

PORTUGAL – GESTÃO DA DÍVIDA PÚBLICA¹

GOVERNANCE E ENQUADRAMENTO INSTITUCIONAL

O enquadramento da gestão da dívida pública portuguesa conheceu nos últimos anos mudanças importantes, em resultado da integração de Portugal na União Económica e Monetária. Ao adoptar o Euro como moeda nacional, o país passou a beneficiar da credibilidade de uma política monetária definida a nível da UE e da disciplina orçamental exigida aos membros da UE. Por outro lado, diminuíram as restrições impostas pela execução da política monetária à gestão da dívida pública e o país ganhou acesso a um mercado financeiro "doméstico" muito mais alargado – o mercado de dívida do Euro. Portugal perdeu contudo a sua posição privilegiada de emitente de referência no mercado do Escudo, tornando-se um pequeno emitente num mercado alargado, que tem de concorrer com outros emitentes soberanos pela mesma base de investidores.

Na segunda metade dos anos noventa, e em antecipação destas alterações, foram implementadas reformas importantes com o objectivo de desenvolver condições para uma gestão da dívida pública mais eficiente neste novo ambiente. A nível institucional, estas reformas incluíram a criação em 1996 de uma agência de dívida autónoma – o IGCP – a publicação de uma nova Lei Quadro da Dívida Pública (aprovada pela Assembleia da República em 1998) e a aprovação, pelo Governo, de Orientações formais para a gestão da dívida pública (*guidelines*) em 1999.

Objectivos da gestão da dívida

Os objectivos estratégicos a serem prosseguidos pela gestão da dívida pública e no financiamento do Estado foram explicitados pela nova Lei Quadro da Dívida Pública, que estabelece que estas actividades deverão garantir os recursos financeiros necessários para a execução do Orçamento de Estado e ser conduzidas de forma a:

- Minimizar os custos directos e indirectos da dívida pública numa perspectiva de longo prazo;
- Garantir uma distribuição equilibrada dos custos da dívida pelos vários orçamentos anuais;
- Prevenir uma excessiva concentração temporal das amortizações;
- Evitar riscos excessivos;
- Promover um equilibrado e eficiente funcionamento dos mercados financeiros.

¹ Documento elaborado pelo IGCP por solicitação do Fundo Monetário Internacional a incluir numa publicação sobre dívida pública. Este documento foi concluído em Maio de 2002.

A minimização dos custos da dívida era já um objectivo implícito da gestão da dívida antes da aprovação da nova Lei Quadro. A publicação desta Lei constituiu, contudo, um passo importante na medida em que permitiu formalizar estes objectivos, clarificar que a minimização de custos deve ser prosseguida numa perspectiva de longo prazo e introduzir uma referência explícita à limitação do risco, nomeadamente o risco de refinanciamento e da volatilidade do custo da dívida ao longo do tempo.

O objectivo de promover um funcionamento equilibrado e eficiente do mercado financeiro doméstico era particularmente importante antes da criação da União Económica e Monetária, num contexto em que a maior parte da dívida era denominada em Escudos e colocada no mercado doméstico. A partir do momento em que o Escudo integrou o Euro, a criação e manutenção de uma curva de rendimentos *benchmark* para apoiar o mercado de capitais do Escudo perdeu relevância.

As Orientações para a Gestão da Dívida, aprovadas pelo Ministro das Finanças no final de 1998, e em vigor desde 1999, adoptaram um modelo para a gestão do risco e transpuseram o objectivo estratégico de minimização dos custos da dívida para a definição de um *benchmark*, que tem servido, desde então, como referência para a gestão da dívida.

A abordagem da gestão de risco tem quatro componentes básicas: (1) adopção de um modelo consistente para o desenvolvimento de um mercado primário e secundário para a dívida pública portuguesa; (2) desenvolvimento e implementação de orientações claras de gestão da dívida e avaliação do risco/*performance* (*benchmark*); (3) investimento em sistemas informáticos para apoiar adequadamente as decisões de gestão, reduzir o risco operacional e aumentar a transparência, melhorando a disponibilidade e qualidade da informação sobre operações; e (4) desenvolvimento e implementação de um manual de procedimentos operacionais abrangente para reduzir o risco operacional e apoiar a auditoria interna e externa.

