividendos e participação nos lucros de Soc.N.Financeiras</b>	<b>17,921,673.10</b>						
<b>Dividendos e participação nos lucros de sociedades financeiras</b>	<b>3,006,064.65</b>						
<b>Rendas</b>	<b>2,282,129.78</b>						
<b>Venda de bens de Investimento</b>	<b>18,100,000.00</b>	18,100,000.00					
Terrenos-Sociedades Financeiras	4,525,000.00						
Edifícios-Sociedades Financeiras	13,575,000.00						

Montantes expressos em Euros



Fundo de Estabilização Financeira da Segurança Social

Fluxos de Caixa para o exercício findo em 31 de Dezembro de 2007 - Recebimentos

Nota Explicativa	Código			RECEBIMENTOS			
	Capº	Grupo	Artº				
				<b>CAPITAL</b>			
				<b>Transferências de Capital</b>	<b>633,954,414.36</b>	633,954,414.36	
	07	06	0401	Cons.parcela quotizações dos trabalhadores	114,603,877.00		
	09		0402	SalDOS Anuais do subsistema previdencial	504,387,688.49		
			0403	Receitas de alienação do património da Segurança Social	14,962,848.87		
				<b>Activos Financeiros</b>	<b>1,620,489,216.81</b>	1,620,489,216.81	
		02	1115	Diferenças de câmbio favoráveis	991,622.32		
			1215	Diferenças de câmbio favoráveis	46,058,155.65		
		03	0102	Sociedades e quase soc.não financeiras-Obrigações	15,879,426.05		
			0114	Sociedades e quase soc.não financeiras-Mais valias	290,320.16		
			0202	Sociedades financeiras-Obrigações	11,858,059.58		
			0214	Sociedades financeiras-Mais valias	63,218.25		
			0303	Administração pública central-Obrigações	369,302,501.81		
			0314	Administração pública central-Mais Valias	589,467.16		
			1102	Resto do mundo-UE-Obrigações	53,246,268.36		
			1103	Resto do mundo-UE-Obrigações / TDP	850,753,439.80		
			1114	Resto do mundo-UE-Mais valias	4,732,623.39		
			1202	Resto do mundo-Países terceiros-Obrigações	956,930.00		
			1203	Resto do mundo-Países terceiros-TDP	190,877,117.70		
			1214	Resto do mundo-Países Terceiros-Mais valias	3,534,091.83		
		04	1108	Resto do mundo-UE-Futuros	5,805,394.23		
			1114	Resto do mundo-UE-Futuros-Mais valias	1,627,680.99		
			1208	Resto do mundo-Países Terceiros-Futuros	-3,775,869.59		
			1214	Resto do mundo-Países Terceiros-Futuros-Mais valias	422,794.47		
		08	1101	Resto do mundo-UE-Ações	7,342,091.12		
			1114	Resto do mundo-UE-Mais valias	4,625,619.30		
			1115	Diferenças de câmbio favoráveis	7,366.51		
			1201	Resto do mundo-Países Terceiros-Ações	192,651.62		
			1214	Resto do mundo-Países Terceiros-Mais valias	192,439.01		
			1215	Diferenças de câmbio favoráveis	12,736.51		
		09	1110	Resto do mundo-UE-Fundos de investimento-Mobiliários	3,249,194.26		
			1111	Resto do mundo-UE-Fundos de investimento-Imobiliários	544,808.62		
			1114	Resto do mundo-UE-Mais valias	2,177,495.46		
			1211	Resto do mundo-Países terceiros-F.Inv-Imobiliários	5,315,898.66		
		11	1115	Diferenças de câmbio favoráveis	698,733.52		
			1215	Diferenças de câmbio favoráveis	42,916,940.06		2,529,477,362.80
				Receitas próprias			
				Correntes			
				Capital			
				II - Total das receitas e dos fundos próprios			<b>2,529,477,362.80</b>
				Total da receita do exercício I + II			<b>2,973,399,167.83</b>
				III - Total recebido do Tesouro em c/receitas próprias			
				IV - Total recebimentos Exercício I + II + III			<b>2,973,399,167.83</b>
				Importâncias retidas para entrega ao Estado ou outras entidades			
				Receita do Estado			
				Operações de tesouraria			
				V - Total das retenções de fundos alheios			<b>2,973,399,167.83</b>
				Descontos em vencimentos e salários:			
				Receita do Estado:			
				Operações de tesouraria:			
				<b>Total Geral Mapa Fluxos de Caixa IV + V</b>			<b>2,973,399,167.83</b>

Montantes expressos em Euros

Fundo de Estabilização Financeira da Segurança Social

**Fluxos de Caixa para o exercício findo em 31 de Dezembro de 2007 - Pagamentos**

Nota Explicativa	Código			PAGAMENTOS			
	Agrup.	Sub-Agrup.	Rubrica				
8.2.39.5				<b>Despesas</b>			
				Despesas orçamentais (OE)			
				Correntes			
		02		<b>Aquisição de Bens e Serviços</b>	<b>2,444,267.47</b>		
			20	<b>Aquisição de Serviços</b>			
				Trabalhos especializados	7,836.22		
				Transferência IGFCSS	2,436,431.25		
		03		<b>Juros e outros encargos</b>	<b>1,528,340.20</b>		
			06	<b>Outros encargos financeiros</b>			
			0101	<b>Serviços bancários</b>	1,528,340.20		
		06		<b>Outras Despesas Correntes</b>	<b>13,654.89</b>	3,986,262.56	
		09		<b>Activos Financeiros</b>	<b>2,390,549,198.41</b>		
			02	0506 Administração pública central-Estado-Papel comercial	40,000,000.00		
				1415 Diferenças de câmbio desfavoráveis	299,434.47		
				1416 Diferenças de câmbio desfavoráveis	594,978.69		
			03	0114 Sociedades e quase soc.não financeiras-Privadas-Menos valias	514,196.48		
				0303 Soc.finaiceiras-Bancos e outras inst.financeiras-Obrigações	13,591,780.00		
				0503 Administração pública central-Estado-Obrigações	733,242,140.00		
				0514 Administração pública central-Estado-Obrigações-Menos valias	8,600,728.97		
				1402 Resto do mundo-U.E.-Instituições-Obrigações	35,029,005.00		
				1503 Resto do mundo-U.E.-Países membros-Obrigações	951,290,331.00		
				1514 Resto do mundo-U.E.-Países membros-Menos valias	12,119,700.26		
				1602 Resto do mundo-P.terceiros org.intern.-Obrigações	1,854,410.00		
				1603 Resto do mundo-P.terceiros org.intern.-Obrigações	396,616,210.82		
				1614 Resto do mundo-P.terceiros org.intern.-Obrigações-Menos valias	140,984.35		
				1615 Diferenças de câmbio desfavoráveis	11,917,677.89		
			04	1514 Resto do mundo-U.E.-Países membros-Menos valias	1,116,264.63		
				1614 Resto do mundo-P.terceiros org.intern.-Derivados-Menos valias	1,024,227.46		
			07	0301 Soc.financeiras-Bancos e outras inst.financeiras-Acções	10,010,010.00		
				1401 Resto do mundo-U.E.-Instituições-Acções	104,495,252.43		
				1414 Resto do mundo-U.E.-Instituições-Menos valias	970,881.16		
				1415 Diferenças de câmbio desfavoráveis	10,614.63		
				1601 Resto do mundo-Países Terceiros -Instituições-Acções	2,037,938.24		
			08	0310 Unidades de participação-Soc.financeiras-Fundos investimento-Mobiliários	2,500,000.00		
				0311 Unidades de participação-Soc.financeiras-Fundos investimento-Imobiliários	6,260,638.00		
				1411 Unidades de participação-Resto do mundo- U.E.-Fundos investimento-Imobiliários	16,540,793.36		
				1611 Resto do mundo-Países Terceiros-Fundos de investimento-Imobiliários	537,728.00		
				1614 Resto do mundo-Países Terceiros-Fundos de investimento-Imobiliários	46,339.66		
			09	1515 Resto do Mundo-U.E.-Países membros-Diferenças de câmbio desfavoráveis	836,009.35		
				1615 Resto do Mundo-Países Terceiros-Diferenças de câmbio desfavoráveis	38,346,923.56	2,390,549,198.41	2,394,535,460.97
				I - Total despesas por c/ OE			<b>2,394,535,460.97</b>
				Despesas orçamentais com compensação em receita própria e com ou sem transição dos saldos			
				Correntes			
				Capital			
				II - Total de despesas por c/ receitas próprias			
			Total despesas do exercício I + II			<b>2,394,535,460.97</b>	
			III - Total entrega ao Tesouro em c/ receita própria				
			IV - Total pagamento do exercício I + II + III			<b>2,394,535,460.97</b>	
			Importâncias entregues ao Estado e outras entidades				
			Receita do Estado				
			Operações de tesouraria		0.00	0.00	
			V - Total da despesa de fundos alheios			<b>2,394,535,460.97</b>	
			<b>SALDO PARA A GERÊNCIA SEGUINTE</b>		578,863,706.86		
			Execução orçamental				
			Dotações orçamentais(OE)				
			De receitas próprias				
			Na posse do serviço	578,863,706.86		578,863,706.86	
			Na posse do Tesouro				
			De receita do Estado				
			De operações de tesouraria				
			Descontos em vencimentos e salários:				
			Receita do Estado				
			VI - Total do Saldo Ger <sup>o</sup> na posse do serviço			<b>578,863,706.86</b>	
			Descontos em vencimentos e salários:				
			Retidos na fonte e considerados pagos:				
			De receita do Estado				
			De operações de tesouraria				
			<b>Total Geral Mapa Fluxos Caixa IV + V + VI</b>			<b>2,973,399,167.83</b>	

