

5. GESTÃO DE RISCO

5.1. CARATERIZAÇÃO DA CARTEIRA DE DÍVIDA E INDICADORES DE CUSTO

Em 31 de dezembro de 2013, o valor da carteira total de dívida direta do Estado⁷, avaliada a preços de mercado⁸, era de EUR 193.534 milhões, refletindo um prêmio de 2,1% em relação ao seu valor nominal. O cupão médio da carteira aumentou em 2013 para 3,57%. O prazo médio de amortização da dívida aumentou para 7,75 anos.

Quadro 19 - Carteira de dívida em fim de ano

(EUR milhões)	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
<i>Outstanding</i>	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	186.702
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%	3,57%
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%	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	7,75
Duração Modificada (anos)	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	4,68
Valor Mercado	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	193.534
Prêmio (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%	2,1%

Valores pós-swaps.

Fonte: IGCP

Custo *marked-to-market*

Manteve-se em 2013 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 da Carteira de Dívida Ajustada⁹ foi, em 2013, de -1,0%. No mesmo período, para a carteira de referência (*benchmark*) foi calculado um custo de -0,91%, resultando num diferencial de custo favorável à carteira de 9,8 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 3,61%, superior ao do *benchmark* em 1,4 pontos base.

Quadro 20 - Custo anualizado da carteira ajustada e do *benchmark*

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	1999/2013
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%	-1,00%	3,61%
<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%	29,26%	-0,91%	3,59%
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	-9,8	1,4

Taxa Interna de Rentabilidade (a.a.).

Fonte: IGCP

⁷ A análise aqui desenvolvida tem por base a carteira de dívida líquida de depósitos no banco central e nas outras instituições financeiras monetárias.

⁸ 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.

⁹ 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.

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 Risk¹⁰

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 2013) 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 2014).

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 2014; *spreads* de financiamento constantes e o conjunto de cenários para a dinâmica da curva de rendimentos simulados através do modelo descrito, a estimativa do CaR¹¹ resultante da simulação da dinâmica da carteira e das taxas de juro sem risco (*swap*) para 2014, é a seguinte:

Quadro 21 – CaR da carteira para 2014

(EUR milhões)	2014
Custo esperado	7.345
CaR Absoluto (I.C. 95%)	7.454
CaR Relativo (I.C. 95%)	108
CaR Relativo / Custo Esperado	1,5%
CaR Relativo / PIB	0,06%

(para um intervalo de confiança de 95%)

Fonte: IGCP

De acordo com o *CaR* absoluto estimado, o valor esperado dos encargos com a carteira para 2014 é de EUR 7345 milhões e existirá uma probabilidade de apenas 5% de esse valor vir a exceder EUR 7454 milhões, por efeito das variações das taxas de juro sem risco¹². O *CaR* relativo, para o mesmo nível de significância, é de EUR 108 milhões.

Em termos relativos, por comparação com o PIB, pode concluir-se que a probabilidade de, em 2014, 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%.

¹⁰ 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.

¹¹ Apurado numa base de Contas Nacionais.

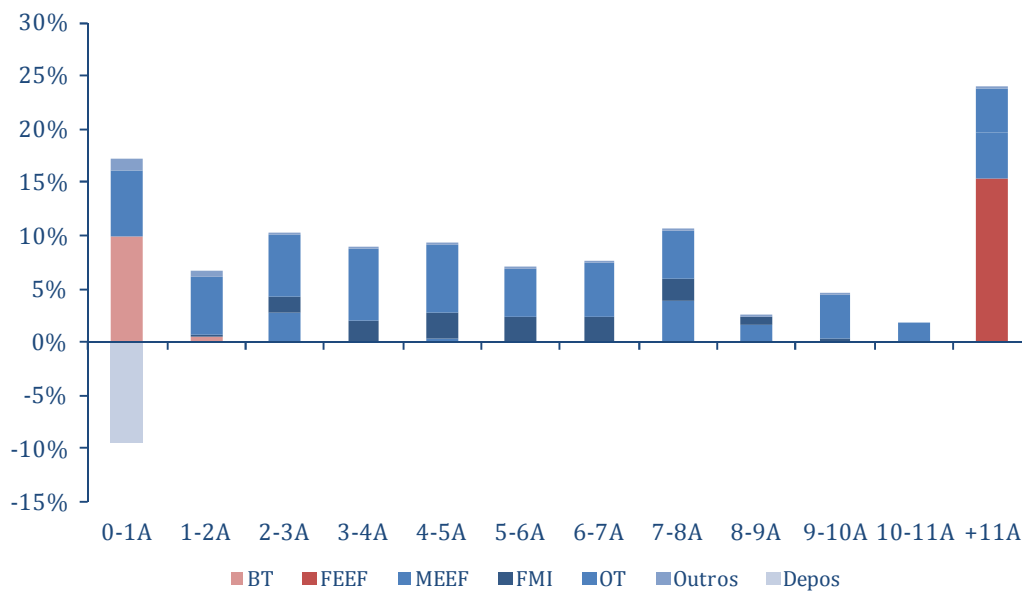
¹² Esta estimativa não entra em consideração com a variabilidade dos *spreads* da República (face à curva *swap*).

