

## GESTÃO DO RISCO

### CARACTERIZAÇÃO DA CARTEIRA DE DÍVIDA E INDICADORES DE CUSTO

Em 31 de Dezembro de 2011 o valor da carteira total de dívida direta do Estado, avaliada a preços de mercado,<sup>8</sup> era de EUR 138.330 milhões, refletindo um desconto de -18,1 por cento em face do seu valor nominal. O cupão médio da carteira aumentou em 2011 para 4,07 por cento. O prazo médio de amortização da dívida aumentou para 6,34 anos.

#### Quadro 20 – Carteira de dívida em fim de ano (valores pós-swaps)

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Outstanding (EUR Milhões)	62.584	65.823	72.023	79.554	83.611	90.821	101.810	108.609	112.852	117.169	131.892	149.837	165.580
Cupão Médio	5,55%	5,82%	5,31%	5,14%	4,50%	4,43%	4,09%	4,28%	4,35%	4,47%	3,51%	3,66%	4,07%
Yield Média	4,54%	4,96%	4,69%	3,68%	3,18%	2,73%	2,96%	3,93%	4,16%	3,83%	2,93%	4,81%	7,80%
Prazo Médio Amortização (anos)	4,17	4,61	4,57	4,55	4,31	3,66	4,89	5,84	6,03	6,26	6,10	5,80	6,34
Duração Modificada	2,87	2,96	2,98	3,19	2,92	2,98	3,41	2,91	2,71	3,80	3,52	3,80	4,38
Valor de Mercado (EUR Milhões)	64.774	69.592	76.444	86.159	89.638	97.901	108.997	112.585	116.071	123.537	138.051	143.505	138.330
Prémio (incl. Juro corrido)	3,5%	5,7%	6,1%	8,3%	7,2%	7,8%	7,1%	3,6%	2,9%	5,4%	4,7%	-4,2%	-18,1%

#### Custo *marked-to-market*

Manteve-se em 2011 um modelo de *benchmark* provisório, no qual as operações de gestão ativa contratadas pelo IGCP integram uma carteira separada cuja avaliação *mark-to-market* constitui a medida de performance da gestão ativa do IGCP.

Avaliado a preços de mercado (*marked-to-market*), o custo<sup>9</sup> da Carteira de Dívida Ajustada<sup>10</sup> foi, em 2011, de -11,68 por cento. No mesmo período, para a carteira de referência (*benchmark*) foi calculado um custo de -11,89 por cento, resultando num diferencial de custo desfavorável à carteira de 20,7 pontos base.

Em face da dificuldade em contratar novos derivados, em resultado da deterioração da qualidade creditícia da República, a medição de performance do IGCP, com origem unicamente nas operações de gestão ativa, assume atualmente um significado reduzido.

Em termos acumulados, desde 1999, a carteira teve um custo total anualizado de 2,195 por cento, superior ao do *Benchmark* em 0,4 pontos base.

#### Quadro 21 – Custo anualizado da carteira ajustada e do *benchmark*

	Taxa Interna de Rentabilidade (a.a.)													
	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	1999/2011
Carteira	-1,38%	6,30%	6,19%	8,41%	3,81%	5,93%	3,76%	0,64%	3,03%	7,40%	4,04%	-5,89%	-11,68%	2,195%
<i>Benchmark</i>	-0,97%	6,14%	6,23%	8,44%	3,79%	5,95%	3,59%	0,64%	3,03%	7,02%	4,62%	-6,07%	-11,89%	2,190%
Diferença (em p.b.)	-41,0	16,0	-3,6	-3,5	2,4	-2,0	16,9	0,0	-0,8	37,7	-57,8	17,9	20,7	0,4

<sup>8</sup> A avaliação do valor da carteira de dívida a preços de mercado passou a efetuar-se em 2003, no que se refere às OT, com base nos preços observados em mercado secundário, metodologia que foi posteriormente estendida aos BT. Anteriormente o valor de mercado dos instrumentos de dívida era avaliado por desconto dos *cash-flows* às taxas de referência de mercado, sendo necessário estimar os *spreads* de crédito a aplicar. Atualmente todos os instrumentos com mercado secundário (OT e BT) são avaliados pelos preços aí observados, sendo que os instrumentos de dívida não líquidos são avaliados por preços estimados, calculados com base nos valores interpolados das *yields* dos instrumentos líquidos.