Montantes expressos em Euros

# Anexo às demonstrações financeiras

O Fundo de Estabilização Financeira da Segurança Social (“FEFSS”) está integrado no Instituto de Gestão de Fundos de Capitalização da Segurança Social, IP (“IGFCSS”), como património autónomo afecto exclusivamente à capitalização pública de estabilização, nos termos e com as finalidades previstas na lei de bases da segurança social sendo gerido pelo IGFCSS (Nota 8.2.3.i).

O FEFSS tem por objectivo assegurar a estabilização financeira da segurança social, designadamente assegurar a cobertura das despesas previsíveis com pensões por um período mínimo de dois anos.

Em 29 de Maio foi publicado o Decreto-Lei 216/2007 que veio reformular a lei orgânica do IGFCSS assim como proceder à revisão dos respectivos estatutos. O referido Decreto-Lei distingue o património do FEFSS do Património do IGFCSS, embora aquele continue integrado neste (nº 3 do artº 1º do Decreto-Lei 216/2007). Consequentemente, as demonstrações financeiras do IGFCSS integram ainda o património do FEFSS, agora apresentado.

Correspondendo a esta disposição, o Conselho Directivo apresenta, pela primeira vez, Demonstrações Financeiras autónomas do FEFSS, além das habituais contas do IGFCSS que integram aquele património (ver destacável FEFSS). As demonstrações financeiras do FEFSS foram elaboradas tomando por base os registos contabilísticos do próprio IGFCSS.

Na sequência da autonomização do património do FEFSS, apresentam-se pela primeira vez as demonstrações financeiras do Fundo de Estabilização Financeira da Segurança Social. Apesar da não obrigatoriedade, em 2006, da apresentação de conta própria, procedeu-se à apresentação de demonstrações financeiras de 2006, para efeitos comparativos, as quais são, por este motivo e por não terem sido objecto de apresentação autónoma, designadas Demonstrações financeiras Pró-forma. As contas anexas foram preparadas de acordo com os registos contabilísticos existentes no IGFCSS.

As notas que se seguem respeitam a numeração sequencial definida no Plano Oficial de Contabilidade das Instituições do Sistema de Solidariedade e de Segurança Social (“POCISSSS”). As notas cuja numeração é omitida deste anexo não são aplicáveis ao FEFSS ou a sua apresentação não é relevante para a leitura das demonstrações financeiras anexas.

## 8.1

### Caracterização da entidade

A capitalização pública de estabilização foi introduzida em 1989 pelo Decreto-Lei nº 259/89, de 14 de Agosto, que criou o Fundo de Estabilização Financeira da Segurança Social (FEFSS) com personalidade jurídica e autonomia financeira e um conjunto de bens patrimoniais, que afectou à estabilização estrutural do regime financeiro do sistema da Segurança Social.

O FEFSS está sujeito, no aspecto contabilístico, à disciplina do POCISSSS – Plano Oficial de Contabilidade das Instituições do Sistema de Solidariedade e de Segurança Social, conforme previsto no Decreto-Lei nº 216/2007, tendo todos os aspectos sido seguidos com excepção da derrogação dos critérios valorimétricos da carteira de investimento do FEFSS, conforme descrito na nota 8.2.1.

Dado que o Decreto-Lei 216/2007 apenas foi publicado em Maio de 2007, e apesar de não ter sido aprovado um orçamento separado para efeitos do FEFSS, de forma a cumprir com a disciplina do POCISSSS, foi apresentado o correspondente mapa de fluxos de caixa.

Os valores das receitas provenientes das operações financeiras, são depositados nos prazos habituais dos mercados financeiros

(usualmente 2 ou 3 dias após), pelo agente liquidador da venda, na conta bancária indicada pelo IGFCSS.

Os registos e as conferências de títulos são feitos diariamente. Esta conferência é feita pela Direcção de Estudos, Planeamento e Controlo do IGFCSS.

Como a actividade desta Instituição obriga a uma permanente utilização dos seus fundos, é efectuada a conferência dos valores disponíveis, diariamente, nas contas bancárias afectas ao FEFSS.

Esta conferência é efectuada pelos técnicos da Direcção de Estudos, Planeamento e Controlo.

#### Breve descrição das principais características do sistema informático utilizado/existente

O IGFCSS utiliza actualmente, para suporte da sua área de contabilidade, um software específico: o GIN. Trata-se de uma aplicação cliente/servidor que se apoia numa base de dados Oracle e que se encontra perfeitamente integrada com o software de gestão de activos Trader, fruto da parceria celebrada entre as duas software houses, fornecedoras daquele software. As duas aplicações estão sedeadas na mesma máquina e correm na mesma instância de Oracle.

Importa ainda referir que os lançamentos referentes às operações do FEFSS são gerados pelo Trader e posteriormente, integrados no GIN por processo automático.

## 8.2.

### Notas ao balanço e à demonstração de resultados

#### 8.2.1. Disposições do Plano Oficial de Contabilidade das Instituições do Sistema de Solidariedade e da Segurança Social

Considerando:

- O objecto específico do FEFSS;
- A crescente globalização dos riscos e dos mercados financeiros;
- A necessidade de adoptar princípios e regras de avaliação consistentes com a natureza dinâmica dos mercados financeiros;
- Que a constante evolução das tecnologias e sistemas de informação vem permitindo o desenvolvimento de sofisticados modelos de avaliação dos activos financeiros;
- Que o Instituto de Gestão de Fundos de Capitalização da Segurança Social (IGFCSS) deve dispor de procedimentos internos que permitam controlar os critérios, os modelos e as fontes de informação utilizados para a avaliação dos activos que constituem o património dos fundos sob gestão, nomeadamente o FEFSS;
- Que existe um consenso internacional muito alargado quanto à conveniência de adopção do princípio do justo valor na avaliação dos instrumentos financeiros;
- Que é de todo o interesse que as disposições regulamentares relativas à avaliação dos instrumentos financeiros sejam consentâneas com a prevalência da utilização do conceito de justo valor no registo de instrumentos financeiros ao nível dos IFRS (International Financial Reporting Standards).

Os critérios valorimétricos da carteira de investimentos do FEFSS do POCISSSS, foram derogados por forma a que fosse adoptado o critério do justo valor na valorização dos investimentos financeiros de negociação e do custo amortizado para efeito da carteira em convergência, de acordo com o Normativo de Valorimetria do FEFSS (Regulamento específico do FEFSS - baseado na Norma 26/2002-R do ISP, de 31-12-2002), conforme detalhado na nota 8.2.3.a) abaixo.

## 8.2.2. - Indicação e comentário das contas do balanço e da demonstração dos resultados cujos conteúdos não sejam comparáveis com os do exercício anterior

No exercício findo em 31 de Dezembro de 2007, abandonou-se a valorização em convergência de parte da carteira de Dívida Pública, dado que, tendo em vista uma gestão mais adequada deixou de ter intenção de a manter até à maturidade. A decisão foi tomada pelo Conselho Directivo do IGFCSS em 19 de Dezembro de 2007, considerando o nível da curva de rendimentos da dívida Portuguesa e, sobretudo, os constrangimentos operacionais decorrentes da gestão do valor mínimo de 50% que o FEFSS tem de ter investido em dívida pública Portuguesa. Os elevados montantes das amortizações daquelas emissões implicariam custos indesejados do reinvestimento forçado em curtos espaços de tempo. Consequentemente, o valor classificado em 31 de Dezembro de 2006 como “Títulos de dívida pública – Investimento em convergência” no valor de 1,964,190,763.94 Euros correspondentes a títulos de dívida pública nacional e que se encontravam registados pelo seu valor de aquisição, ajustado de forma escalonada até ao momento do reembolso com base no respectivo valor de reembolso e na respectiva taxa efectiva de capitalização, conforme descrito na nota 8.2.3.a.1. foram reclassificados para a rubrica “Títulos de dívida Pública” os quais são registados pelo seu justo valor conforme referido na nota 8.2.3.a.2.