Âmbito da gestão da dívida

A gestão da dívida inclui a emissão de instrumentos de dívida, a execução de operações de reporte e de outras transacções financeiras com o objectivo de ajustar a estrutura da carteira de dívida.

Não existem limitações na Lei Quadro quanto à natureza dos instrumentos de financiamento que podem ser usados para a captação de recursos. Contudo, a preocupação com a liquidez da dívida pública levou à concentração progressiva da actividade de financiamento na emissão de um número restrito de Obrigações do Tesouro a taxa fixa (OT) e de papel comercial. Por outro lado, a emissão de Certificados de Aforro, um instrumento de retalho subscrito por investidores individuais numa base contínua, mantém-se como uma importante fonte de financiamento.

As operações de reporte são efectuadas no âmbito de uma facilidade ("janela") de último recurso criada no ano 2000 para apoiar as obrigações de cotação dos Operadores Especializados em Valores do Tesouro (OEVT) no mercado secundário das OT.

Para ajustar o perfil de amortizações da dívida pública, a Lei Quadro inclui, no âmbito das operações autorizadas aos gestores de dívida, o reembolso antecipado e a recompra de dívida existente e a troca directa de títulos. Desde 2000, este tipo de operações tem sido usado de forma mais intensiva, também com o objectivo de promover a liquidez do mercado de Obrigações do Tesouro, através da concentração da dívida existente em emissões de maior dimensão e liquidez.

A Lei Quadro inclui ainda, no âmbito da gestão da dívida, a contratação de derivados financeiros, nomeadamente *swaps* de taxa de juro e de moeda, operações a prazo (*forwards*), futuros e opções. Estas transacções deverão destinar-se à cobertura de riscos existentes e têm, por isso, de estar ligadas aos instrumentos subjacentes na carteira de dívida. Os *swaps* e os *forwards* cambiais têm sido os instrumentos mais usados para este fim.

As responsabilidades contingentes são monitorizadas pela Direcção-Geral do Tesouro (DGT), no Ministério das Finanças, e não são nesta fase tomadas em consideração nas decisões de gestão de dívida, embora esta situação devesse ser analisada no futuro, no sentido de as incluir no âmbito da gestão do risco. O IGCP é apenas responsável pela gestão da dívida directa do Estado, embora seja também responsável por avaliar as condições financeiras da dívida garantida pelo Estado e da dívida emitida por serviços e fundos públicos com autonomia administrativa e financeira².

No âmbito das actividades do IGCP não está, para já, incluído a aplicação de eventuais excedentes da tesouraria central do Estado, que é também da responsabilidade da DGT³. A troca de informação sobre políticas e fluxos de tesouraria previstos, entre o IGCP e a DGT, é feita numa base permanente de forma a coordenar eficazmente o financiamento com o investimento dos excedentes.

Enquadramento legal

O enquadramento legal que regula a emissão de dívida do Estado e a gestão de dívida pública inclui, como principais instrumentos legais, a Lei Quadro da Dívida, a Lei do Orçamento anual e o Decreto-Lei que regula a actividade do IGCP. De acordo com estes diplomas, o IGCP é responsável por negociar e executar todas as operações financeiras relacionadas com a emissão de dívida directa do Estado e com a gestão da carteira de dívida, de acordo com as Orientações aprovadas pelo Ministro das Finanças.

² Acima de um limite definido anualmente.

³ O Decreto-Lei que criou o IGCP reconhecia a importância de uma maior integração entre a gestão da tesouraria e a gestão da dívida, estando em análise uma integração formal desta natureza.

A Lei Quadro da Dívida Pública estabelece que o financiamento do Estado tem de ser autorizado pela Assembleia da República. A lei do Orçamento anual fixa limites para os montantes de financiamento que o Governo está autorizado a contratar durante o ano (em termos de financiamento líquido), podendo ainda definir valores máximos para a dívida a ser emitida e limites à exposição cambial e à dívida a taxa variável.

As decisões sobre os instrumentos de dívida a serem usados anualmente no financiamento do Estado, e seus respectivos limites de financiamento bruto, são aprovadas pelo Governo através de uma Resolução do Conselho de Ministros.

O Ministro das Finanças tem poderes para definir orientações específicas para serem seguidas pelo IGCP na execução da política de financiamento aprovada pelo Governo e na contratação de outras operações relacionadas com a recompra de títulos e a gestão activa da carteira de dívida.