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%, 40% e 50%. No final de 2013, a carteira ajustada apresentava o seguinte perfil de refinanciamento, cumprindo integralmente estes limites:

Gráfico 19 - Perfil de refinanciamento da carteira no final de 2013



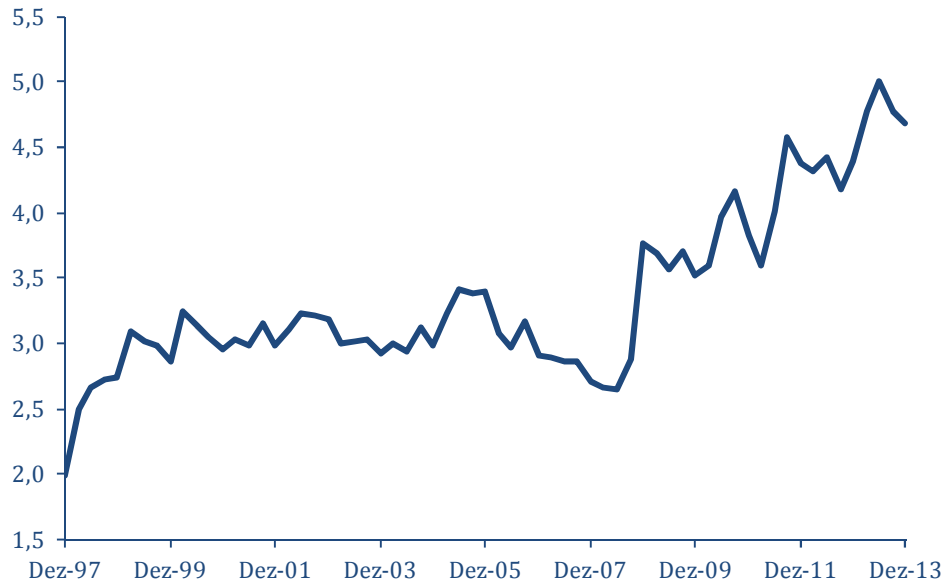
Fonte: IGCP

Risco de taxa de juro

A duração modificada¹³ da carteira de dívida total e ajustada situava-se no final de 2013 em 4,68 e 5,01, respetivamente. Durante o ano de 2013, a duração da carteira ajustada foi sempre superior ao limite mínimo estabelecido de 4,0.

¹³ A duração modificada mede a elasticidade do valor de mercado da carteira à variação das taxas de mercado.

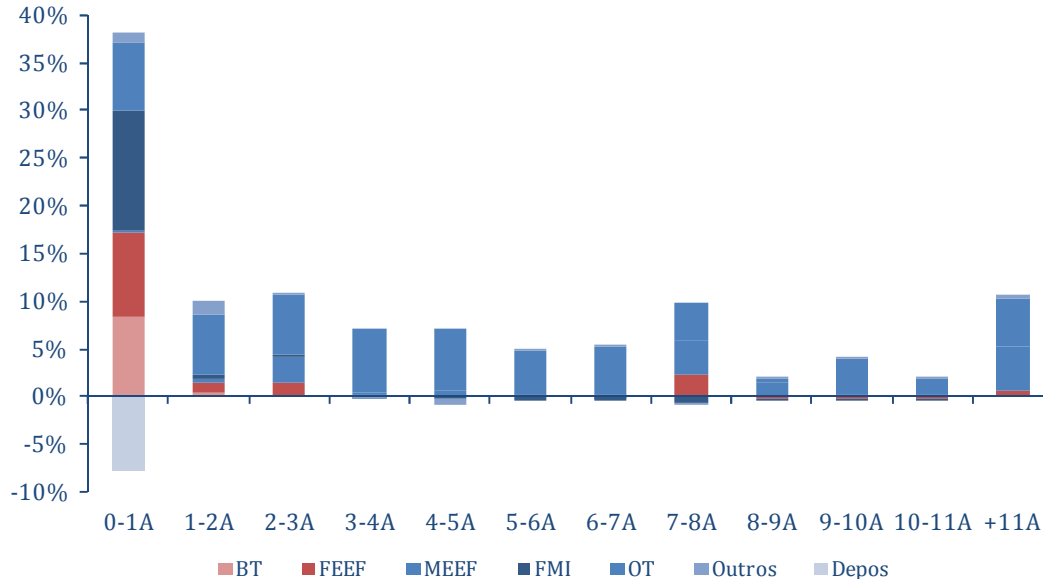
Gráfico 20 – Duração modificada da carteira total