Conforme referido no ponto 8.2.19, o valor contabilístico desta carteira apresentava, em 31 de Dezembro de 2007, imediatamente antes da reclassificação efectuada o valor contabilístico de 1,890,511,538.00 Euros, uma diferença face ao seu valor de mercado de 48,202,864.41 Euros (78,245,72.16 Euros em 31 de Dezembro de 2006), valor esse que foi reconhecido na demonstração de resultados em consequência da alteração de critério, tendo afectado positivamente os resultados do exercício.

Tendo em consideração a política definida pelo IGFCSS e descrita no ponto 8.2.3.a.1 a utilização da carteira de convergência encontra-se inibida durante os próximos dois exercícios.

## 8.2.3. - Bases de apresentação e principais critérios valorimétricos

As demonstrações financeiras foram preparadas a partir dos livros e registos contabilísticos do IGFCSS, embora mantidos de forma autonomizada para o FEFSS, elaborados de acordo com o Plano Oficial de Contabilidade das Instituições do Sistema de Solidariedade e de Segurança Social (“POCISSSS”), derogados no que respeita aos critérios valorimétricos da carteira de investimento do FEFSS e são apresentadas de acordo com os princípios contabilísticos, da continuidade, da especialização do exercício, da consistência, da materialidade, da prudência, do custo histórico, da não compensação e da entidade contabilística definidos no POCISSSS.

Os principais critérios valorimétricos, utilizados na preparação das demonstrações financeiras foram os seguintes:

### a) Valorização da carteira de títulos

O património do FEFSS é valorizado nos termos de um regulamento de valorimetria específico, denominado “Normativo de Valorimetria do FEFSS”, aprovado pelo Conselho Directivo do IGFCSS em Dezembro de 2003, após obtenção de parecer favorável do órgão de fiscalização, ao abrigo da alínea a) do nº 1 do Artigo 7º dos Estatutos do Instituto de Gestão de Fundos de Capitalização da Segurança Social, os títulos em carteira são avaliados de acordo com as regras que se apresentam em seguida.

Para efeitos de valorimetria, a carteira do Fundo de Estabilização Financeira da Segurança Social (FEFSS) é segmentada nas seguintes componentes:

#### a. 1) Investimento em Convergência

Esta componente inclui os títulos de rendimento fixo com perspectiva de detenção até à maturidade, destinados a assegurar uma adequada estabilização da rendibilidade e da volatilidade da carteira do FEFSS.

Apenas poderão ser incluídos na componente Investimento em Convergência activos relativamente aos quais seja permanentemente mantida a capacidade e intenção para os deter até à maturidade e cujo exercício de “call option” antes da maturidade, quando exista, não seja previsível.

Se for vendido, antes da maturidade, algum título de rendimento fixo que se destinava a ser detido pelo fundo até à maturidade e que se encontrava avaliado ao valor de aquisição ajustado, todos os outros títulos de rendimento fixo a deter até à maturidade que façam parte do património do fundo devem passar a ser avaliados ao seu justo valor, pelo menos durante o exercício de ocorrência da venda e nos dois exercícios posteriores.

O disposto no número anterior não se aplicará se a venda tiver sido determinada por circunstâncias extraordinárias que não poderiam ser pré-determinadas ou, se a quantidade e valor dos títulos em causa tenham sido insignificantes relativamente à quantidade e valor dos títulos a deter até à maturidade, existentes na carteira do fundo.

Estes activos encontram-se registados pelo seu custo amortizado deduzido de juros corridos e não pagos até à data de balanço. De acordo com este método, o valor do instrumento financeiro em cada data de balanço corresponde ao seu custo inicial, deduzido de reembolsos de capital efectuados e ajustado pela amortização, com base no método da taxa efectiva, de qualquer diferença entre o custo inicial e o valor de reembolso.

Os juros são reconhecidos com base no método da taxa efectiva, que permite calcular o custo amortizado e repartir os juros ao longo do período das operações. A taxa efectiva é aquela que, sendo utilizada para descontar os fluxos de caixa futuros estimados associados ao instrumento financeiro, permite igualar o seu valor actual ao valor do instrumento financeiro na data do reconhecimento inicial. O valor de juros corridos e não vencidos à data do balanço é apresentado na rubrica de Acréscimos de Proveitos. Durante 2007, os títulos que integravam esta carteira, Obrigações a taxa fixa do Estado Português, passaram para investimento a mercado (Nota 8.2.17).

Consequentemente, o IGFCSS encontra-se impedido de valorizar títulos de acordo com esta política durante os exercícios de 2008 e 2009.

#### a. 2) Investimento a Mercado

Esta componente é composta pelos activos financeiros não incluídos na componente de Investimento em Convergência.

Estes activos são mensurados pelo seu justo valor à data de cada balanço, de acordo com os seguintes critérios:

- i. O justo valor dos instrumentos financeiros admitidos à negociação em bolsas de valores ou em mercados regulamentados activos, deve corresponder à cotação de fecho ou ao preço de referência divulgado pela instituição gestora do mercado financeiro em que esses instrumentos se encontrem admitidos à negociação.
- ii. No caso de instrumentos financeiros admitidos à negociação em mais de uma bolsa de valores ou mercado regulamentado, o valor a considerar deve reflectir os preços praticados no mercado principal (“primary exchange”) conforme publicado na agência de informação financeira Bloomberg.
- iii. Os instrumentos financeiros admitidos à negociação em bolsas de valores ou em mercados regulamentados que não tenham sido transaccionados durante os 30 dias antecedentes ao dia de referência da avaliação, são equiparados, para efeitos de valorização, a instrumentos financeiros não admitidos à negociação.
- iv. O justo valor dos instrumentos financeiros não admitidos à negociação em bolsas de valores ou em mercados regulamentados deve ser obtido por aplicação da seguinte sequência de prioridades:
  - Preço praticado em sistemas de negociação especializados e internacionalmente reconhecidos;
  - Na impossibilidade de aplicar o disposto na prioridade anterior, valor de realização obtido por consulta a potenciais contrapartes credíveis (“market makers”);
  - Na impossibilidade de aplicar as prioridades anteriores, podem ser adoptados modelos de avaliação universalmente aceites nos mercados financeiros, baseados na análise fundamental e na metodologia do desconto dos fluxos financeiros subjacentes.
- v. Os valores representativos de dívida não cotados, são valorizados com base em preços de mercado difundidos por meios de informação especializados, nomeadamente Bloomberg. Na ausência desta informação, são valorizados com base em preços obtidos junto de “market

makers” ou através da utilização de modelos teóricos de avaliação de obrigações.

- vi. Para os instrumentos financeiros em processo de admissão à negociação, pode adoptar-se critérios baseados na avaliação de instrumentos financeiros da mesma espécie, emitidos pela mesma entidade e que se encontrem admitidos à negociação, tendo em conta, nomeadamente, a fungibilidade e a liquidez entre as emissões.
- vii. O justo valor das participações em instituições de investimento colectivo, nomeadamente fundos de investimento, corresponde ao seu valor patrimonial.

As mais e menos-valias potenciais resultantes da avaliação de aplicações, são reflectidas na demonstração dos resultados e correspondem à evolução do valor dos títulos durante o exercício ou após a data de aquisição, no caso de títulos adquiridos no ano. O valor de balanço dos títulos que transita para o exercício seguinte corresponde ao custo de aquisição corrigido pelas mais e menos-valias potenciais, geradas após a sua aquisição. As mais e menos-valias realizadas resultantes da alienação/reembolso de aplicações, são iguais ao preço de venda deduzido do custo de aquisição do título, sendo revertidas nesse momento eventuais mais ou menos valias potenciais que transitem do exercício anterior. Essa reversão é registada na mesma rubrica em que as mais/menos valias potenciais tinham sido reconhecidas inicialmente.

Os dividendos são registados quando atribuídos na rubrica da demonstração dos resultados financeiros “Rendimentos de participação de capital”.

Em 31 de Dezembro de 2007 e 2006, os títulos que integram esta componente, excepto para os investimentos que integram a carteira de Reserva Estratégica (Nota 8.2.3.a.3) encontram-se registados na rubrica “Títulos negociáveis” na subrubrica adequada.

