

3. GESTÃO DA CARTEIRA E LIMITES DE RISCO

3.1. GESTÃO DA CARTEIRA DE DERIVADOS DO ESTADO

No decorrer do ano de 2015, o principal determinante da gestão continuou a ser a minimização do risco cambial proveniente do empréstimo do FMI, tendo estas operações absorvido as linhas disponibilizadas pelas contrapartes.

Ao longo do ano foram sendo executadas operações que permitiram a cobertura praticamente integral deste empréstimo.

Quadro 5 - Empréstimo do FMI e Percentagem de risco cambial não coberta

Data	Empréstimo do FMI DSE milhões	Componente EUR DSE milhões	Componente Outras Moedas DSE milhões	% Não Coberta
31-12-2014	22.942	9.704	13.238	38%
31-12-2015	16.363	6.120	10.243	2%

Fonte: IGCP

Foram assim executadas 138 operações de *fx forward/fx swap*, com um valor nocional de EUR 8,6 mil milhões. Adicionalmente, tirando partido de alguma volatilidade no mercado cambial, transacionaram-se 27 operações de liquidação antecipada de *fx forward/fx swap*, permitindo a tomada de mais-valias.

No que respeita a *cross currency swaps (CCIRS)*, as amortizações antecipadas corresponderam ao cancelamento da cobertura em USD para pré-pagamento parcial do empréstimo do FMI (ver caixa Pré-Pagamento FMI) e a recompras pontuais da emissão de EMTN em GBP que matura em maio de 2016.

No total, o montante nocional dos contratos negociados sobre instrumentos derivados atingiu EUR 9,4 mil milhões.

Quadro 6 - Transações sobre derivados financeiros

Instrumento	Novos contratos		Liquidação Antecipada		Total	
	Nº Transações	EUR milhões	Nº Transações	EUR milhões	Nº Transações	EUR milhões
Fx Forwards / Fx Swaps	138	8.646	27	320	165	8.966
CCIRS	0	-	4	385	4	385
Total	138	8.646	31	704	169	9.350

Fonte: IGCP

No final de 2015 a carteira de instrumentos derivados de cobertura de taxa de câmbio incluía contratos vivos com um valor nocional de EUR 15,7 mil milhões. A variação positiva do valor de mercado de 2014 para 2015, reflete em grande medida a depreciação do Euro.

Quadro 7 – Variação da carteira de derivados cambiais

	Valor Nominal - EUR milhões				Valor de Mercado - EUR milhões	
	perna a pagar		perna a receber		dez-14	dez-15
	dez-14	dez-15	dez-14	dez-15		
<i>CCIRS</i>	- 12.623	- 11.269	13.857	13.624	1.199	2.463
<i>FX-swaps / FX-forwards</i>	- 2.037	- 4.441	2.158	4.512	117	59
Total	- 14.660	- 15.710	16.015	18.136	1.316	2.522

Fonte: IGCP

No que diz respeito ao risco de taxa de juro, o objetivo do IGCP para 2015 foi a extensão do prazo médio e a duração da carteira, o que aliás esteve em sintonia com a estratégia adotada pela maioria dos outros emittentes soberanos da zona euro, face ao contexto de taxas de juro muito baixas.

Essa estratégia foi prosseguida através das operações de financiamento, tendo a duração modificada da carteira ajustada aumentado de 5,67 para 5,87 ao longo do ano.

No que diz respeito aos derivados de taxa de juro, não foram contratadas nenhuma operações novas em 2015, tendo vencido transações com valor nocional de EUR 3,0 mil milhões.

Quadro 8 – Variação da carteira de derivados de taxa de juro

	Valor Nominal - EUR milhões		Valor de Mercado - EUR milhões	
	dez-14	dez-15	dez-14	dez-15
<i>IRS</i>	5.915	2.915	108	140
<i>Swaptions</i>	500	500	- 154	- 139
Total	6.415	3.415	- 46	0

Fonte: IGCP

3.2. CARTEIRA DAS EPR

No âmbito da gestão da dívida pública direta do Estado, é ainda competência do IGCP o acompanhamento da carteira de dívida e de derivados das entidades do setor público empresarial cujo financiamento é assegurado através do Orçamento do Estado (EPR – Empresas Públicas Reclassificadas)¹².