Através da adopção de uma estrutura *benchmark* de longo prazo para a composição da carteira de dívida, que reflecte objectivos escolhidos para a duração e o perfil de amortizações e de *refixings*, foram formalizadas orientações permanentes do Ministro das Finanças. Este *benchmark* foi definido como a referência para a avaliação do custo/*performance* da carteira de dívida real e para a definição de limites aos riscos de taxa de juro, cambial e de refinanciamento que esta carteira poderá assumir.

Anualmente, são formalizadas orientações específicas do Ministro das Finanças através da aprovação de um programa de financiamento do ano, que inclui as linhas gerais da estratégia de financiamento, nomeadamente instrumentos, maturidades, *timings* e procedimentos de colocação a serem usados, e ainda medidas a serem tomadas relativamente ao *marketing* da dívida e ao relacionamento com os OEVT e outros intermediários financeiros. O Ministro das Finanças aprova ainda orientações específicas para serem seguidas durante o ano, por exemplo, relativamente às recompras de dívida (instrumentos, procedimentos e montantes) e às operações de reporte.

Aspectos organizacionais

As actividades operacionais associadas à gestão da dívida do Estado, incluindo o serviço da dívida, estão centralizadas no IGCP desde 1997. Anteriormente, estas actividades eram da responsabilidade de dois departamentos no Ministério das Finanças: a Direcção-Geral do Tesouro, responsável pela gestão da dívida externa e pela emissão de Bilhetes do Tesouro, e a Junta do Crédito Público, responsável pela gestão da dívida doméstica (excluindo os Bilhetes do Tesouro).

Actualmente o IGCP tem poderes para negociar e contratar todas as operações financeiras relacionadas com a emissão de dívida do Estado e com a gestão activa da carteira de dívida, de acordo com as orientações aprovadas pelo Ministro das Finanças.

O Conselho Directivo do IGCP é composto por 3 membros, nomeados pelo Conselho de Ministros por um período de 3 anos, que reportam ao Ministro das Finanças.

A assessoria em questões estratégicas é prestada por um Conselho Consultivo, composto pelo Presidente do Conselho Directivo, um membro do Conselho de Administração do Banco de Portugal e quatro especialistas em questões económicas e financeiras, nomeados pelo Conselho de Ministros.

Existe ainda uma Comissão de Fiscalização, composta por um presidente e dois vogais (um dos quais revisor oficial de contas) nomeados pelo Ministro das Finanças, sendo o presidente indicado pela Inspeção-Geral de Finanças, que é responsável pelo acompanhamento e controlo da gestão financeira do IGCP e pela supervisão dos procedimentos contabilísticos.

A estrutura do IGCP está organizada de forma a permitir a utilização dos seus recursos de forma flexível, nomeadamente recorrendo a equipas de projecto. Após alguns ajustamentos iniciais, esta estrutura está estabilizada desde 1998. A estrutura organizacional compreende o Conselho Directivo, 2 áreas, 5 unidades técnicas e 4 unidades operacionais, num total de 65 pessoas.

A Área de Gestão da Dívida é responsável por todos os aspectos relacionados com a definição das políticas de financiamento e de gestão da carteira de dívida, com o acompanhamento do mercado secundário, com o relacionamento com os OEVT e outros intermediários financeiros, com a negociação e colocação de dívida não destinada ao retalho, e com a gestão activa da carteira. Esta área compreende duas unidades técnicas: o Núcleo da Sala de Mercados e o Núcleo de Emissões e Mercados.

A Área de Operações é responsável por questões relacionadas com a confirmação e liquidação de operações por grosso executadas pela Sala de Mercados, com a contabilidade da dívida e com procedimentos associados à retenção de imposto sobre juros da dívida. É ainda responsável pela emissão e amortização de Certificados de Aforro e pelo serviço da dívida de outros instrumentos de retalho, bem como acompanhar as actividade dos Correios, que actuam como agentes na venda e reembolso de Certificados de Aforro. Esta área compreende 3 unidades operacionais: o Serviço de Acompanhamento de Operações, o Serviço de Processamento e Contabilidade e o Serviço de Dívida de Retalho.