#### a. 3) Partes de capital

O actual regulamento de gestão do FEFSS prevê ainda uma classe de activos denominada “Reserva estratégica” que pode representar até 5% do valor patrimonial do FEFSS.

Esta classe de activos refere-se a participações de longo prazo no capital de sociedades ou fundos de investimento que poderão representar interesses estratégicos do Estado Português, ou uma vertente complementar de investimento para a carteira, com um perfil temporal mais longo e um prémio de rentabilidade superior.

Estes títulos estão valorizados de igual forma da componente de Investimento a Mercado (Nota 8.2.3.a.2) sendo apresentados no balanço na rubrica “Investimentos financeiros – Partes de capital”.

No caso de títulos em empresas não cotadas é utilizado o valor patrimonial como forma de valorização dos respectivos títulos, à semelhança do efectuado para títulos de investimento colectivo.

#### a. 4) Outros títulos

Esta rubrica integra valores de “Certificados especiais de dívida de curto prazo” emitidos pelo Estado Português os quais são registados pelo valor descontado do valor nominal de reembolso. O valor de juros corridos é registado na rubrica de Acréscimos de proveitos ao longo do período compreendido, entre a data de aquisição e a data de vencimento de cada operação.

#### b) Investimentos em imóveis

Os investimentos em imóveis são valorizados ao valor de mercado, excepto no caso de imóveis adquiridos há menos de 5 anos, situação em que é utilizado o valor da transacção de aquisição, não sendo sujeitos a amortização.

O valor de mercado é definido como o preço pelo qual os terrenos e edifícios poderiam ser vendidos, à data da avaliação, por contrato privado, celebrado entre um vendedor e um comprador interessados e independentes, subentendendo-se que o bem é objecto de uma oferta pública no mercado, que as condições deste permitem uma venda regular e que se dispõe de um prazo normal para negociar a venda, tendo em conta a natureza do bem, é determinado com base numa avaliação separada de cada terreno e de cada edifício, devendo aquele valor resultar da avaliação efectuada por um perito independente. As avaliações são actualizadas no mínimo de cinco em cinco anos, sem embargo de avaliações mais frequentes quando se

observarem alterações significativas do mercado. No primeiro período de cinco anos é utilizado, para efeitos de avaliação, o valor da transacção de aquisição.

O valor da diferença entre o valor de mercado face ao valor de aquisição (no caso de imóveis não reavaliados) ou valor contabilístico na data anterior à de reavaliação (no caso de imóveis reavaliados) é registado directamente por contrapartida da rubrica “Reservas de reavaliação”. Na data de alienação do imóvel o valor do excedente líquido registado na rubrica “Reservas de reavaliação” correspondente a esse imóvel é transferido para a rubrica “Património acrescentado – Reservas de reavaliação”.

O rendimento obtido com o arrendamento dos imóveis é registado na rubrica “Rendimentos de imóveis” incluída em proveitos financeiros (Nota 8.2.37).

#### d) Acréscimos e diferimentos

Os custos e proveitos são registados no exercício a que respeitam, independentemente do momento do seu pagamento ou recebimento, de acordo com o princípio contabilístico da especialização dos exercícios. Os montantes de custos e proveitos reconhecidos e não pagos ou recebidos são reconhecidos nas rubricas de Acréscimos e diferimentos.

#### e) Transacções em moeda estrangeira

As transacções em moeda estrangeira são convertidas em euros aos câmbios vigentes à data da operação. As diferenças de câmbio realizadas no exercício, bem como as potenciais, apuradas nos saldos existentes na data do balanço por referência às paridades vigentes nessa data, integram os resultados correntes do exercício nas rubricas de Diferenças de câmbio desfavoráveis e favoráveis.

#### f) Comissão de custódia

Estas comissões correspondem ao montante cobrado pelos bancos custodiantes pelo exercício das funções de depositários dos títulos de crédito e de outros documentos representativos dos valores que integram a carteira do FEFSS. A comissão é determinada pela aplicação de uma taxa sobre o valor de mercado dos activos mobiliários do FEFSS em cada trimestre, sendo registada na demonstração dos resultados na rubrica custos financeiros “Outros custos e perdas financeiros” (Nota 8.2.37).

#### g) Impostos

De acordo com as alíneas c) e d) do número 1 do artigo 9º do Código do IRC os rendimentos do FEFSS estão isentos de Imposto sobre o Rendimento das Pessoas Colectivas. Adicionalmente, o FEFSS está também isento de tributação em sede de Imposto Municipal sobre Imóveis, Imposto Municipal sobre Transacções de Imóveis e Imposto de Selo. Os rendimentos de capitais, atribuíveis ao FEFSS, estão isentos de tributação, de acordo com a legislação em vigor.

#### h) Operações com contratos de “Futuros” e operações “Forward” sobre moeda estrangeira

As margens relativas às posições abertas em contratos de futuros, negociados em mercados organizados, são reflectidas na rubrica de “Depósitos à ordem” no caso de se tratarem de futuros sobre índices de acções (Nota 8.2.39.1). No caso de operações “Forward” sobre moeda (Nota 8.2.39.2) o justo valor das posições em aberto é reflectido contabilisticamente nas rubricas de Acréscimos de proveitos ou Acréscimos de custos.

#### i) Custos suportados com a gestão do FEFSS – IGFCSS, IP

De acordo com o definido no Decreto-Lei nº 216/2007 de 26 de Maio, o IGFCSS dispõe das receitas provenientes de dotações que lhe forem atribuídas no Orçamento do Estado e pelo orçamento da Segurança Social para funcionamento, em contrapartida pelo serviço de administração e gestão dos fundos públicos sob a sua gestão. Durante os exercícios de 2007, e 2006 o valor de receitas próprias nos termos definidos acima, e dado que não existiu um orçamento próprio para o IGFCSS correspondeu ao valor das despesas de funcionamento do IGFCSS acrescido dos valores investidos durante o exercício em imobilizado, de forma ao resultado líquido da sociedade gestora ser nula em ambos os exercícios.

O valor das receitas recebidas pelo FEFSS e transferidas para o IGFCSS correspondeu a 2,005,743.83 Euros e 1,976,706.4 Euros em 2007 e 2006, respectivamente.

### 8.2.4. - Cotações utilizadas para conversão em moeda portuguesa das contas incluídas no balanço e na demonstração de resultados originariamente expressas em moeda estrangeira

Em 31 de Dezembro de 2007 e 2006, foram utilizadas as seguintes taxas de câmbio de acordo com a Bloomberg, para conversão dos saldos e investimentos denominados em moeda estrangeira:

	31-12-2007	31-12-2006
GBP	0.735445	0.6739
USD	1.45831	1.3189
JPY	162.995	157.06
SEK	9.437719	9.0278
NOK	7.93345	8.2354
DKK	7.4551	7.4563
CHF	1.6567	1.6091
SUD	1.663125	

### 8.2.7. - Activo imobilizado

Durante o exercício findo em 31 de Dezembro de 2007, o movimento ocorrido no valor dos investimentos financeiros foi como segue:

#### 8.2.7.2 - Activo Bruto

Rubricas	Saldo inicial	Reavaliações	Aumentos	Alienações	Transferências e abates	Saldo final
<b>De investimentos financeiros:</b>						
- Partes de capital	218,800,541.93	15,290,181.00	10,437,803.00	5,302,498.24	0.00	239,226,027.69
- Investimentos em imóveis	38,487,871.90			13,885,500.90		24,602,371.00
	257,288,413.83	15,290,181.00	10,437,803.00	19,187,999.14	0.00	263,828,398.69

### 8.2.10. - Indicação dos diplomas legais e normas emitidas por entidades competentes nos termos dos quais se baseou a reavaliação dos bens do imobilizado

Conforme referido na nota 8.2.3.b) o FEFSS procede periodicamente à reavaliação dos investimentos em imóveis com base em avaliações independentes. No exercício findo, o FEFSS não procedeu a qualquer reavaliação.