Neste sentido, ao nível das carteiras de dívida, as medidas adotadas pelo IGCP têm-se concentrado no controlo dos custos de financiamento daquelas entidades. Assim, ao longo de 2015 foram elaborados vários pareceres sobre a contratação de novos financiamentos e concessão de garantias do Estado Português, bem como a revisões de taxa de juro de financiamentos junto do Banco Europeu de Investimento.

No âmbito das competências atribuídas ao IGCP, pelo Decreto-Lei n.º 133/2013, tem também sido feito um acompanhamento das carteiras de instrumentos de gestão do risco financeiro (IGRF) das EPR, num contexto de gestão consolidada do risco.

¹²Embora a Carris e STCP estejam fora do perímetro orçamental, a sua dívida foi assumida pelo Estado, pelo que a sua gestão também passou a ser competência do IGCP.

Neste contexto, foram cancelados 69 IGRF em 2013 e 2 em 2014. Em 2015 não foi cancelado nenhum IGRF, mas procedeu-se à reestruturação de um derivado do Metropolitano de Lisboa.

No final de 2015 existiam 29 IGRF nas carteiras das EPR, com um valor de mercado negativo próximo de EUR 1,5 mil milhões de euros sobre um valor contratual de EUR 2,4 mil milhões.

Neste conjunto de IGRF estão incluídos 6 operações do tipo *snowball*, tendo como contraparte o Banco Santander Totta, cuja validade está a ser discutida em tribunais de Londres. O valor de mercado agregado destes 6 derivados, a 31 de dezembro de 2015, era de aproximadamente EUR -1,1 mil milhões.

Quadro 9 – IGRF das EPR, a 31 de dezembro de 2015

(EUR milhões)	Número de transações	Valor contratual	Valor de mercado (marked-to-market)
CP - Comboios de Portugal, E.P.E.	1	75,0	-1,3
Metro do Porto, S.A.	4	216,0	-542,0
Metropolitano de Lisboa, E.P.E.	19	770,2	-736,5
Parública - Participações Públicas, SGPS, S.A.	4	1.333,4	-218,0
TRANSTEJO - Transportes do Tejo, S.A.	1	27,5	-2,0
Total	29	2.422,1	-1.499,8

Notas: a valorização das contrapartes é apresentada sempre que disponível, caso contrário é apresentada a valorização do IGCP.

Fonte: IGCP

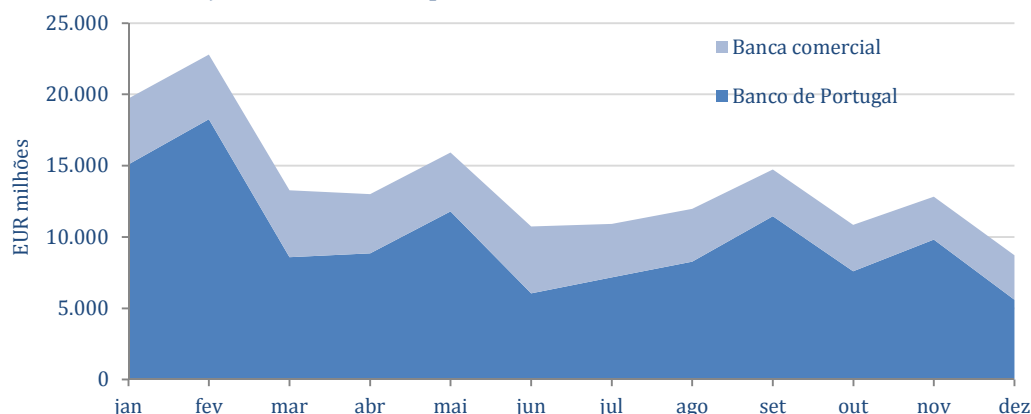
3.3. GESTÃO DA TESOURARIA

Durante o ano de 2015, o principal objetivo foi garantir a máxima liquidez nas disponibilidades do Estado. Neste sentido, do universo de instrumentos teoricamente disponíveis para a gestão de liquidez, privilegiou-se as aplicações junto do Banco de Portugal.

O montante aplicado junto da banca foi limitado de forma a diversificar o risco de crédito. Com o intuito de minimizar a exposição a nomes individuais, esteve em preparação durante o ano a documentação necessária para efetuar aplicações e outras operações similares colateralizadas, seguindo as práticas correntes de mercado. Estiveram também em preparação umas novas linhas orientadoras para a gestão do excedente de tesouraria (ou almofada financeira), que, se aprovadas, permitirão a esta Agência uma maior diversificação de instrumentos.

