

## 4. Gestão da Carteira e dos Limites de Risco

### 4.1. Gestão da Carteira de Derivados do Estado

As operações de derivativos executadas em 2020 tiveram como principal objetivo assegurar a cobertura cambial da carteira, correspondendo sobretudo a *roll-over* de posições existentes sobre taxa de câmbio.

A carteira de derivativos obteve um resultado líquido de EUR -274,1 milhões ao longo do ano, que é essencialmente explicado pela valorização do euro contra o dólar (9,0% YoY) e pela descida das taxas *swap* do euro. Com efeito, o resultado obtido deveu-se principalmente ao resultado dos *cross-currency interest rate swaps* (EUR -106,7 milhões) e dos *FX swaps/forwards* (EUR -36,9 milhões), utilizados para cobertura de obrigações emitidas no passado em moeda estrangeira (em USD e CNY). Por sua vez, o resultado negativo dos derivativos de taxa de juro está principalmente relacionado com a diminuição das taxas de longo prazo ao longo do ano.

Com a publicação do Decreto-Lei n.º 151/2019, de 11 de outubro, alterado pelo Decreto-Lei n.º 175/2019, de 27 de dezembro, foi estabelecida a intermunicipalização da Sociedade de Transportes Coletivos do Porto S. A. (STCP), através da transmissão da totalidade das ações representativas do seu capital social do Estado para os municípios de Gondomar, Maia, Matosinhos, Porto, Valongo e Vila Nova de Gaia. De acordo com o disposto na alínea d) do n.º 1 do artigo 7.º daquele Decreto-Lei, o Estado assumiu as responsabilidades que venham a ser apuradas em decorrência da celebração de contratos de derivativos financeiros pela STCP até 31 de dezembro de 2019. No final de 2020, apenas um derivativo assinado pela empresa permanecia vivo, com vencimento em junho de 2022 e um valor de mercado de EUR -41,6 milhões.

**Quadro 6 – Variação da carteira de instrumentos financeiros derivativos**

(EUR milhões)	Valor de Mercado		Cash-flow no período (*)	Resultado líquido
	31-dez-20	31-dez-19		
	(1)	(2)	(3)	(4) = (1) - (2) + (3)
<b>Taxa de juro</b>	<b>-430,5</b>	<b>-298,4</b>	<b>1,7</b>	<b>-130,5</b>
IRS	-3,0	1,8	1,7	-3,1
Swaptions	-427,6	-300,2	0,0	-127,4
<b>Taxa de câmbio</b>	<b>393,4</b>	<b>618,4</b>	<b>81,4</b>	<b>-143,6</b>
CCIRS	425,3	611,0	79,0	-106,7
Swaps / forwards	-31,8	7,4	2,4	-36,9
<b>Total</b>	<b>-37,1</b>	<b>320,0</b>	<b>83,1</b>	<b>-274,1</b>
<b>Derivado STCP</b>	<b>-41,6</b>	<b>-64,9</b>	<b>-23,8</b>	<b>-0,5</b>

(\*) *Cash-flows* positivos correspondem a recebimentos nos derivativos enquanto *cash-flows* negativos correspondem a pagamentos efetuados.

Fonte: IGCP

## 4.2. Carteira de Derivados das EPR

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

Considerando que as EPR estão impedidas de obter financiamento em mercado, não têm sido contratados novos instrumentos financeiros derivativos de cobertura de risco. A única alteração que ocorreu em 2020 na carteira de derivativos deve-se ao facto de um dos derivativos do Metropolitano de Lisboa ter atingido a maturidade.

Neste contexto, existiam 12 instrumentos derivativos nas carteiras das EPR no final de 2020, com um valor de mercado de EUR -486,0 milhões e um valor contratual de EUR 563,9 milhões.

**Quadro 7 – Carteira de derivativos financeiros das EPR**

(EUR milhões)	Nº derivativos	Valor contratual	Valor de mercado		Cash-flow no período (*)	Resultado líquido
			31-dez-20	31-dez-19		
		(1)	(2)	(3)	(4)	(5) = (2) – (3) + (4)
Metropolitano de Lisboa	8	387,5	-272,4	-343,8	-158,8	-87,3
Metro do Porto	4	176,4	-213,7	-303,8	-95,0	-4,8
<b>Total</b>	<b>12</b>	<b>563,9</b>	<b>-486,0</b>	<b>-647,6</b>	<b>-253,7</b>	<b>-92,1</b>

(\*) *Cash-flows* positivos correspondem a recebimentos nos derivativos enquanto *cash-flows* negativos correspondem a pagamentos efetuados.