As restantes quatro unidades reportam directamente ao Conselho Directivo: o Núcleo de Controlo Financeiro, que é responsável por todos os aspectos relacionados com a avaliação do risco e da *performance*, com o controlo interno, com a definição de procedimentos e com a auditoria interna; o Gabinete de Estudos, que produz análises económicas e relatórios para o exterior e formula cenários macroeconómicos; o Núcleo de Sistemas de Informação e Informática, responsável pelo funcionamento e manutenção dos sistemas informáticos; e o Serviço de Gestão Administrativa, que é responsável por todos os assuntos internos – recursos humanos, compras, instalações, etc.

Existe ainda um Comité de Mercados, composto pelos membros do Conselho Directivo, pelos coordenadores das Áreas de Gestão da Dívida e de Operações e pelos coordenadores do Gabinete de Estudos e dos Núcleos de Controlo Financeiro, da Sala de Mercados e de

Emissões e Mercados, que se reúne uma vez por semana para analisar a evolução dos mercados, as previsões de tesouraria, a posição da carteira real face ao *benchmark* e para definir orientações a seguir durante a semana.

Para permitir ao IGCP recrutar e manter técnicos qualificados, foram tidos em consideração alguns aspectos legais: a possibilidade de contratar pessoas não como funcionários públicos mas ao abrigo da lei geral do trabalho e um elevado grau de autonomia administrativa e financeira, com o orçamento anual aprovado pelo Ministro das Finanças. As orientações para a política de remunerações do pessoal aprovadas pelo Ministro das Finanças baseiam-se na necessidade de manter competitividade face ao sector bancário. Foi também previsto um orçamento adequado, que permitiu nomeadamente o fornecimento de recursos financeiros necessários para adquirir e actualizar os sistemas de informação.

Desde a criação do IGCP em 1997 existe uma grande preocupação com a transparência. As principais funções estão actualmente consagradas em procedimentos internos escritos, que incluem a delegação de poderes e o papel de cada unidade na estrutura organizacional.

Um relatório trimestral detalhado é submetido ao Ministro das Finanças, descrevendo todas as transacções efectuadas durante o período e apresentando os valores de custo e risco da carteira de dívida face ao *benchmark*. Anualmente é publicado um relatório das actividades desenvolvidas durante o ano e que apresenta a contabilidade financeira da dívida.

O Tribunal de Contas (organismo responsável pela auditoria do sector público) é responsável por verificar as actividades do IGCP, incluindo a contabilidade financeira da dívida e o cumprimento das orientações e limites definidos pela Assembleia da República e pelo Governo. Esta auditoria foi recentemente alargada aos procedimentos internos e ao relatório trimestral apresentado ao Ministro das Finanças.

ENQUADRAMENTO DA GESTÃO DE RISCO

Principais Variáveis de Risco

Desde a criação do IGCP foi desenvolvido um esforço significativo para identificar (e, sempre que possível, quantificar) os tipos de risco relevantes para a gestão da dívida pública⁴.

Em primeiro lugar, e acima de tudo, o IGCP tem por missão garantir a satisfação das necessidades de financiamento anuais do Estado. Para minimizar, enquanto gestor de dívida, o risco de ser incapaz de garantir este financiamento, existem 2 áreas de acção

principais: (1) o desenvolvimento de um mercado de dívida pública eficiente; e (2) o alisamento do perfil de amortizações da carteira de dívida.

Assim, no que diz respeito à gestão de risco, foi atribuída uma prioridade elevada à minimização do risco de refinanciamento⁵, apesar da "segurança" que oferece a profundidade e liquidez do mercado de capitais do euro. As restrições impostas a este nível assumem uma importância crescente, dada a exigência permanente do mercado por obrigações líquidas (que implica emissões de maior dimensão). A conciliação destas duas exigências contraditórias tem sido parcialmente conseguida através do investimento na eficiência dos mercados primário e secundário (procurando basicamente compensar a falta de dimensão com uma maior eficiência) e da implementação de outros métodos de gestão do perfil de amortizações (para além do programa de financiamento), nomeadamente através de programas de recompras de dívida.

Sujeito a estas restrições, o gestor de dívida tem por objectivo geral minimizar o custo de longo prazo da dívida, sem incorrer em riscos excessivos.

Neste contexto, o principal risco para um gestor de dívida (pública) foi avaliado pelo IGCP como sendo o impacte da volatilidade das variáveis financeiras na volatilidade do orçamento (via alterações no custo do serviço da dívida), reduzindo desta forma a margem de manobra da política orçamental. O risco é por isso mais correctamente avaliado numa base de *cash-flow*, em vez de numa base de *value-at-risk*, como é normalmente avaliado pelos gestores de activos.