<sup>9</sup> O custo *marked-to-market* em 2011 voltou a ser negativo porque o efeito (de sinal negativo) da redução do valor de mercado foi superior ao efeito (de sinal positivo) dos juros.

<sup>10</sup> A Carteira de Dívida Ajustada refere-se ao conjunto dos instrumentos que constituem a carteira da dívida direta do Estado incluindo derivados financeiros, com exclusão das promissórias, da dívida de retalho e de CEDIC e CEDIM.

## INDICADORES DE RISCO

As Normas Orientadoras para a Gestão da Dívida Pública (*guidelines*) identificam os indicadores de risco considerados mais relevantes para a carteira de dívida do Estado e estabelecem limites para a exposição que a carteira pode assumir. As *guidelines* definem limites máximos para o risco de taxa de juro (perfil de *refixing* e duração modificada), o perfil de refinanciamento, risco cambial e risco de crédito.

### CaR – Cost at Risk<sup>11</sup>

A estimativa do CaR da carteira de dívida toma como ponto de partida a posição da carteira no início do período em análise.

Em 2007, o IGCP adotou um modelo multifactorial para o apuramento do CaR. A escolha recaiu sobre o modelo de Nelson e Siegel (1987) incorporando a dinamização proposta em Diebold e Li (2006). A metodologia seguida na implementação deste modelo foi detalhada na caixa – MODELO DE GERAÇÃO DE CENÁRIOS DE TAXA DE JURO, do Relatório Anual de 2007.

Tendo por base, para a previsão das necessidades de financiamento, o cenário do Orçamento de Estado para 2012; a estratégia de financiamento de referência;<sup>12</sup> *spreads* de financiamento constantes e o conjunto de cenários para a dinâmica da curva de rendimentos simulados através do modelo descrito, a estimativa do CaR<sup>13</sup> resultante da simulação da dinâmica da carteira e das taxas de juro sem risco (*swap*) para 2012, é a seguinte:

#### Quadro 22 – CaR da carteira para 2012 (para um intervalo de confiança de 95 por cento)

EUR milhões	
Contas Nacionais	2012
Custo esperado	7 435
CaR absoluto (I.C. 95%)	7 600
CaR relativo (I.C. 95%)	165
CaR relativo / Custo esperado	2,2%
CaR relativo / PIB	0,10%

De acordo com o CaR absoluto estimado, o valor esperado dos encargos com a carteira para 2012 é de EUR 7.435 milhões e existirá uma probabilidade de apenas 5 por cento de esse valor vir a exceder EUR 7.600 milhões, por efeito das variações das taxas de juro sem risco.<sup>14</sup> O CaR relativo, para o mesmo nível de significância, é de EUR 165 milhões.

Em termos relativos, por comparação com o PIB, pode concluir-se que a probabilidade de, em 2012, por via da variação das taxas de juro sem risco, o rácio do défice orçamental sobre o PIB vir a agravar-se em mais de 0,10 pontos percentuais é inferior a 5 por cento.

<sup>11</sup> O CaR (*Cost at Risk*) constitui um indicador de risco orçamental, cujo acompanhamento está previsto nas *guidelines*. O IGCP desenvolveu em 2002 um modelo de estimação deste indicador, cujo enquadramento teórico e características foram apresentados no Relatório de Gestão da Dívida Pública de 2002. Trata-se de um estimador estatístico do custo *cash-flow* da dívida que pretende medir a variação máxima desse custo num horizonte temporal definido. Este indicador é apresentado sob duas formas: o CaR absoluto representa o valor máximo que o custo *cash-flow* pode atingir com uma certa probabilidade; o CaR relativo reflecte o desvio máximo desse custo face ao seu valor esperado.

<sup>12</sup> Embora dependente das condições da assistência financeira externa, considera-se que a estratégia de referência anteriormente aprovada continua a ser a melhor referência para efeitos de cálculo do CaR.