### 8.2.11. - Elaboração de um quadro discriminativo das reavaliações de investimentos em imóveis

O detalhe dos investimentos em imóveis pode ser efectuado como segue:

Descrição	Valor do custo de aquisição	Reavaliação	Valor contabilístico reavaliado	Valor contabilístico reavaliado
	31-12-2007		31-12-2007	31-12-2006
Hospital de Cascais	7,709,960.53	502,410.47	8,212,371.00	8,212,371.00
Edifício Castilho				13,465,078.12
Grandes reparações-Castilho				420,422.78
Tagusparque	15,297,948.48	1,092,051.52	16,390,000.00	16,390,000.00
<b>Total</b>	<b>23,007,909.01</b>	<b>1,594,461.99</b>	<b>24,602,371.00</b>	<b>38,487,871.90</b>

O Edifício Castilho foi alienado em 23 de Março de 2007 pelo valor de 18,100,000.00 Euros, tendo sido apurada uma mais valia de 4,214,499.10 Euros (Nota 8.2.38). Em consequência da alienação do imóvel o valor da reavaliação anteriormente efectuado, no montante de 4,712,109.26 Euros, foi considerado realizado e consequentemente transferido da rubrica Reservas de Reavaliação para a rubrica Património Acrescentado – Reservas de Reavaliação (Nota 8.2.32).

### 8.2.16. - Designação e sede das entidades participadas, com indicação da parcela detida, bem como dos capitais próprios ou equivalentes e do resultado do último exercício em cada uma dessas entidades, com menção desse exercício

Designação: Portugal Telecom, S.G.P.S., S.A.  
 Sede: Avenida Fontes Pereira de Melo 40 - 1069-300 - Lisboa  
 Capitais Próprios em 2006: € 3,106,037,938  
 Resultado Líquido em 2006: € 866,759,657  
 Parcela Detida: 1.79%  
 Valor em carteira em 2007: € 182,840,875

Designação: Finpro, S.G.P.S., S.A.  
 Sede: Avenida de Berna, n.º 52 – 8º - 1050-043 - Lisboa  
 Capitais Próprios em 2006: € 78,940,927  
 Resultado Líquido em 2006: € 5,781,119  
 Parcela Detida: 10%  
 Valor em carteira em 2007: € 17,913,906

Designação: PT Multimedia Serviços de Telecomunicações e Multimédia S.G.P.S., S.A. (em data posterior a 31 de Dezembro de 2007, denominada ZON MULTIMÉDIA – Serviços de Telecomunicações e Multimédia – S.G.P.S, S.A.)  
 Sede: Avenida Fontes Pereira de Melo 40 - 1069-300 – Lisboa  
 Capitais Próprios em 2006: € 424,000,000  
 Resultado Líquido em 2006: € 71,100,000  
 Parcela Detida: 1.15%  
 Valor em carteira em 2007: € 34,713,811

Designação: Transurban Group  
 Sede: Level 43, Rialto South Tower 525 Collins Street Melbourne, VIC 3000 - Austrália  
 Capitais Próprios em 2006: AUD 2,462,150,000  
 Resultado Líquido em 2006: AUD -60,900,000  
 Parcela Detida: 0.14%  
 Valor em carteira em 2007: AUD 10,505,077

## 8.2.17. - Títulos negociáveis

Em 31 de Dezembro de 2007 o valor da rubrica de títulos negociáveis pode ser detalhado como segue:

	31-12-2007					31-12-2006		
	Valor Inicial	Mais / Menos Valias	Valor de Balanço	Juros Corridos	Valor de Balanço e Juros Corridos	Valor Inicial	Mais / Menos Valias ou Ajustes de Convergências	Valor de Balanço
Ações	896,896,458	235,245,037	1,132,141,495		1,132,141,495	848,567,759	217,218,062	1,065,785,821
Obrigações e Títulos de Participação	192,278,094	2,238,627	194,616,721	3,498,835	198,115,556	221,823,834	8,456,192	230,280,026
Títulos de Dívida Pública – Mercado	5,048,521,745	49,594,810	4,997,024,026	101,139,098	5,098,116,555	2,401,591,667	(36,720,440)	2,364,871,227
Títulos de Dívida Pública – Convergência						1,953,714,175	10,476,589	1,964,190,764
Outras Aplicações de Tesouraria – Mercado	218,378,449	28,092,196	246,470,645		246,470,645	201,887,001	22,541,558	224,418,558
Outros títulos	40,000,000		40,000,000		40,000,000			
	6,396,074,746	315,270,671	6,610,252,888	104,637,933	6,714,844,251	5,627,574,436	221,971,960	5,849,546,396

O valor inicial dos títulos corresponde ao seu custo de aquisição e o valor das mais/menos valias corresponde ao valor de mais/menos valias potenciais geradas desde a data de aquisição dos títulos até à data de balanço.

O montante de Títulos de Dívida Pública - Convergência corresponde aos títulos que em 31 de Dezembro de 2006 se encontravam valorizados de acordo com o seu custo amortizado (Nota 8.2.3.a.1). Adicionalmente, o valor descrito na coluna Juros Corridos é apresentado na rubrica Acréscimos de Proveitos (Nota 8.2.39.6)

## 8.2.18. - Outras aplicações financeiras

Em 31 de Dezembro de 2007 e 2006 esta rubrica pode ser detalhada como segue:

Descrição Activo	31-12-2007					31-12-2006			
	Moeda	Quantidade	Valor Inicial	Mais / Menos Valias	Valor de Balanço	Quantidade	Valor Inicial	Mais / Menos Valias	Valor de Balanço
FIM NOVERNERGIA 2010	EUR					48.00	3,249,194.26	1,937,364.67	5,222,558.93
FINPRO	EUR	2.751.752.00	18,602,145.00	(688,239.48)	17,913,905.52	749,750.00	8,592,135.00	(899,700.00)	7,692,435.00
PORTUGAL TELECOM	EUR	20.260.743.00	109,394,888.30	71,533,546.69	180,928,434.95	20,260,743.00	128,655,718.05	70,709,993.07	199,365,711.12
PT MULTIMÉDIA	EUR	3.567.248.00	19,260,828.52	14,806,389.88	34,067,218.40				
Transurban Group	AUD	1.535.830.00	6,486,049.77	(169,580.95)	6,316,468.82	1,431,455.00	5,977,283.05	542,553.83	6,516,836.88
			153,743,911.59	85,482,116.14	239,226,027.69		146,474,330.36	72,326,211.57	218,800,541.93

O valor inicial dos títulos corresponde ao seu custo de aquisição e o valor das mais/menos valias corresponde ao valor de mais/menos valias potenciais geradas desde a data de aquisição dos títulos até à data de balanço.

## 8.2.19. – Diferenças materialmente relevantes entre o valor de balanço e o seu justo valor

Em 31 de Dezembro de 2007 (imediatamente antes da reclassificação efectuada e descrita na Nota 8.2.2.) e de 2006 os activos que integravam a componente de Investimento em Convergência apresentavam as seguintes diferenças entre o valor contabilístico unitário e o seu valor de mercado (Nota 8.2.3 a.1)):

31 de Dezembro de 2007								
Título	Descrição Activo	Quantidade	Taxa Juro	Valor contabil. unitário	Valor por Balanço	Preço Mercado	Valor de Mercado	Diferenças
PTOTEBOE0012	OT 5.375 23/06/2008	35,853,326	5.375	100.6139	36,073,428.36	100.4971	36,031,548.58	(41,879.78)
PTOTEKOE0003	OT 5.00 15/06/2012	537,000,000	5.000	99.4507	534,050,475.60	103.0649	553,458,314.31	19,407,838.71
PTOTEJOE0006	OT 5.15 06/15/2011	370,000,000	5.150	99.6645	368,758,650.96	102.8729	380,629,778.10	11,871,127.14
PTOTEHOE0008	OT 5.85 20/05/2010	55,000,000	5.850	101.2334	55,678,361.83	103.7328	57,053,022.95	1,374,661.12
PTOTECOEO011	OT 3.95 15/07/2009	498,855,774	3.950	99.0272	494,002,891.40	99.7491	497,603,925.37	3,601,033.97
PTOTEGOE0009	OT 5.45 23/09/2013	390,863,226	5.450	102.8359	401,947,729.85	105.9035	413,937,813.10	11,990,083.24
					1,890,511,538.00		1,938,714,402.40	48,202,864.41
31 de Dezembro de 2006								
Título	Descrição Activo	Quantidade / Montante	Valor Taxa Juro	Valor contabilístico unitário	Valor por Balanço	Preço Mercado	Valor de Mercado	Diferenças
PTOTEBOE0012	OT 5.375 23/06/2008	35,853,326.00	5.375	101.9128178350	36,539,134.81	102.0490	36,587,960.65	48,825.84
PTOTXOE0016	OT 4.875 17/08/2007	75,010,000.00	4.875	100.0237784271	75,027,836.20	100.6160	75,472,061.60	444,225.40
PTOTEKOE0003	OT 5.00 15/06/2012	537,000,000.00	5.000	99.3496623360	533,507,686.74	104.8070	562,813,590.00	29,305,903.26
PTOTEJOE0006	OT 5.15 06/15/2011	370,000,000.00	5.150	99.5865513512	368,470,240.00	104.5840	386,960,800.00	18,490,560.00
PTOTEHOE0008	OT 5.85 20/05/2010	55,000,000.00	5.850	101.7201285044	55,946,070.68	105.8420	58,213,100.00	2,267,029.32
PTOTECOEO011	OT 3.95 15/07/2009	498,855,774.00	3.950	98.4442440959	491,094,795.84	100.0190	498,950,556.60	7,855,760.75
PTOTEGOE0009	OT 5.45 23/09/2013	390,863,226.00	5.450	103.2599059763	403,604,999.66	108.3340	423,437,767.25	19,832,767.59
					1,964,190,763.94		2,042,435,836.10	78,245,072.16

As obrigações OT 4.875 17/08/2007 foram reembolsadas em 17 de Agosto de 2007 pelo montante de 75.010.000 Euros.

