

## 5. GESTÃO DE RISCO

### 5.1. CARATERIZAÇÃO DA CARTEIRA DE DÍVIDA E INDICADORES DE CUSTO

Em 31 de Dezembro de 2012, o valor da carteira total de dívida direta do Estado<sup>1</sup>, avaliada a preços de mercado<sup>2</sup>, era de EUR 180.469 milhões, refletindo um prémio de 1,4 por cento em relação ao seu valor nominal. O cupão médio da carteira diminuiu em 2012 para 3,46 por cento. O prazo médio de amortização da dívida aumentou para 7,52 anos.

**Quadro 1 – Carteira de dívida em fim de ano**  
(valores pós-swaps)

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
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	175.677
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%	3,46%
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%	3,25%
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	7,52
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	4,39
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	180.469
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%	1,4%

Fonte: IGCP

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

Manteve-se em 2012 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>3</sup> da Carteira de Dívida Ajustada<sup>4</sup> foi, em 2012, de 29,6 por cento. No mesmo período, para a carteira de referência (*benchmark*) foi calculado um custo de 29,3 por cento, resultando num diferencial de custo desfavorável à carteira de 32 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 3,95 por cento, superior ao do *Benchmark* em 2,4 pontos base.

<sup>1</sup> A análise aqui desenvolvida tem por base a carteira de dívida líquida de depósitos no banco central e nas outras instituições financeiras monetárias.

<sup>2</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. Actualmente 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.

<sup>3</sup> O custo *marked-to-market* em 2012 assume um valor muito elevado, sobretudo em resultado da redução registada nas *yields* da dívida pública portuguesa (que fez aumentar o seu valor de mercado). Note-se que em 2010 e 2011 este valor tinha sido negativo, porque o efeito (de sinal negativo) da redução do valor de mercado foi superior ao efeito (de sinal positivo) dos juros.

<sup>4</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.

## Quadro 2 – 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	2012	1999/2012
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%	29,58%	3,95%
Benchmark	-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%	29,26%	3,93%
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	32,0	2,4

Fonte: IGCP

## 5.2. 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>5</sup>

A estimativa do *CaR* da carteira de dívida toma como ponto de partida a posição da carteira no início do período em análise (final de 2012) e quantifica o efeito de variações nas taxas de juro sobre o valor dos encargos associados à carteira de dívida, avaliado numa perspetiva de *cash-flow*, no horizonte temporal futuro relevante (neste caso, o ano de 2013).

Em 2007, o IGCP adotou um modelo multifatorial 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 e da composição do financiamento, o cenário do Orçamento de Estado para 2013; *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>6</sup> resultante da simulação da dinâmica da carteira e das taxas de juro sem risco (*swap*) para 2013, é a seguinte:

### Quadro 3 – *CaR* da carteira para 2013 (para um intervalo de confiança de 95%)

€ milhões	Carteira
Contas Nacionais	2013
Custo esperado	7 319
CaR Absoluto (I.C. 95%)	7 420
CaR Relativo (I.C. 95%)	101
CaR Relativo / Custo Esperado	1,4%
CaR Relativo / PIB	0,06%

Fonte: IGCP

<sup>5</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 reflete o desvio máximo desse custo face ao seu valor esperado.

<sup>6</sup> Apurado numa base de Contas Nacionais.

De acordo com o *CaR* absoluto estimado, o valor esperado dos encargos com a carteira para 2013 é de EUR 7.319 milhões e existirá uma probabilidade de apenas 5 por cento de esse valor vir a exceder EUR 7.420 milhões, por efeito das variações das taxas de juro sem risco<sup>7</sup>. O *CaR* relativo, para o mesmo nível de significância, é de EUR 101 milhões.