Fonte: IGCP

No final de 2013, 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 no final de 2013



Fonte: IGCP

Risco de taxa de câmbio

No final de 2013, a exposição cambial primária (não incluindo operações de cobertura) representava 9,6% do total da carteira de dívida ajustada, valor largamente inferior ao limite de 20% fixado nas *guidelines*. Esta exposição é resultado dos desembolsos da Extended Fund Facility do FMI que é denominada em SDR, correspondentes a um cabaz de EUR, USD, GBP e JPY.

Para diminuir a exposição cambial, o IGCP tem procurado contratar *currency swaps* de cobertura.

No final do ano, a exposição cambial líquida (i.e. após *swaps*) era de 5,3% da carteira de dívida ajustada, e manteve-se ao longo de 2013 abaixo do limite de 10%.

Risco de crédito

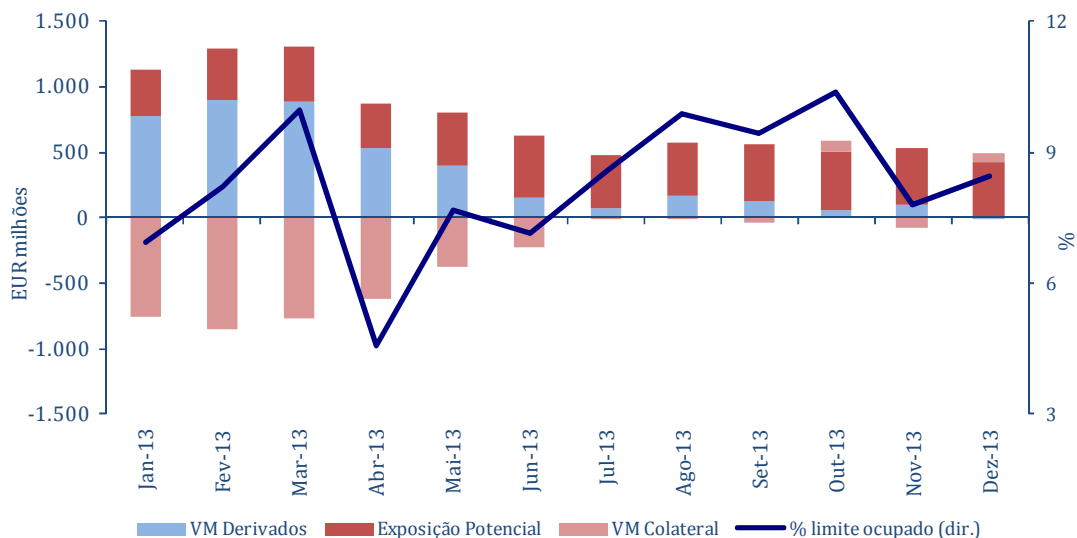
A assunção de risco de crédito por parte da República decorre da contratação de operações com instrumentos derivados, repos e aplicações no mercado monetário. As Normas Orientadoras em vigor¹⁴ estabelecem a diversificação dos riscos e a atribuição de limites de exposição a cada contraparte em função 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 24 instituições financeiras com contratos ISDA assinados com a República, das quais 6 têm CSA unilateral e 10 CSA bilateral.

Como se pode ver no gráfico, ao longo de 2013, a exposição a risco de crédito da carteira de derivados manteve-se sempre abaixo do limite global estabelecido.

Gráfico 22 – Risco de crédito – componentes



Fonte: IGCP

¹⁴ Em 2013, entraram em vigor novas Normas Orientadoras de Risco de Crédito (conforme autorização exarada no Despacho nº 1415/13 SET de 15/07/2013). Pretendeu-se com a revisão das Normas Orientadoras de Risco de Crédito adequar uma gestão eficiente dos riscos de mercado do IGCP aos impactos da crise financeira internacional nomeadamente a deterioração dos *ratings* e indicadores financeiros das instituições financeiras contrapartes da República, mantendo a exposição da RoP ao risco de crédito das contrapartes em níveis considerados prudentes.