Fonte: Valorização efetuada pelo IGCP, com exceção do valor de um derivativo do Metropolitano de Lisboa em que é usada a valorização da contraparte.

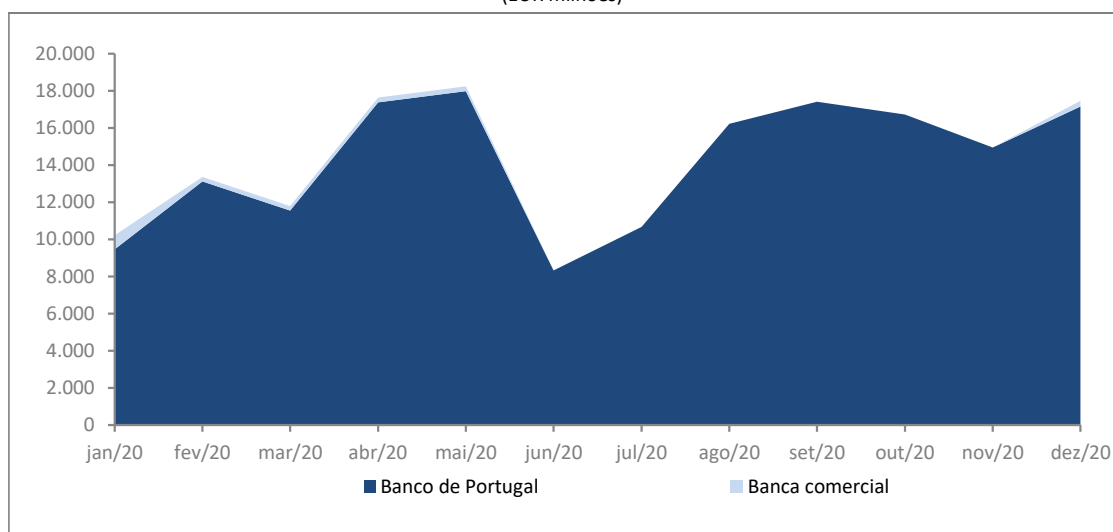
O resultado líquido desta carteira foi de EUR -92,1 milhões ao longo do ano, que é explicado sobretudo pela descida das taxas *swap* do euro. Contudo, o valor de mercado aumentou em cerca de EUR 161,6 milhões, o que reflete o resultado líquido e o valor de *cash-flows* pagos no ano (cerca de EUR 253,7 milhões).

## 4.3. Gestão da Tesouraria

Durante o ano de 2020 manteve-se como objetivo garantir a máxima liquidez nas disponibilidades do Estado pelo que, do universo de instrumentos disponíveis para a gestão de liquidez, continuaram a privilegiar-se as aplicações junto do Banco de Portugal.

**Gráfico 20 – Evolução do saldo de depósitos da Tesouraria Central do Estado**

(EUR milhões)



Fonte: IGCP

O custo de manutenção da posição de Tesouraria calculado com base no custo médio de BT e OT (ou apenas de BT) renovou os mínimos. Com efeito, apesar do aumento no saldo médio de depósitos relativamente ao ano anterior, justificado pelos motivos acima referidos em matéria de pré-financiamento e pela necessária prudência em 2020 mediante a incerteza e volatilidade acrescidas no contexto da pandemia, a República beneficiou também de condições de financiamento mais favoráveis comparativamente a 2019.

Por outro lado, calculando o custo de manutenção da posição de Tesouraria com base na taxa implícita do *stock* total de dívida, registou-se um ligeiro aumento entre 2019 e 2020, dado que a redução no custo da totalidade da dívida não foi tão marcada quanto a registada no financiamento anual.

**Quadro 8 – Estimativa do custo da posição de tesouraria**

(EUR milhões)

	Taxa implícita <i>stock</i> total <sup>(1)</sup>			Custo médio (BT+OT) <sup>(2)</sup>			Custo médio (BT) <sup>(3)</sup>		
	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020
Saldo médio de depósitos	13.441	11.606	14.009	13.441	11.606	14.009	13.441	11.606	14.009
Custo de financiamento da dívida/financiamento (%)	2,8%	2,5%	2,2%	0,9%	0,6%	0,3%	-0,3%	-0,4%	-0,4%
Custo médio do financiamento do saldo de Tesouraria	374	295	311	121	65	38	-44	-48	-56
Juros recebidos de aplicações de Tesouraria	1	-2	8	1	-2	8	1	-2	8
<b>Custo líquido do saldo de Tesouraria</b>	<b>374</b>	<b>293</b>	<b>319</b>	<b>122</b>	<b>63</b>	<b>46</b>	<b>-43</b>	<b>-49</b>	<b>-49</b>
Em % do saldo médio de depósitos	2,8%	2,5%	2,3%	0,9%	0,5%	0,3%	-0,3%	-0,4%	-0,3%
Em % do saldo médio da dívida direta do Estado	0,2%	0,1%	0,1%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Em % do PIB	0,2%	0,1%	0,2%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Notas: (1) Taxa de juro implícita 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. (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

