

Em 2021 foi medida a satisfação dos serviços e entidades públicas, nomeadamente ao nível dos serviços bancários prestados através do IB, a qual, no âmbito do inquérito de satisfação realizado no ano em reporte, passou de 73%, em 2017, para 93%, em 2021.

4. Gestão da Carteira e dos Limites de Risco

4.1. Gestão da Carteira de Derivados do Estado

As operações de derivados executadas em 2021 tiveram como principal objetivo assegurar a cobertura cambial da carteira. As transações executadas corresponderam sobretudo a desfazer posições existentes sobre taxa de câmbio, na sequência das operações de recompra das obrigações denominadas em dólares em julho e outubro.

A carteira de derivados obteve um resultado líquido de EUR 762,6 milhões ao longo do ano, que é explicado sobretudo pelo efeito positivo da valorização do dólar face ao euro no valor de mercado dos instrumentos de cobertura cambial (*cross-currency swaps* e *FX swaps*) associados a emissões de dívida em USD e CNY. Também o resultado dos derivados de taxa de juro foi positivo devido ao aumento, face a 2020, das taxas de longo prazo (em 2021 atingiram a maturidade as *swaptions* que foram contratadas pelo IGCP em 2009 como cobertura de taxas de juro a 30 anos).

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 derivados financeiros pela STCP até 31 de dezembro de 2019. No final de 2021, apenas um derivado assinado pela empresa permanecia vivo, com vencimento em junho de 2022 e um valor de mercado de EUR -16,6 milhões.

Quadro 5 – Variação da carteira de instrumentos financeiros derivados

| (EUR milhões) | Valor de Mercado | | Cash-flow no período (*) | Resultado líquido |
|-----------------------|------------------|---------------|--------------------------|-----------------------|
| | 31-dez-21 | 31-dez-20 | | |
| | (1) | (2) | (3) | (4) = (1) - (2) + (3) |
| Taxa de juro | -32,1 | -430,5 | -313,7 | 84,7 |
| <i>IRS</i> | -32,1 | -3,0 | 30,1 | 1,0 |
| <i>Swaptions</i> | 0,0 | -427,6 | -343,9 | 83,7 |
| Taxa de câmbio | 535,5 | 393,4 | 535,8 | 677,9 |
| <i>CCIRS</i> | 535,5 | 425,3 | 454,1 | 564,4 |
| <i>FX swaps</i> | 0,0 | -31,8 | 81,8 | 113,6 |
| Total | 503,4 | -37,1 | 222,1 | 762,6 |
| Derivado STCP | -16,6 | -41,6 | -13,8 | 13,2 |

(*) *Cashflows* positivos correspondem a recebimentos nos derivados enquanto *cashflows* 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 derivados 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 derivados de cobertura de risco. A 31 de dezembro de 2021, permaneciam vivos 12 instrumentos derivados nas carteiras das EPR, com um valor de mercado de EUR -232,3 milhões e um valor contratual de EUR 524,2 milhões.

Quadro 6 – Carteira de derivados financeiros das EPR

| (EUR milhões) | Nº derivados | Valor contratual | Valor de mercado | | Cash-flow no período (*) | Resultado líquido |
|-------------------------|--------------|------------------|------------------|---------------|--------------------------|---------------------------|
| | | | 31-dez-21 | 31-dez-20 | | |
| | | | (1) | (2) | (3) | (4) (5) = (2) - (3) + (4) |
| Metropolitano de Lisboa | 8 | 348,5 | -122,0 | -272,4 | -94,4 | 56,0 |
| Metro do Porto | 4 | 168,1 | -110,4 | -213,7 | -100,6 | 2,7 |
| Total | 12 | 516,6 | -232,3 | -486,0 | -195,0 | 58,7 |

(*) *Cashflows* positivos correspondem a recebimentos nos derivados enquanto *cashflows* negativos correspondem a pagamentos efetuados.

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

O resultado líquido desta carteira foi de EUR 58,7 milhões ao longo do ano, que é explicado sobretudo pela subida das taxas *swap* do euro, em particular nos prazos mais longos, assim como da respetiva volatilidade.