Relativamente ao montante sobre gestão, verificou-se uma diminuição durante o ano corrente, como se pode observar no gráfico seguinte.

Gráfico 15 – Evolução do saldo de depósitos da Tesouraria Central do Estado



Fonte: IGCP

No quadro seguinte apresentam-se três estimativas alternativas para o custo líquido da posição de tesouraria ao longo dos últimos 3 anos (seguindo as metodologias apresentadas na caixa 2.3 do Relatório Anual de 2014), sendo possível verificar uma redução significativa em qualquer das metodologias, em linha com a redução do custo de financiamento da dívida e do próprio saldo de tesouraria. Ainda assim, considerando o custo médio do financiamento obtido nesse período em mercado, descontado dos juros recebidos de aplicações, o custo líquido dos excedentes de tesouraria ascendeu a EUR 210 milhões (ou 0,1% do saldo médio da dívida) em 2015.

Quadro 10 – Estimativa do custo da posição de tesouraria

Estimativa do custo da posição de Tesouraria									
(EUR milhões)	Taxa implícita <i>stock</i> total ⁽¹⁾			Custo médio (BT+OT) ⁽²⁾			Custo médio (BT) ⁽³⁾		
	2013	2014	2015	2013	2014	2015	2013	2014	2015
Saldo médio de depósitos	16.621	17.377	13.856	16.621	17.377	13.856	16.621	17.377	13.856
Custo de financiamento da dívida/financiamento (%)	3,6%	3,6%	3,5%	3,1%	2,3%	1,6%	1,6%	0,5%	0,1%
Custo médio do financiamento do saldo de Tesouraria	602	630	479	517	403	223	258	82	8
Juros recebidos de aplicações de Tesouraria	-152	-61	-13	-152	-61	-13	-152	-61	-13
Custo líquido do saldo de Tesouraria	450	569	465	364	342	210	106	20	-5
Em % do saldo médio de depósitos	2,7%	3,3%	3,4%	2,2%	2,0%	1,5%	0,6%	0,1%	0,0%
Em % do saldo médio da dívida direta do Estado	0,2%	0,3%	0,2%	0,2%	0,2%	0,1%	0,1%	0,0%	0,0%
Em % do PIB	0,3%	0,3%	0,3%	0,2%	0,2%	0,1%	0,1%	0,0%	0,0%

⁽¹⁾ Taxa de juro implícita é calculada como o rácio entre os juros pagos da dívida direta do Estado numa ótica de Contas Nacionais e o *stock* médio da dívida direta do Estado num determinado ano (ver secção 2.3).

⁽²⁾ Custo de financiamento de BT e OT corresponde à taxa de juro média do novo financiamento de BT (emissões fundadas) e OT ocorrido durante o ano.

⁽³⁾ Custo de financiamento de BT corresponde à taxa de juro média do novo financiamento de BT (emissões fundadas) ocorrido durante o ano.

Fonte: IGCP

3.4. INDICADORES DE CUSTO

Em 31 de dezembro de 2015, o valor da carteira total de dívida direta do Estado, avaliada a preços de mercado, era de EUR 240,9 mil milhões, refletindo um prémio de 11,9 por cento em relação ao seu valor nominal. O cupão médio da carteira diminuiu ligeiramente em 2015 para 3,51% enquanto a *yield* média aumentou para 1,85%. O prazo médio de amortização da dívida aumentou para 7,79 anos.

Quadro 11 – Indicadores de custo¹³ em fim de ano

(EUR mil milhões)	2012	2013	2014	2015
Saldo vivo da carteira total	175,7	186,7	201,8	212,2
Cupão médio	3,46%	3,57%	3,61%	3,51%
<i>Yield</i> média	3,25%	3,25%	1,66%	1,85%
Prazo médio amortização (anos)	7,52	7,75	7,59	7,79
Valor de mercado	180,5	193,5	232,6	240,9
Prémio (incl. juro corrido)	1,4%	2,1%	13,8%	11,9%

Fonte: IGCP

Custo *marked-to-market*

Manteve-se em 2015 um modelo de *benchmark* provisório, no qual as operações de gestão ativa de taxa de juro contratadas pelo IGCP integram uma carteira separada cuja avaliação *mark-to-market* constitui a medida de *performance* da gestão ativa do IGCP.