À semelhança de muitos outros emitentes soberanos, o IGCP está a trabalhar no desenvolvimento e implementação de um indicador integrado de *Budget-at-Risk (BaR)* para a carteira de dívida. Enquanto este processo não estiver concluído e testado, o risco de *cash-flow* é medido através de uma combinação de indicadores, nomeadamente a duração, o perfil de *refixing* e a exposição cambial. A duração tem a vantagem de ser uma medida *standard* de mercado, para além de funcionar como uma *proxy* para o grau de imunização do custo *cash-flow* aos movimentos da taxa de juro. Esta medida é complementada com o perfil de *refixing*, que traduz a exposição da carteira aos diferentes segmentos da curva de rendimentos, dando uma imagem mais abrangente do risco de taxa de juro total do que um único valor para a duração. Finalmente, o risco cambial: que se reduziu significativamente desde 1999, com a introdução do Euro – sendo actualmente quase negligenciável – e que é medido pela percentagem de dívida denominada em moeda estrangeira.

O risco de crédito não é necessariamente inerente a uma carteira de dívida e resulta da eventual necessidade de obter uma estrutura da carteira que não seja possível atingir (por

⁴ E, para este efeito, o processo de aprendizagem associado à modelização de uma carteira *benchmark* teve um contributo essencial, tornando este projecto de *per se* um investimento recompensador.

⁵ Isto é, o risco de ser incapaz de fazer o *roll over* da dívida vencida a preços próximos dos anteriores níveis de mercado ou, no limite, a qualquer preço.

qualquer motivo) através de operações de financiamento. Num contexto de gestão pura de passivos⁶, só existe risco de crédito quando se usam instrumentos derivados. O IGCP mede este tipo de risco com uma versão adaptada do modelo do *BIS*, e controla-o através de critérios exigentes para aprovação de contrapartes (incluindo níveis de *rating*, atribuição de limites e negociação de acordos ISDA). A utilização de colateral como forma de cobrir parcialmente o risco de crédito também já foi aprovada e deverá ser implementada durante 2002.

Finalmente, nas suas actividades de gestão de dívida, o IGCP incorre em risco operacional. Este último tipo de risco não é medido de forma explícita mas está subjacente a diversas medidas de política. Este risco foi pela primeira vez tomado em consideração aquando da criação do IGCP, tendo conduzido à escolha de uma estrutura organizacional baseada na estrutura *standard* do sector financeiro, que inclui áreas de *front-office*, *middle-office* e *back-office* com funções e responsabilidades claramente segregadas. Desde então, esta questão tem merecido uma atenção especial, através de 3 iniciativas principais: um investimento significativo em tecnologias de informação (incluindo a aquisição de um sistema de gestão da informação), seguido do desenvolvimento de um manual de procedimentos operacionais interno e, finalmente, pelo investimento em recursos humanos especializados. Estas medidas serão complementadas no futuro com a auditoria interna, para além da auditoria externa que já é feita pelo Tribunal de Contas.

Orientações para a gestão e carteira *benchmark*

O mandato para a gestão da carteira (de dívida) atribuído pelo Ministro das Finanças ao IGCP foi formalizado em 1998 com a aprovação de orientações para a gestão da dívida e de uma carteira de referência (*benchmark*).

O *benchmark* deve reflectir os objectivos de longo prazo do detentor da carteira⁷ em termos de perfil de risco e nível de custo esperado, incorporados numa estratégia de financiamento e na estrutura de carteira resultante.

O principal objectivo da adopção de um *benchmark* pelo IGCP foi o de ter uma referência quantificável do objectivo de longo prazo para a estrutura da carteira, com base na convicção de que este tipo de orientação aumentaria a consistência entre as decisões de gestão de dívida diárias e os objectivos de longo prazo.

Por outro lado, o facto do IGCP ter sido criado como uma entidade independente aumentou a necessidade de um instrumento que permitisse uma avaliação objectiva dos resultados da gestão (*accountability*). Este facto influenciou a decisão de adoptar um *benchmark* também para efeitos de avaliação da *performance*.

Isto só foi possível, é importante sublinhar, dado o contexto específico em que o IGCP opera desde 1999, com a primeira fase da União Económica e Monetária. A partir de 1999

⁶ Não considerando a função de gestão de tesouraria, nem a componente de "crédito" do risco de *settlement*.