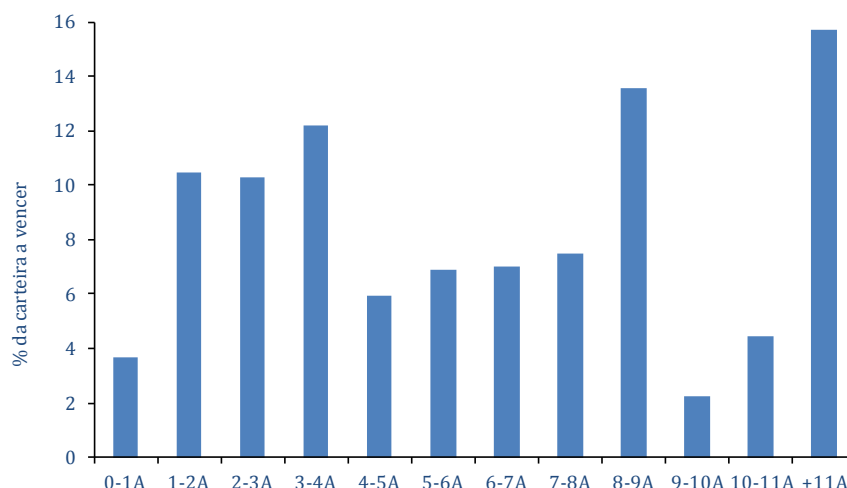
Em termos relativos, por comparação com o PIB, pode concluir-se que a probabilidade de, em 2013, por via da variação das taxas de juro sem risco, o rácio do défice orçamental sobre o PIB vir a agravar-se em mais de 0,06 pontos percentuais é inferior a 5 por cento.

## 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 2012, a carteira ajustada apresentava o seguinte perfil de refinanciamento, cumprindo integralmente estes limites:

**Gráfico 1 – Perfil de refinanciamento da carteira no final de 2012**



Fonte: IGCP

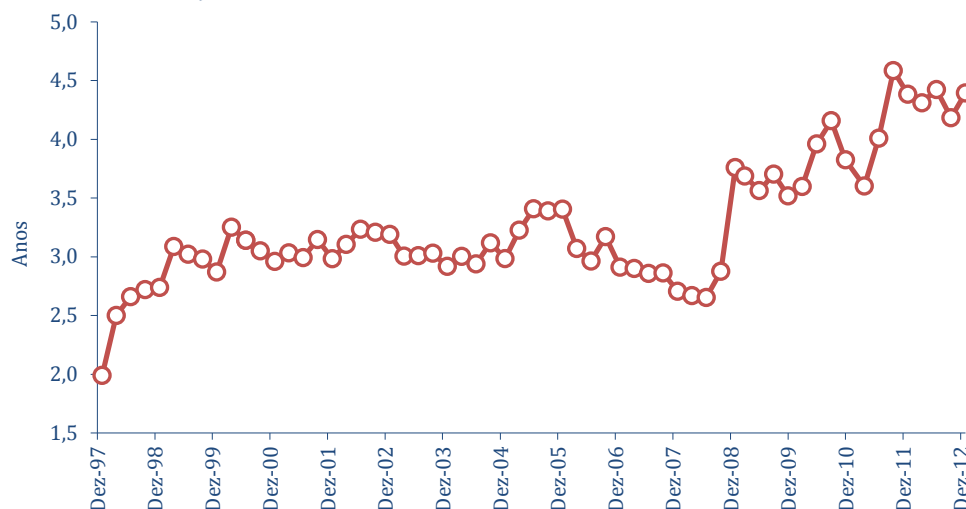
## Risco de taxa de juro

A duração modificada<sup>8</sup> da carteira de dívida total e ajustada situava-se no final de 2012 em 4,39 e 4,69, respetivamente. Durante o ano de 2012, a duração da carteira ajustada foi sempre superior ao limite mínimo estabelecido de 4.

<sup>7</sup> Esta estimativa não entra em consideração com a variabilidade dos *spreads* da ajuda externa à República (face à curva *swap*) nem com alterações às necessidades de financiamento.

<sup>8</sup> A duração modificada mede a elasticidade do valor de mercado da carteira à variação das taxas de mercado.

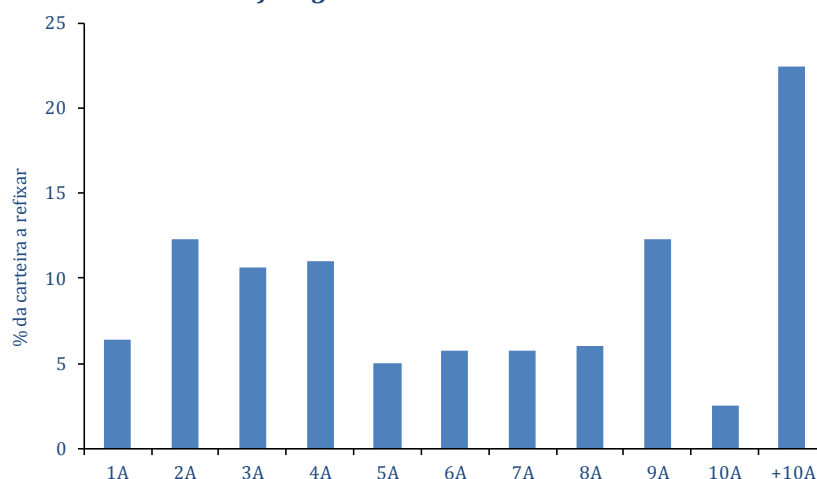
**Gráfico 2 – Duração modificada da carteira total**