### 8.2.32. – Movimento ocorrido no exercício nos Fundos Próprios do FEFSS

Os movimentos ocorridos nas rubricas de Fundos Próprios durante o exercício findo em 31 de Dezembro de 2007 podem ser analisados como segue:

#### 8.2.32 - Fundo Patrimonial

	Saldo Inicial	Movimentos do exercício		Saldo Final	Observações
		Aumentos	Transferências		
51 - Património					
511 - Património Inicial	216,509,809.88			216,509,809.88	
512 - Património Adquirido	4,298,756,123.91	633,954,414.36		4,932,710,538.27	a)
513 - Património Acrescentado					
5131 - Resultados Transitados	1,563,124,293.02		316,257,413.43	1,879,381,706.45	b)
5132 - Reserva especial de capitalização-Dec.Lei 399/90	93,258,682.35			93,258,682.35	
5133 - Reserva legal-Dec.Lei 399/90	9,765,068.07			9,765,068.07	
5134 - Reserva de reavaliação			4,712,109.26	4,712,109.26	c)
56 - Reservas de reavaliação	7,354,377.79		(4,712,109.26)	2,642,268.53	c)
577 - Reservas decorrentes da transf. de activos	135,048,891.70	0.00	0.00	135,048,891.70	
Resultado líquido do exercício	316,257,413.43	286,245,915.75	(316,257,413.43)	286,245,915.75	d)
Total	6,640,074,660.15	920,200,330.11	0.00	7,560,274,990.26	

a) Transferências de capital obtidas do IGFCSS por dotações atribuídas ao FEFSS

Quotizações dos trabalhadores: 114,603,877.00

Saldos anuais do subsistema previdencial: 504,387,688.49

Alienação de imóveis: 14,962,848.87

b) Aplicação do resultado líquido apurado no exercício de 2006: 316,223,329.14

c) Incorporação, em património, da reserva de reavaliação referente ao Edifício Castilho (Nota 8.2.11)

d) Resultado líquido apurado no exercício

O valor de património é incrementado pelas transferências obtidas do Instituto de Gestão Financeira da Segurança Social na data em que as mesmas são creditadas nos depósitos bancários do FEFSS.

### 8.2.35. - Repartição do valor líquido das vendas e das prestações de serviços por mercados

O valor das vendas e prestações serviços pode ser decomposto como segue:

Código das contas	Designação	31.12.2007	31.12.2006
711	Vendas	0.00	0.00
712	Prestações de serviços	19,997.36	23,046.22
		19,997.36	23,046.22

Os valores de prestação de serviços correspondem a serviços prestados por colaboradores do IGFCSS no âmbito do desempenho das suas funções no mercado nacional, relativamente a investimentos do FEFSS.

### 8.2.37. - Demonstração dos resultados financeiros

As demonstrações dos resultados financeiros para os exercícios findos em 31 de Dezembro de 2007 e 2006 podem ser detalhadas como segue:

Código das Contas CUSTOS E PERDAS	Exercícios		Código das Contas PROVEITOS E GANHOS	Exercícios			
	2007	2006		2007	2006		
681	Juros suportados	0.00	0.00	781	Juros Obtidos	238,039,630.17	207,141,647.54
683	Amortizações de investimentos em imóveis	0.00	0.00	783	Rendimentos de imóveis	2,204,977.74	2,801,909.02
684	Provisões para aplicações financeiras	0.00	0.00	784	Rendimentos de participações de capital	20,261,477.22	19,172,249.53
685	Diferenças de câmbio desfavoráveis	123,373,635.20	91,173,087.94	785	Diferenças de câmbio favoráveis	79,250,526.87	32,300,414.28
687	Perdas na alienação de aplicações de tesouraria	24,523,070.06	22,923,958.70	787	Ganhos na alienação de aplicações de tesouraria	78,149,490.04	74,815,139.90
688	Outros custos e perdas financeiras			788	Outros proveitos e ganhos financeiros		
	- Serviços bancários	1,674,024.29	1,579,090.49		- Distribuição de rendimentos de fundos de investimento	7,607,198.68	6,538,294.54
	- Perdas potenciais em instrumentos financeiros	21,631,849.10	27,634,472.68		- Ganhos potenciais em instrumentos financeiros	28,952,546.21	83,702,194.88
	- Perdas em contratos futuros e operações forward sobre moeda estrangeira	376,655,676.57	272,702,487.23		- Ganhos em contratos de futuros e operações forward sobre moeda estrangeira	378,595,184.58	308,645,980.77
	Resultados Financeiros	270,009,396.78	222,134,313.63				
		<b>817,867,652.00</b>	<b>638,147,410.67</b>			833,061,031.51	735,117,830.46

As rubricas diferenças de câmbio desfavoráveis e favoráveis incluem os montantes de 72,029,353 Euros (47,142,237 Euros em 31 de Dezembro de 2006) e -11,526,630 Euros (-10,250,753 Euros em 31 de Dezembro de 2006) relativos a perdas e ganhos cambiais potenciais respectivamente, incluindo o valor de perdas e ganhos potenciais que foram revertidos em resultado da sua realização efectiva durante o exercício.

As rubricas perdas e ganhos potenciais em instrumentos financeiros, referem-se a perdas e ganhos resultantes da revalorização a mercado da carteira de investimentos do FEFSS, líquido dos montantes de ganhos e perdas potenciais acumulados em 31 de Dezembro de 2006, revertidos durante o exercício e relativos a títulos alienados que deram origem aos respectivos ganhos ou perdas na alienação de aplicações de tesouraria.

As rubricas perdas e ganhos em contratos futuros e operações forward sobre moeda estrangeira, referem-se às perdas e ganhos

registados com a reavaliação diária dos contratos de futuros e operações forward sobre moeda estrangeira ao longo do exercício. A rubrica Serviços bancários inclui o montante de 1,543,195 Euros (1,360,159 Euros em 31 de Dezembro de 2006) relativo a comissões de custódia de títulos.

### 8.2.38. - Demonstração dos resultados extraordinários

As demonstrações dos resultados extraordinários para os exercícios findos em 31 de Dezembro de 2007 e 2006 podem ser detalhadas como segue:

Código das Contas CUSTOS E PERDAS	Exercícios		Código das Contas PROVEITOS E GANHOS	Exercícios	
	2007	2006		2007	2006
694 Perdas em imobilizações	0.00	0.00	794 Ganhos em imobilizações	4,14,499.10	0
698 Outros custos e perdas extraordinários	62.21	43,027.49	798 Outros proveitos e ganhos extraordinários	16,983.43	38.25
Resultados extraordinários	4,231,420.32				42,989.24
	4,231,482.53	13,027.49		4,231,482.53	43,027.49

O valor da rubrica "Ganhos em imobilizações" relativo ao exercício de 2007, inclui o montante de 4.214.499,10 Euros (Nota 8.2.11) relativo às mais-valias obtidas na alienação do Edifício Castilho.

A rubrica "Outros proveitos e ganhos extraordinários" inclui o montante de 16.548,56 Euros relativo a juros indemnizatórios referentes a uma liquidação adicional de IRC de 2000 que tinha sido paga pelo IGFSS e prontamente reclamada junto das autoridades competentes, reclamação essa que obteve uma deliberação favorável durante o exercício.