<sup>13</sup> Apurado numa base de Contas Nacionais.

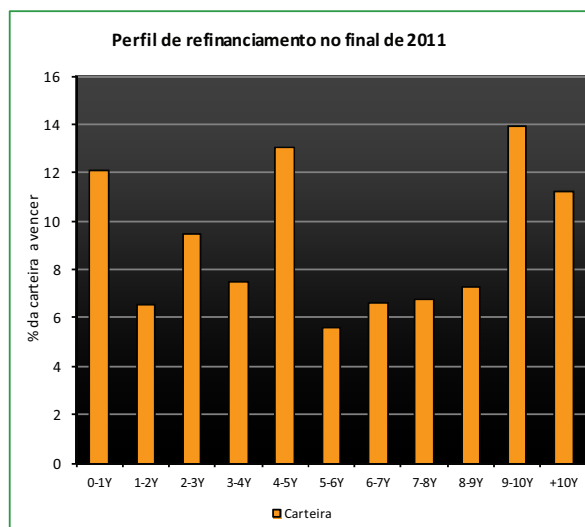
<sup>14</sup> Esta estimativa não entra em consideração com a variabilidade dos *spreads* da ajuda externa à República (face à curva *swap*).

## Risco de refinanciamento

A gestão da carteira de dívida pública tem em consideração, para além de variáveis de mercado (negociabilidade, liquidez, manutenção de uma curva *benchmark* da República, entre outros), o controlo do perfil de refinanciamento, no sentido de evitar excessivas concentrações de amortizações que possam vir a onerar, no futuro, o custo de financiamento da carteira.

Os limites absolutos impostos à percentagem da carteira a vencer num prazo de 12 meses, 24 meses e 36 meses são, respetivamente, 25 por cento, 40 por cento e 50 por cento. No final de 2011, a carteira ajustada apresentava o seguinte perfil de refinanciamento:

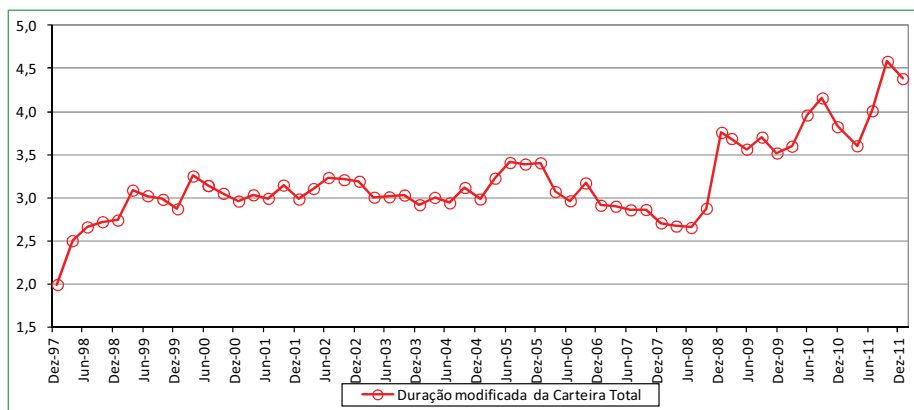
Gráfico 19 - Perfil de refinanciamento da Carteira



## Risco de taxa de juro

A duração modificada<sup>15</sup> da carteira de dívida total e ajustada situava-se no final de 2011 em 4,38 e 4,74, respetivamente. Durante o ano de 2011, a duração da carteira ajustada foi sempre superior ao limite mínimo estabelecido de 4,0.