¹³ O cupão médio é calculado anualizando o juro corrido entre os dois últimos dias úteis do ano dividido pelo saldo vivo para o último dia útil. O indicador prémio resulta de subtrair a unidade ao valor de mercado sem juro corrido dividido pelo saldo vivo. A *yield* média corresponde a considerar uma OT de maturidade igual ao prazo médio de amortização, que paga anualmente o cupão médio e que tem preço igual ao valor de mercado sem juro corrido dividido pelo saldo vivo.

Avaliado a preços de mercado (*marked-to-market*), o custo da Carteira de Dívida Ajustada¹⁴ foi, em 2015, de 2,10%. No mesmo período, para a carteira de referência (*benchmark*) foi calculado um custo de 2,06%, resultando num diferencial de custo desfavorável à carteira de 4 pontos base.

Atendendo à limitação na obtenção de linhas de crédito para coberturas de longo prazo, as linhas disponíveis foram utilizadas em operações de cobertura da exposição cambial, que não integram a carteira de gestão ativa. Por essa razão, não foram contratadas em 2015 quaisquer novas operações de gestão ativa de taxa de juro pelo que esta medida de performance do IGCP assume atualmente um significado reduzido.

3.5. 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 da carteira ajustada.

CaR – Cost at Risk

A estimativa do CaR da carteira de dívida quantifica o efeito de variações nas taxas de juro sem risco sobre o valor dos encargos associados à carteira de dívida, avaliado numa perspetiva de *cash-flow*, no horizonte temporal futuro relevante. O CaR absoluto representa o valor máximo que o custo *cash-flow* pode atingir com 95% de probabilidade durante o ano seguinte; o CaR relativo reflete o desvio máximo desse custo face ao seu valor esperado.

Tendo por base o cenário do Orçamento de Estado para 2016 para a previsão das necessidades de financiamento, a posição da carteira no final de 2015, *spreads* de financiamento constantes e o conjunto de cenários simulados¹⁵ para a dinâmica da curva das taxas de juro sem risco (*swap*), o valor esperado dos encargos com a carteira para 2016 (apurados numa base de Contas Nacionais) é de EUR 7,6 mil milhões e existirá uma probabilidade de apenas 5 por cento de esse valor vir a exceder EUR 7,7 mil milhões (*CaR* absoluto), por efeito das variações das taxas de juro sem risco.

O *CaR* relativo, para o mesmo nível de significância, é de EUR 121 milhões. Por comparação com o PIB, a probabilidade de, em 2016, 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 0,07 pontos percentuais é inferior a 5%.

Risco de refinanciamento

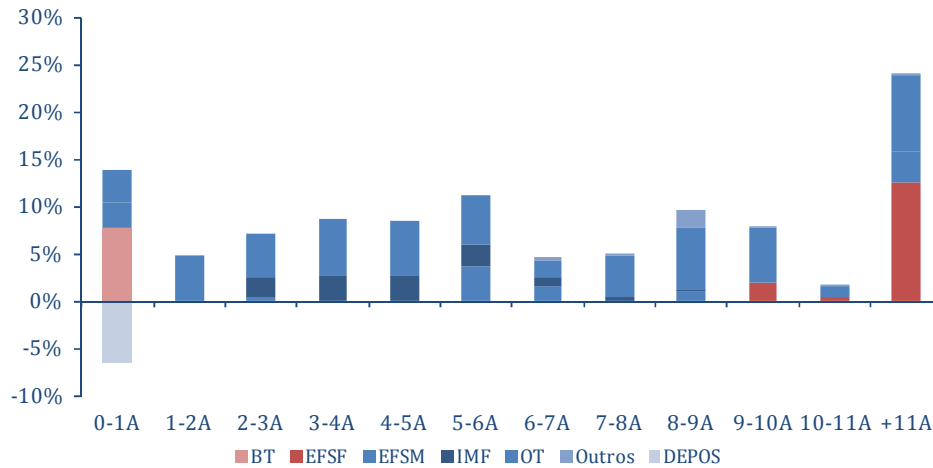
A gestão da carteira de dívida pública tem em consideração, para além de variáveis de mercado (negociabilidade, liquidez, manutenção de uma curva *benchmark* da República, entre outros), o controlo do perfil de refinanciamento, no sentido de evitar excessivas concentrações de amortizações que possam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

¹⁴A 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.