### 8.2.39. - Outras informações consideradas relevantes para melhor compreensão da posição financeira e dos resultados

#### 8.2.39.1 – Contratos de Futuros

Em 31 de Dezembro de 2007 o FEFSS tinha em aberto as seguintes posições nos mercados de futuros:

<b>Contrato de Futuro S&amp;P500 SPH8 Mar 2008 - Chicago Mercantile Exchange</b>											
Data	Open Interest	Preço Referência em Moeda	Notional em Moeda	Notional em Euro	Início do contrato	Entrada FEFSS	Fim do contrato	Tipo de contrato	Valorização	Margem em 31-12-2007	
31-12-2007	1122	1,477.2	414,354,600.00	284,133,414.71	17-03-2006	18-12-2007	19-03-2008	Compra	3,968,243.29	13,848,907.30	
<b>Contrato de Futuro Topix Indx Futr Mar08 - Tokyo Stock Exchange</b>											
Data	Open Interest	Preço Referência em Moeda	Notional	Notional em Euro	Início do contrato	Entrada FEFSS	Fim do contrato	Tipo de contrato	Valorização	Margem em 31-12-2007	
31-12-2007	931	1,470.0	13,685,700,000.00	83,963,925.27	08-12-2006	12-12-2007	13-03-2008	Compra	-4,727,144.29	3,255,744.04	
<b>Contrato de Futuro FTSE 100 IDX Mar08 - London Stock Exchange</b>											
Data	Open Interest	Preço Referência em Moeda	Notional	Notional em Euro	Início do contrato	Entrada FEFSS	Fim do contrato	Tipo de contrato	Valorização	Margem em 31-12-2007	
31-12-2007	329	6,455.0	21,236,950.00	28,876,326.58	19-03-2007	18-12-2007	20-03-2008	Compra	578,226.13	1,342,044.61	
<b>Contrato de Futuro DJ Euro Stoxx50 - EUREX CLEARING AG</b>											
Data	Open Interest	Preço Referência em Moeda	Notional	Notional em Euro	Início do contrato	Entrada FEFSS	Fim do contrato	Tipo de contrato	Valorização	Margem em 31-12-2007	
31-12-2007	624	4,435.0	27,674,400.00	27,674,400.00	18-06-2007	18-12-2007	20-03-2008	Compra	419,510.00	2,059,200.00	
<b>Total de margem (Nota 8.2.39.5)</b>										20,505,895.95	
<b>Excesso de financiamento de margem</b>										53,289,671.17	
<b>Total depositado</b>										73,795,567.12	

#### 8.2.39.2 – Contratos de Forward

Em 31 de Dezembro de 2007 o FEFSS tinha em aberto as seguintes posições:

<b>Contratos de Forward EUR-USD, EUR-GBP e EUR-AUD</b>										
Data Operação	Operação	Valor	Moeda	Conta Operação	Valor	Moeda	Cambio	Vencimento	Valor Contabilístico em 31-12-2007	
20-08-2007	Compra a prazo	6,252,200.46	EUR	Venda a Prazo	-10,655,000.00	AUD	1.704200	22-02-2008	-129,642.94	
24-10-2007	Compra a prazo	54,466,262.05	EUR	Venda a Prazo	-38,140,000.00	GBP	0.700250	28-04-2008	2,851,731.38	
14-11-2007	Compra a prazo	275,407,699.47	EUR	Venda a Prazo	-405,234,889.00	USD	1.471400	15-02-2008	-2,144,890.74	
17-10-2007	Compra a prazo	231,342,260.41	EUR	Venda a Prazo	-329,030,000.00	USD	1.422265	19-02-2008	5,989,325.85	
09-11-2007	Compra a prazo	137,846,732.39	EUR	Venda a Prazo	-202,561,500.00	USD	1.469469	13-05-2008	-891,664.38	
<b>Total</b>									<b>5,674,859.17</b>	
<b>Revalorizações negativas (Nota 8.2.39.8)</b>									<b>-3,166,198.06</b>	
<b>Revalorizações positivas (Nota 8.2.39.6)</b>									<b>8,841,057.23</b>	

### 8.2.39.3 – Compromissos de Investimento

O FEFFS assumiu com os veículos de investimento abaixo identificados o compromisso legal de investir o limite máximo identificado em “Montante comprometido” numa base pró-rata, à data da solicitação do investimento pela sociedade gestora do veículo. Os montantes discriminados em “Montante entregue” representam uma execução parcial do compromisso, restando executar o “Compromisso remanescente”.

Fundo Imobiliário	Montante Comprometido	Montante Entregue	Compromisso Remanescente em 31/12/2007
Curzon Capital Partners II	15,000,000.00 €	6,724,790.00 €	8,275,210.00 €
ING Retail Property Partnership Southern Europe	20,000,000.00 €	12,755,000.00 €	7,245,000.00 €
Goodman European Logistics Fund	18,750,000.00 €	12,525,000.00 €	6,225,000.00 €
PREFF	15,000,771.81 €	11,250,578.86 €	3,750,192.95 €
FEI New Energy Fund	12,000,000.00 €	2,500,000.00 €	9,500,000.00 €

### 8.2.39.4 – Dívidas de Terceiros – Curto Prazo

Em 31 de Dezembro de 2007 e 2006 estas rubricas podem ser detalhadas como segue:

Contas	Designação	2007	2006
2591	Devedores pela execução do orçamento	1,262,875.42	419,467.24
268991	Apuramento do juro corrido gerado no exercício		970,589.37
2689994	Valores pendentes de liquidação		2,345,603.51
2689995	Imposto a recuperar	346,530.32	520,206.28
26899912	Outros	2,891.25	2,891.25
	IGFCSS	275,437.87	
26	Total de outros devedores	624,859.44	3,839,290.41
	Total	1,887,734.86	4,258,757.65

As rubricas de “Valores pendentes de liquidação” e de “Devedores pela execução do orçamento”, referem-se a vendas de títulos no final do exercício cuja liquidação financeira ocorreu no início do exercício seguinte.

O valor apresentado na rubrica IGFCSS corresponde a adiantamentos efectuados pelo FEFFS ao IGFCSS por conta de despesas a serem incorridas por aquela entidade, e que foram objecto de regularização durante 2008.

### 8.2.39.5 – Conta no tesouro, depósitos em instituições financeiras e caixa

Em 31 de Dezembro de 2007 e 2006 estas rubricas podem ser detalhadas como segue:

Contas	Designação	2007	2006
1212	Depósitos à Ordem	405,102,720.52	387,515,345.61
1222	Depósitos a Prazo	169,430,546.32	45,492,455.83
I	Total	574,533,266.84	433,007,801.44
II	Diferenças cambiais potenciais (Ganhos / Perdas)	-4,330,440.02	-10,914,003.59
III	Total apresentado em Fluxos de caixa	578,863,706.86	443,921,805.03

O FEFFS inclui na rubrica “Depósitos à ordem” o valor de margens depositadas relativamente a contratos de futuros (20,505,895.95 Euros em 31 de Dezembro de 2007 e 11,484,435.47 Euros em 31 de Dezembro de 2006) o qual só pode ser movimentado na sequência do encerramento das posições em aberto (Nota 8.2.39.1).

### 8.2.39.6 – Acréscimos e diferimentos - Activo

Em 31 de Dezembro de 2007 e 2006 estas rubricas podem ser detalhadas como segue:

Contas	Designação	2007		2006	
		Saldo	Total	Saldo	Total
27112	Juros a receber-Carteira (Nota 8.2.17)				
268999123	Obrigações - Juro corrido na data de aquisição	6,375,263.04		9,324,075.26	
2711202	Obrigações e títulos de participação	3,435,719.76		3,069,496.49	
2711203	T.D.P. e outros garant. p/ estado - Nacionais	94,826,950.11	104,637,932.91	83,710,811.91	96,104,383.66
2711213	Juros a receber - Depósitos a prazo	21,303.20	21,303.20	81,728.45	81,728.45
2717	Forward-diferenças de câmbio (Nota 2.39.2)	8,841,057.23	8,841,057.23	16,895,222.50	16,895,222.50
2719	Outros acréscimos de proveitos				
27192	Renda a receber - Edifício Castilho			72,197.60	72,197.60
271	Acréscimos de proveitos		113,500,293.34		113,153,532.21
272	Custos diferidos				
27211	Seguros	12,535.29	12,535.29	18,606.65	18,606.65
272	Custos diferidos		12,535.29		18,606.65

A rubrica “Obrigações – Juro Corrido na data de aquisição” corresponde ao valor de juro corrido pago na aquisição de títulos de dívida, e que consequentemente não foi reconhecido como proveito do exercício.