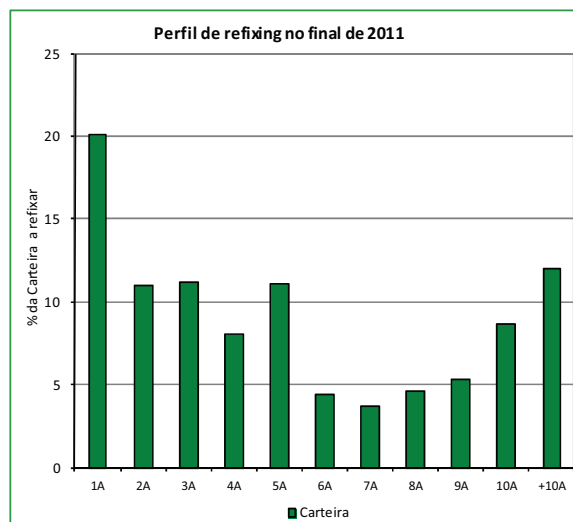
Gráfico 20 - Duração modificada da Carteira Total



<sup>15</sup> A duração modificada mede a elasticidade do valor de mercado da carteira à variação das taxas de mercado.

No final de 2011, a carteira apresentava o seguinte perfil de refixing (i.e. percentagem do valor nominal da carteira ajustada a refixar ou vencer, por prazos):

Gráfico 21 - Perfil de refixing da Carteira



### Risco de taxa de câmbio

No final de 2011, a exposição cambial líquida (i.e. após *swaps*) era de 2,45 por cento, em resultado dos desembolsos da *Extended Fund Facility* do FMI que é denominada em DSE (direitos de saque especiais), correspondentes a um cabaz de EUR, USD, GBP e JPY. A exposição cambial líquida da carteira de dívida manteve-se ao longo de 2011 abaixo do limite de 10 por cento.

Para diminuir a exposição cambial, o IGCP tem procurado contratar *currency swaps* de cobertura o que, apesar de terem sido assinadas novas bases contratuais do CSA<sup>16</sup> que reduzem a exposição a risco de crédito nos derivados, foi possível apenas parcialmente. Em resultado da deterioração da qualidade creditícia da República, as contrapartes revelaram-se pouco disponíveis para a contratação de novas operações de derivados.

A exposição cambial primária (não incluindo operações de cobertura) representava, no final do ano, 5,89 por cento do total da carteira, valor largamente inferior ao limite de 20 por cento fixado nas *guidelines*.

### Risco de crédito

A assunção de risco de crédito por parte da República decorre da contratação de operações com instrumentos derivados, *repos* e aplicações no mercado monetário. As Normas Orientadoras em vigor<sup>17</sup> estabelecem a diversificação dos riscos e a atribuição de limites de exposição a cada contraparte em função da sua qualidade creditícia, os quais são monitorizados continuamente.

O risco de crédito de cada contraparte (i.e. de todos os seus contratos derivados com a República) é apurado de acordo com uma metodologia que contempla duas componentes: o seu valor de mercado

<sup>16</sup> Conforme foi desenvolvido na Caixa – Gestão do Risco: CSA bilateral do Relatório Anual de 2010.

<sup>17</sup> As Normas Orientadoras do Risco de Crédito em vigor encontram-se detalhadas na Caixa - NOVAS NORMAS ORIENTADORAS PARA A GESTÃO DO RISCO DE CRÉDITO do Relatório Anual de 2009.

atual, que representa o valor de substituição da transação e uma exposição potencial, que pretende estimar a variação potencial desse valor no futuro. Ao valor que resulta da soma destas duas componentes deve ser subtraído o valor de mercado do colateral recebido ou entregue ao abrigo do CSA.

Tendo como objetivo a minimização da exposição da República a risco de crédito associado a derivados e, ao mesmo tempo, a maximização da capacidade de contratação de novas operações, ao mínimo custo possível, o IGCP iniciou em Janeiro de 2011 (após reunidas todas as condições legais para a entrega pelo IGCP de colateral) as negociações com as contrapartes de derivados com vista à assinatura de contratos CSA bilaterais. Na sequência dessas negociações, até ao final de 2011, o IGCP assinou CSA bilaterais com 8 contrapartes. A lista de contrapartes para transações que envolvam risco de crédito é atualmente composta por 23 instituições financeiras com contratos *ISDA* assinados, das quais 7 têm CSA unilateral com a República.

Como se pode ver no gráfico, ao longo de 2011, a exposição a risco de crédito da carteira de derivados manteve-se sempre abaixo do limite global estabelecido.

Gráfico 22 - Risco de crédito – componentes