#### 4.4. Indicadores de Custo

Em 31 de dezembro de 2020, o valor de mercado da carteira total de dívida direta do Estado<sup>23</sup> era de EUR 311.878 milhões, refletindo um prêmio de 15,1% em relação ao seu valor nominal. O cupão médio da carteira diminuiu ligeiramente em 2020 para 2,4%, enquanto a *yield* média diminuiu para 0,4%. O prazo médio de amortização da dívida diminuiu para 7,4 anos.

Quadro 9 – Indicadores de custo em fim de ano

	2018	2019	2020
<i>Outstanding</i> (EUR milhões)	244.916	250.309	267.955
Cupão Médio	2,9%	2,7%	2,4%
<i>Yield</i> Média	1,6%	0,7%	0,4%
Prazo Médio Amortização (anos)	7,8	7,5	7,4
Valor Mercado (EUR milhões)	271.630	289.688	311.878
Prêmio (incl. Juro Corrido)	9,4%	14,3%	15,1%

Notas: O cupão médio é calculado anualizando o juro corrido entre os dois últimos dias úteis do ano dividido pelo *outstanding* para o último dia útil. O indicador prêmio resulta de subtrair a unidade ao valor de mercado sem juro corrido dividido pelo *outstanding*. A *yield* média corresponde a considerar uma Obrigação do Tesouro 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 *outstanding*.

Fonte: IGCP

#### 4.5. 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 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.

<sup>23</sup> A dívida direta do Estado (compatível com a definição reportada no Boletim Mensal do IGCP e com a carteira considerada para efeitos dos indicadores de risco reportados trimestralmente ao *ESDM - Economic and Financial Committee's Sub-Committee on EU Sovereign Debt Markets*) não inclui as aplicações de tesouraria e inclui o numerário recebido nas contas-margem associadas a derivados financeiros e os títulos emitidos para entrega como colateral.

Tendo por base a previsão das necessidades de financiamento subjacente ao Orçamento do Estado para 2021, a posição da carteira no final de 2020, um cenário central para financiamento de 2021 e um conjunto de cenários simulados<sup>24</sup> para a dinâmica da curva das taxas de juro (BT e OT):

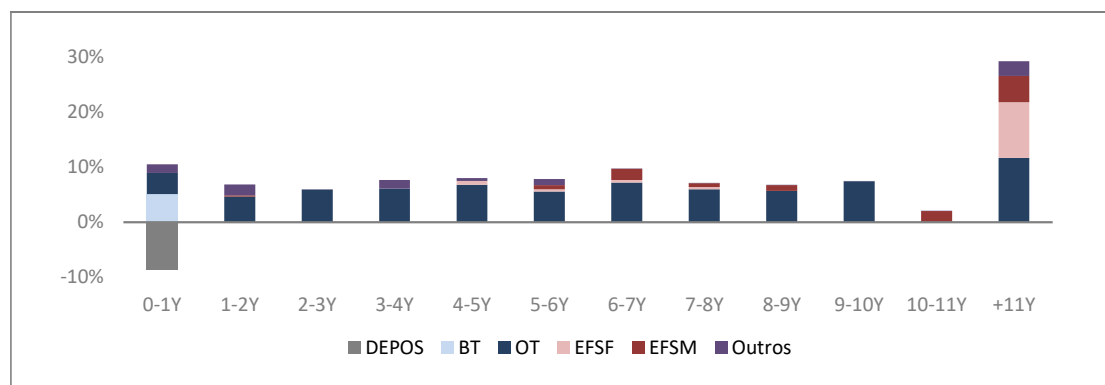
- O valor esperado dos encargos com a carteira para 2021 (apurados numa base de Contas Nacionais) é de EUR 5.553 milhões;
- Existirá uma probabilidade de apenas 5% de esse valor vir a exceder EUR 5.774 milhões (CaR absoluto), por efeito das variações das taxas de juro;
- O CaR relativo, para o mesmo nível de significância, é de EUR 221 milhões. Por comparação com o PIB, a probabilidade de, por via da variação das taxas de juro, o rácio do défice orçamental sobre o PIB vir a agravar-se em mais de 0,11 p.p. em 2021 é inferior a 5%.