Fonte: IGCP

No final de 2012, a carteira apresentava o seguinte perfil de *refixing* (i.e. percentagem do valor nominal da carteira ajustada a refixar ou vencer, por prazos):

**Gráfico 3 – Perfil de *refixing* da carteira no final de 2012**



Fonte: IGCP

### Risco de taxa de câmbio

No final de 2012, a exposição cambial líquida (i.e. após *swaps*) era de 5,6 por cento da carteira de dívida ajustada, em resultado dos desembolsos da *Extended Fund Facility* do FMI que é denominada em SDR, correspondentes a um cabaz de EUR, USD, GBP e JPY. Assim, a exposição cambial líquida manteve-se ao longo de 2012 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>9</sup> que reduzem a exposição a risco de crédito nos derivados, foi possível apenas parcialmente. Em resultado da deteriorada

<sup>9</sup> Conforme foi desenvolvido na “Caixa – Contratação de *CSA* bilaterais” do Relatório Anual de 2010.

qualidade creditícia da República, as contrapartes têm-se revelado pouco disponíveis para a contratação de novas operações de derivados.

A exposição cambial primária (não incluindo operações de cobertura) representava, no final do ano, 8,9 por cento do total da carteira de dívida ajustada, valor largamente inferior ao limite de 20 por cento fixado nas *guidelines*.

## Risco de crédito

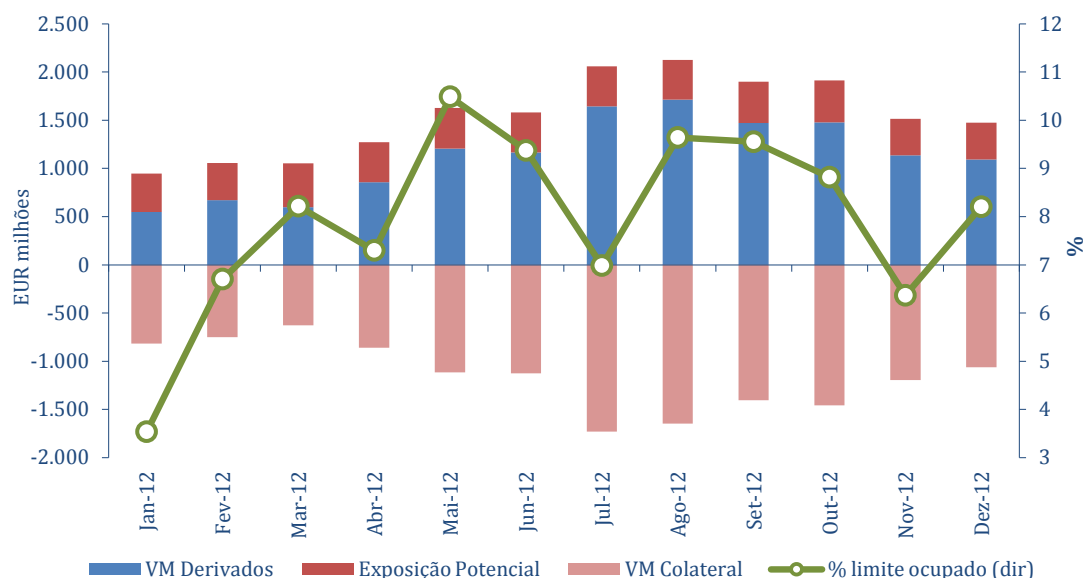
A assunção de risco de crédito por parte da República decorre da contratação de operações com instrumentos derivados, *repos* e aplicações no mercado monetário. As Normas Orientadoras em vigor<sup>10</sup> estabelecem a diversificação dos riscos e a atribuição de limites de exposição a cada contraparte 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 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*.

A lista de contrapartes para transações que envolvam risco de crédito é atualmente composta por 23 instituições financeiras com contratos *ISDA* assinados com a República, das quais 6 têm *CSA* unilateral e 9 *CSA* bilateral.

Como se pode ver no gráfico, ao longo de 2012, a exposição a risco de crédito da carteira de derivados manteve-se sempre abaixo do limite global estabelecido.

**Gráfico 4 – Risco de crédito – componentes**



Fonte: IGCP

<sup>10</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.