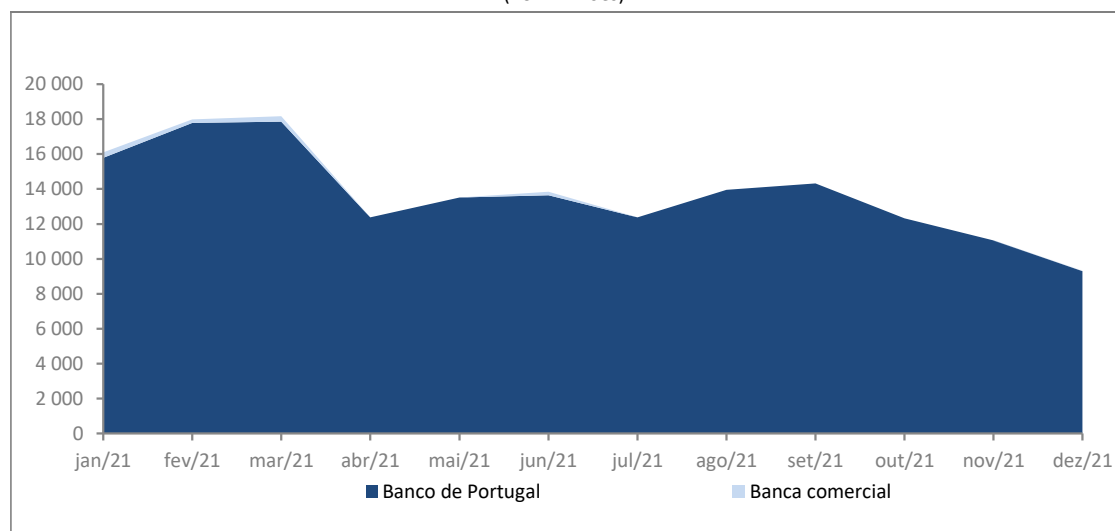
4.3. Gestão da Tesouraria

Durante o ano de 2021 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.

No final do ano de 2021, a posição de tesouraria do Estado equivalia a 8,8 mil milhões de euros, o que compara com um valor de 17,0 mil milhões de euros no final o ano anterior. A redução do saldo de tesouraria ao longo de 2021 reflete o maior recurso a depósitos na satisfação das necessidades de financiamento do Estado, conforme já mencionado anteriormente.

Gráfico 19 – 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) voltou a renovar os mínimos beneficiando simultaneamente da redução do custo de financiamento da dívida (independentemente da metodologia de cálculo considerada) e da redução gradual do saldo médio de tesouraria ao longo do tempo.

Quadro 7 – 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⁾ | | |
|---|--|------------|------------|------------------------------------|-----------|-----------|---------------------------------|------------|------------|
| | 2019 | 2020 | 2021 | 2019 | 2020 | 2021 | 2019 | 2020 | 2021 |
| Saldo médio de depósitos | 11 606 | 14 009 | 13 850 | 11 606 | 14 009 | 13 850 | 11 606 | 14 009 | 13 850 |
| Custo de financiamento da dívida/financiamento (%) | 2,5% | 2,2% | 1,9% | 0,6% | 0,3% | 0,2% | -0,4% | -0,4% | -0,5% |
| Custo médio do financiamento do saldo de Tesouraria | 294 | 311 | 266 | 65 | 38 | 26 | -48 | -56 | -76 |
| Juros recebidos de aplicações de Tesouraria | -2 | 8 | 14 | -2 | 8 | 14 | -2 | 8 | 14 |
| Custo líquido do saldo de Tesouraria | 293 | 318 | 280 | 63 | 46 | 39 | -49 | -49 | -62 |
| Em % do saldo médio de depósitos | 2,5% | 2,3% | 2,0% | 0,5% | 0,3% | 0,3% | -0,4% | -0,3% | -0,4% |
| Em % do saldo médio da dívida direta do Estado | 0,1% | 0,1% | 0,1% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Em % do PIB | 0,1% | 0,2% | 0,1% | 0,0% | 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 2021, o valor de mercado da carteira total de dívida direta do Estado¹³ era de EUR 310.492 milhões, refletindo um prémio de 10,7% em relação ao seu valor nominal. O cupão médio da carteira diminuiu ligeiramente em 2021 para 2,0%, enquanto a *yield* média aumentou para 0,5%. O prazo médio de amortização da dívida manteve-se em 7,4 anos.

Quadro 8 – Indicadores¹⁴ de custo em fim de ano (EUR milhões)

| | 2019 | 2020 | 2021 |
|--------------------------------|---------|---------|---------|
| Valor nominal | 250.309 | 267.955 | 277.976 |
| Cupão Médio | 2,7% | 2,4% | 2,0% |
| <i>Yield</i> Média | 0,7% | 0,4% | 0,5% |
| Prazo Médio Amortização (anos) | 7,5 | 7,4 | 7,4 |
| Valor Mercado | 289.688 | 311.878 | 310.492 |
| Prémio (incl. Juro Corrido) | 14,3% | 15,1% | 10,7% |

Fonte: IGCP

¹³ A dívida direta do Estado considerada é compatível 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*) e com o *stock* de dívida total após cobertura cambial reportada no Boletim Mensal do IGCP e, como tal, 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.

¹⁴ 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 prémio 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*.

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.