### Risco de refinanciamento

A gestão da carteira de dívida pública tem em consideração, para além de variáveis de mercado (e.g. negociabilidade, liquidez, manutenção de uma curva *benchmark* da República), o controlo do perfil de refinanciamento, no sentido de evitar excessivas concentrações de amortizações que possam vir a onerar 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 2020, a carteira de dívida ajustada<sup>25</sup> apresentava o perfil de refinanciamento exposto na figura seguinte, cumprindo integralmente estes limites.

**Gráfico 21 – Perfil de refinanciamento da Carteira no final de 2020**



Fonte: IGCP

<sup>24</sup> Para a simulação dos cenários para a estrutura de prazos da taxa de juro, usou-se um modelo VAR (Vetor Autorregressivo) com 3 fatores obtidos por Análise das Componentes Principais.

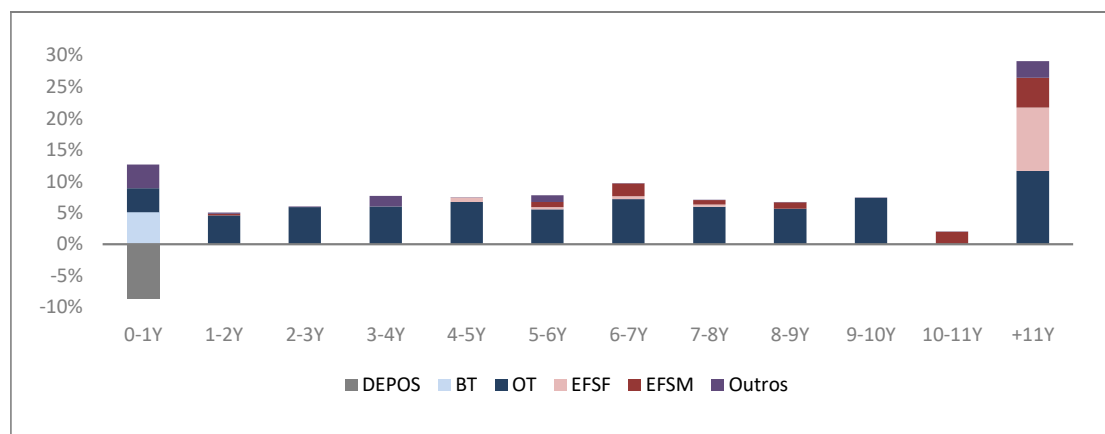
<sup>25</sup> A carteira de dívida ajustada refere-se ao conjunto dos instrumentos que constituem a carteira da dívida direta do Estado incluindo derivados financeiros, mas excluindo a dívida de retalho e os instrumentos CEDIC e CEDIM.

## Risco de taxa de juro

A duração modificada<sup>26</sup> da carteira de dívida total e da carteira de dívida ajustada situava-se no final de 2020 em 5,71 e 6,30, respetivamente. Durante o ano de 2020, a duração da carteira ajustada foi sempre superior ao limite mínimo estabelecido de 4,0.

No final de 2020, a carteira apresentava o perfil de *refixing* (i.e. percentagem do valor nominal da carteira ajustada a refixar ou vencer, por prazos) evidenciado na figura seguinte.

Gráfico 22 – Perfil de *refixing* no final de 2020



Fonte: IGCP

## Risco de taxa de câmbio

No final de 2020, a exposição cambial primária (i.e. não incluindo operações de cobertura) representava 1,86% do total da carteira de dívida ajustada, valor largamente inferior ao limite de 20% fixado nas *guidelines*. Esta exposição é resultado das obrigações emitidas em moeda estrangeira com saldo vivo nessa data (USD e CNY).

No final do ano a exposição cambial líquida, por sua vez, era de 0% (i.e. após *swaps* e *forwards* de cobertura).

## 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.

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

<sup>26</sup> A duração modificada mede a elasticidade do valor de mercado da carteira à variação das taxas de mercado.

componentes deve ser subtraído o valor de mercado do colateral recebido ou entregue ao abrigo do CSA.

Ao longo de 2020, a exposição a risco de crédito da carteira de derivativos manteve-se sempre abaixo do limite global estabelecido em 3% do valor da carteira ajustada. No final do ano, a exposição correspondia a 0,08% do valor da carteira ajustada, ou seja, aquele limite estava ocupado em 2,60%.

**Quadro 10 – Indicadores de risco em fim de ano**

	2018	2019	2020
Exposição Cambial Primária (% carteira ajustada)	2,04%	2,12%	1,86%
Exposição Cambial Líquida (% carteira ajustada)	0,00%	0,00%	0,00%
Duração Carteira Total (anos)	5,07	5,42	5,71
Duração Carteira Ajustada (anos)	5,69	6,07	6,30

Fonte: IGCP