**8.2.39.7 – Dívidas a terceiros – Curto prazo**

Em 31 de Dezembro de 2007 e 2006 estas rubricas podem ser detalhadas como segue:

Contas	Designação	2007	2006
22	Fornecedores	3,617.90	
252	Credores pela execução do orçamento	780.00	1,980,479.37
26	Outros Credores		14,331,118.86
	IGFCSS		15,764.75
	Total	4,397.90	16,327,362.98

Os valores registados em 2006 nas rubricas “Credores pela execução do orçamento” e “Outros credores” correspondem a valores relativos à aquisição de instrumentos financeiros cuja liquidação financeira só ocorreu no início do exercício seguinte. O valor relativo ao IGFCSS corresponde a montantes a pagar ao Gestor do FEFSS, e que foram regularizados durante 2007.

**8.2.39.8 – Acréscimos e diferimentos - Passivo**

Em 31 de Dezembro de 2007 e 2006 estas rubricas podem ser detalhadas como segue:

Contas	Designação	2007		2006	
		Saldo	Total	Saldo	Total
2737	Forward-diferenças de câmbio (Nota 2.39.2)	3.166.198,06	3.166.198,06	340.997,04	340.997,04
273	Outros acréscimos de custos				
27392	Custódia	396.413,97	396.413,97	362.325,48	362.325,48
273	Acréscimos de custos		3.562.612,03		703.322,52
274	Proveitos diferidos				
27422	Rendas recebidas adiantadamente	173.116,55	173.116,55	168.162,33	168.162,33
274	Proveitos diferidos		173.116,55		168.162,33

## RELATÓRIO DE AUDITORIA

### Introdução

1. Examinámos as demonstrações financeiras anexas do Fundo de Estabilização Financeira da Segurança Social (“Fundo”) gerido pela entidade gestora Instituto de Gestão de Fundos de Capitalização da Segurança Social, IP (“Instituto”), as quais compreendem o Balanço em 31 de Dezembro de 2007 que evidencia um total de 7.564.015.116,74 Euros e fundos próprios de 7.560.274.990,26 Euros, incluindo um resultado líquido de 286.245.915,75 Euros, a Demonstração dos resultados por naturezas, a Demonstração dos fluxos de caixa do exercício findo naquela data e o correspondente Anexo.

### Responsabilidades

2. É da responsabilidade do Conselho Directivo do Instituto a preparação de demonstrações financeiras que apresentem de forma verdadeira e apropriada a posição financeira do Fundo, o resultado das suas operações e os seus fluxos de caixa, bem como a adopção de políticas e critérios contabilísticos adequados e a manutenção de um sistema de controlo interno apropriado. A nossa responsabilidade consiste em expressar uma opinião profissional e independente, baseada no nosso exame daquelas demonstrações financeiras.

### Âmbito

3. O exame a que procedemos foi efectuado de acordo com as Normas Técnicas e as Directrizes de Revisão/Auditoria da Ordem dos Revisores Oficiais de Contas, as quais exigem que este seja planeado e executado com o objectivo de obter um grau de segurança aceitável sobre se as demonstrações financeiras estão isentas de distorções materialmente relevantes. Este exame incluiu a verificação, numa base de amostragem, do suporte das quantias e informações divulgadas nas demonstrações financeiras e a avaliação das estimativas, baseadas em juízos e critérios definidos pelo Conselho Directivo do Instituto, utilizadas na sua preparação. Este exame incluiu, igualmente, a apreciação sobre se são adequadas as políticas contabilísticas adoptadas e a sua divulgação, tendo em conta as circunstâncias, a verificação da aplicabilidade do princípio da continuidade das operações e a apreciação sobre se é adequada, em termos globais, a apresentação das demonstrações financeiras. O nosso exame abrangeu também a verificação da concordância da informação financeira constante do Relatório de Actividades com as demonstrações financeiras. Entendemos que o exame efectuado proporciona uma base aceitável para a expressão da nossa opinião.

### Opinião

4. Em nossa opinião, as demonstrações financeiras referidas no parágrafo 1 acima apresentam de forma verdadeira e apropriada, em todos os aspectos materialmente relevantes, a posição financeira do Fundo de Estabilização Financeira da Segurança Social em 31 de Dezembro de 2007, bem como o resultado das suas operações e os seus fluxos de caixa no exercício findo naquela data, em conformidade com os princípios contabilísticos aceites em Portugal para o sector das Instituições do Sistema de Solidariedade e de Segurança Social considerando a derrogação descrita na Nota 8.2.1 do Anexo às Demonstrações Financeiras.

A expressão Deloitte refere-se a uma ou várias sociedades que operam ao abrigo de um acordo com a Deloitte Touche Tohmatsu, uma Swiss Verein, bem como às suas respectivas representadas e afiliadas. Deloitte Touche Tohmatsu é uma associação mundial de sociedades dedicadas à prestação de serviços profissionais de excelência, concentradas no serviço ao cliente sob uma estratégia global, aplicada localmente em, aproximadamente, 150 países. Como Swiss Verein (associação), nem a Deloitte Touche Tohmatsu nem qualquer das suas sociedades membro assumem qualquer responsabilidade isolada ou solidária pelos actos ou omissões de qualquer das outras sociedades membro. Cada uma das sociedades membro é uma entidade legal e separada que opera sob a marca “Deloitte”, “Deloitte & Touche”, “Deloitte Touche Tohmatsu” ou outros nomes relacionados.

Capital Social: 500.000,00 euros - Matricula na CRC de Lisboa e NIPC 501 776 311  
Sede: Edifício Atrium Saldanha, Praça Duque de Saldanha, 1 - 6º, 1050-094 Lisboa

Tel: +(351) 210 427 500 Fax: +(351) 210 427 950 - www.deloitte.com/pt

• Bom Sucesso Trade Center, Praça do Bom Sucesso, 61 - 13º, 4150-146 Porto - Tel +(351) 225 439 200 - Fax +(351) 225 439 650

Member of  
Deloitte Touche Tohmatsu

Página 2 de 2

## Ênfases

5. Conforme referido no Relatório de Actividades e na Nota 8.2.2. do Anexo às demonstrações financeiras, o Conselho Directivo do Instituto deliberou, em 19 de Dezembro de 2007, reclassificar para a rubrica de “Títulos negociáveis: Títulos de dívida pública” a totalidade dos títulos anteriormente classificados na rubrica “Títulos negociáveis: Títulos da dívida pública – Investimento em convergência” (1.964.190.763,94 Euros em 31 de Dezembro de 2006), os quais se encontravam registados pelo seu custo amortizado deduzido de juros corridos e não pagos até à data de balanço os quais são registados em “Acréscimos de proveitos”. Em consequência da reclassificação referida, foi registado um ganho potencial equivalente ao diferencial entre o valor de balanço e o justo valor daqueles títulos que, em 31 de Dezembro de 2007, ascendia a 48.202.864,41 Euros (78.245.072,16 Euros em 31 de Dezembro de 2006).
6. Em 31 de Dezembro de 2007, foram preparadas pela primeira vez demonstrações financeiras do Fundo em resultado da publicação em 29 de Maio de 2007 do Decreto-Lei 216/2007 que reformulou a lei orgânica do Instituto. As demonstrações financeiras pró-forma do exercício findo em 31 de Dezembro de 2006 do Instituto, as quais integravam as demonstrações financeiras do Fundo para o mesmo exercício e apresentadas para efeitos comparativos, foram por nós examinadas e a nossa opinião sobre as mesmas expressa na Certificação Legal das Contas datada de 27 de Abril de 2007, contém uma reserva relativa à classificação de títulos detidos até à maturidade na rubrica do activo circulante “Títulos negociáveis: Títulos da dívida pública – Investimento em convergência”, a qual em consequência do assunto descrito no parágrafo 6 acima deixou de ser aplicável ao exercício findo em 31 de Dezembro de 2007.

Porto, 7 de Abril de 2008



DELOITTE & ASSOCIADOS, SROC S.A.  
Representada por António Manuel Martins Amaral

TÍTULO

**Fundo de Estabilização Financeira da Segurança Social  
Relatório e Contas 2007**

AUTOR / EDITOR

**Instituto de Gestão de Fundos de Capitalização da Segurança Social, I. P. / 2008**

Av. Fernão de Magalhães, 1862 - 3º Dto. (Torre das Antas) • 4350-158 Porto  
Tel: 225 082 400 • Fax: 225 082 401 • E-mail: igfcss@seg-social.pt

Design

**Carneiro comunicação**

Produção

**Multitema**

Depósito legal

282107/08

03.08





SEGURANÇA SOCIAL

## Instituto de Gestão de Fundos

Av. Fernão de Magalhães, 1862 - 3º Dto. (Torre das Antas) | 4350-158 Porto  
Tel: 225 082 400 | Fax: 225 082 401 | E-mail: [igfcss@seg-social.pt](mailto:igfcss@seg-social.pt)