Tendo por base a previsão das necessidades de financiamento subjacente à proposta de Orçamento do Estado para 2022, a posição da carteira no final de 2021, um cenário central para financiamento de 2022 e um conjunto de cenários simulados¹⁵ para a dinâmica da curva das taxas de juro (BT e OT):

- O valor esperado dos encargos com a carteira para 2022 (apurados numa base de Contas Nacionais) é de EUR 5.213 milhões;
- Existirá uma probabilidade de apenas 5% de esse valor vir a exceder EUR 5.370 milhões (CaR absoluto), por efeito das variações das taxas de juro.
- O CaR relativo, para o mesmo nível de significância, é de EUR 157 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 0,08 p.p. em 2022 é inferior a 5%.

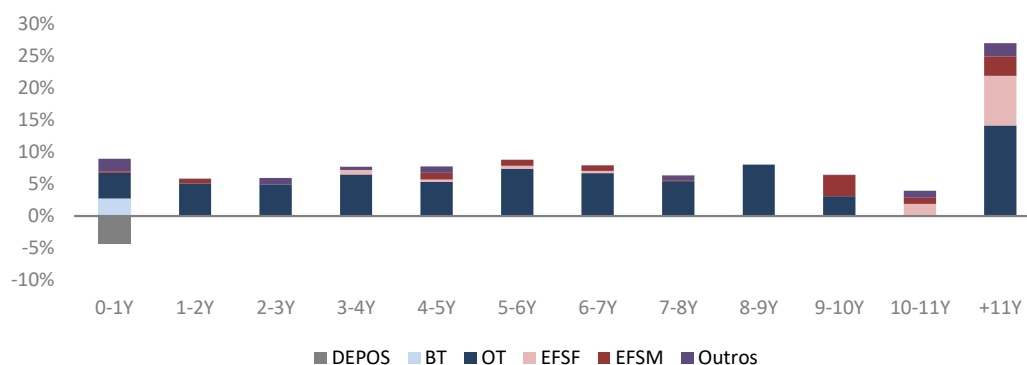
Risco de refinanciamento

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 2021, a carteira ajustada apresentava o perfil de refinanciamento apresentado na figura seguinte, cumprindo integralmente estes limites.

¹⁵ 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.

Gráfico 20 – Perfil de refinanciamento da Carteira no final de 2021



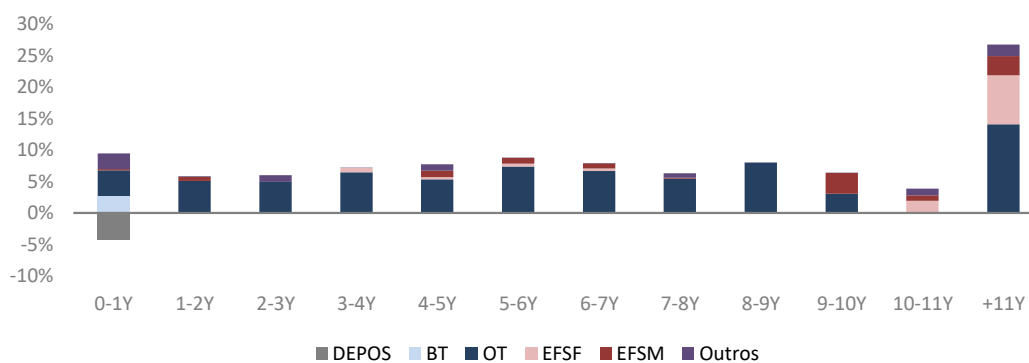
Fonte: IGCP

Risco de taxa de juro

A duração modificada¹⁶ da carteira de dívida total e ajustada situava-se no final de 2021 em 5,65 e 6,43, respetivamente. Durante o ano de 2021, a duração da carteira ajustada foi sempre superior ao limite mínimo estabelecido de 4,0.

No final de 2021, 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 21 – Perfil de refixing no final de 2021



Fonte: IGCP

¹⁶ A 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 2021, a exposição cambial primária (i.e. não incluindo operações de cobertura) representava 1,36% 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 (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 exposição a risco de crédito por parte da República decorre da contratação de operações com instrumentos derivados, acordos de recompra (*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 componentes deve ser subtraído o valor de mercado do colateral recebido ou entregue ao abrigo do CSA.

Ao longo de 2021, 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 do ano, a exposição correspondia a 0,04% do valor da carteira ajustada, ou seja, aquele limite estava ocupado em 1,24%.

Quadro 9 – Indicadores de risco em fim de ano (EUR milhões)

| | 2019 | 2020 | 2021 |
|--|-------|-------|-------|
| Exposição Cambial Primária (% carteira ajustada) | 2,12% | 1,86% | 1,36% |
| Exposição Cambial Líquida (% carteira ajustada) | 0,00% | 0,00% | 0,00% |
| Duração Carteira Total (anos) | 5,42 | 5,71 | 5,65 |
| Duração Carteira Ajustada (anos) | 6,07 | 6,30 | 6,43 |

Fonte: IGCP