¹⁵ Para a simulação dos cenários de taxa de juro, aplicou-se o modelo de Nelson e Siegel (1987) incorporando a dinamização proposta em Diebold e Li (2006).

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 2015, a carteira ajustada apresentava perfil de refinanciamento apresentado na figura seguinte, cumprindo integralmente estes limites.

Gráfico 16 – Perfil de refinanciamento da carteira no final de 2015



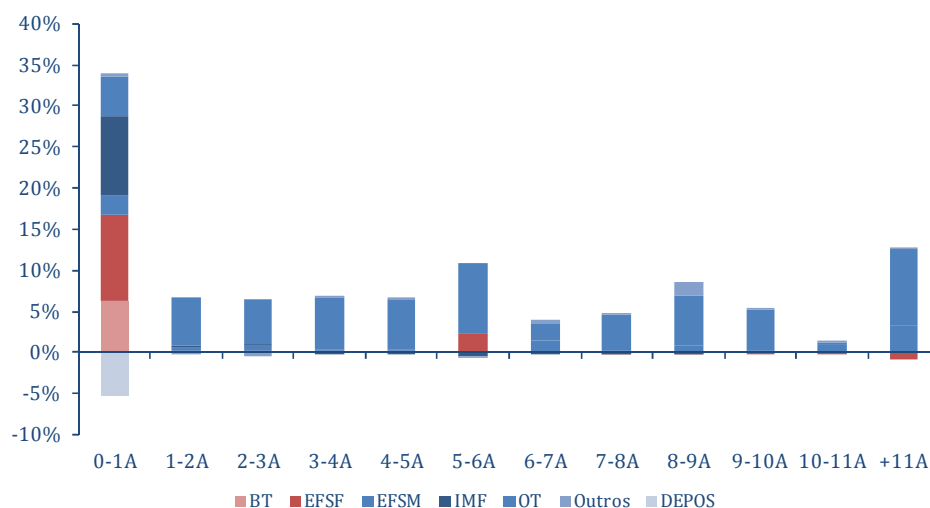
Fonte: IGCP

Risco de taxa de juro

A duração modificada¹⁶ da carteira de dívida total e ajustada situava-se no final de 2015 em 5,34 e 5,87, respetivamente. Durante o ano de 2015, a duração da carteira ajustada foi sempre superior ao limite mínimo estabelecido de 4,0.

No final de 2015, a carteira apresentava o perfil de *refixing* (i.e. percentagem do valor nominal da carteira ajustada a refixar ou vencer, por prazos) evidenciada na figura seguinte.

Gráfico 17 – Perfil de *refixing* no final de 2015



Fonte: IGCP

¹⁶A duração modificada mede a elasticidade do valor de mercado da carteira à variação das taxas de mercado.

Risco de taxa de câmbio

No final de 2015, a exposição cambial primária (não incluindo operações de cobertura) representava 9,85% 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 DSE, correspondentes a um cabaz de EUR, USD, GBP e JPY.

Para diminuir a exposição cambial, o IGCP tem procurado contratar *cross currency swaps* de cobertura. No final do ano, a exposição cambial líquida (i.e. após swaps) era de 0,16 por cento da carteira de dívida ajustada, e manteve-se ao longo de 2015 abaixo do limite de 10 por cento.

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, aprovadas pela Tutela em 2013, estabelecem a diversificação dos riscos e a atribuição de limites de exposição a cada contraparte em função da sua qualidade creditícia.

No que diz respeito aos derivados, a exposição a risco de crédito de cada contraparte é apurada 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.

Ao longo de 2015, a exposição a risco de crédito da carteira de derivados manteve-se sempre abaixo do limite global estabelecido em 3% do valor da carteira ajustada. No final de 2015, a exposição correspondia a 0,43% do valor da carteira, ou seja, aquele limite estava ocupado em 14,4%.

Quadro 12 - Indicadores de risco em fim de ano

(EUR milhões)	2012	2013	2014	2015
Exposição cambial primária (% carteira ajustada)	8,9%	9,6%	12,5%	9,85%
Exposição cambial líquida (% carteira ajustada)	5,6%	5,3%	3,6%	0,16%
Duração carteira total (anos)	4,40	4,68	5,24	5,34
Duração carteira ajustada (anos)	4,69	5,01	5,67	5,87

Fonte: IGCP