⁷ Isto é, o Governo (Ministro das Finanças), actuando em nome dos contribuintes.

o mercado de capitais do Euro tornou-se o mercado "doméstico" relevante, onde Portugal é um interveniente suficientemente pequeno para que as suas transacções não tenham um impacto significativo e sejam interpretadas pelos participantes do mercado como meras decisões de gestão de carteira. Neste contexto, as decisões de financiamento e de desenvolvimento do mercado podem ser separadas das decisões de gestão de carteira, através da utilização de derivados, tornando útil e razoável a utilização de um *benchmark* para avaliar a *performance*.

A determinação desta carteira *benchmark* foi baseada num modelo misto de simulação/optimização, em que as principais variáveis de decisão foram o custo e o risco *cash-flow*, com a restrição de tratar de forma explícita o risco de refinanciamento (as outras componentes de risco foram analisadas para todas as soluções possíveis, mas não foram impostos limites sobre elas no modelo). Foi depois seleccionado um conjunto restrito das melhores soluções do modelo, de acordo com níveis de eficiência de cada solução e da sua robustez a alterações nas principais hipóteses do modelo (cenários macroeconómicos e de taxas de juro⁸).

A escolha final de uma solução, entre o subconjunto de possibilidades eficientes e robustas, foi determinada pela conjunção de 3 factores:

- *Trade-off* entre risco/custo *cash-flow*;
- Comparação dos valores de risco resultantes (especialmente o risco de taxa de juro) com valores equivalentes para outros soberanos da área do euro;
- Restrições de mercado (a estratégia de financiamento associada à carteira *benchmark* teve que ser formulada como uma estratégia exequível para um emitente soberano da área do euro – atributo de replicabilidade).

Neste contexto, as decisões de gestão adoptadas através da combinação de operações de financiamento e de derivados têm por objectivo um determinado posicionamento relativo face ao *benchmark*, em termos de risco de taxa de juro e de taxa de câmbio, sendo (implicitamente) esperado que os gestores de dívida consigam uma *performance* superior à do *benchmark*.

A divergência máxima que a carteira de dívida pode apresentar relativamente ao *benchmark* em termos das variáveis de risco relevantes (isto é, o nível máximo de risco adicional que o gestor de dívida pode assumir) é definida nas Orientações para a gestão da dívida.

As Orientações para a gestão têm por isso três objectivos: descrever os principais tipos de risco associados à carteira de dívida; especificar se esses riscos são medidos numa base

⁸ Dado o contexto em que a gestão da dívida pública é feita em Portugal, esta carteira de referência foi construída de forma a não ter qualquer risco cambial líquido.

absoluta (ex: risco de refinanciamento e de crédito) ou relativa⁹ (risco *cash-flow*); e, quando necessário, definir limites para as variáveis de risco.

Formalmente, as Orientações para a gestão aprovadas pelo Ministro das Finanças estão divididas em 5 partes, contendo: (1) uma lista das definições relevantes (do âmbito e das variáveis de risco/custo); (2) o conjunto de instrumentos e transacções autorizadas; (3) os limites para as principais variáveis de risco (nomeadamente perfil de refinanciamento, duração modificada, perfil de *refixing* e exposição cambial) e os requisitos de *reporting* (*timing* e conteúdo); (4) a composição e dinâmica da carteira *benchmark*; e (5) o risco de crédito. Apenas as primeiras 3 partes foram publicadas. O modelo teórico subjacente à definição de *benchmark* foi também publicado no Relatório Anual de 1999 do IGCP, embora a carteira *benchmark* aprovada não seja publicamente divulgada (nem as orientações para o risco de crédito).

O processo de *benchmarking* no IGCP teve um ano experimental em 1999 e foi formalmente adoptado desde então. E embora a avaliação geral sobre a sua utilidade seja positiva, é necessário dizer-se que é um processo mais complexo de implementar num contexto de gestão de passivos do que na gestão de activos, por diversas razões. Em primeiro lugar porque não só é difícil quantificar todas as restrições e objectivos de um gestor de dívida soberana, como também porque estas restrições se alteram ao longo do tempo, o que conduz à não-replicabilidade do *benchmark* (tornando-o um instrumento inadequado de medição de *performance*) ou à necessidade de alterações frequentes no próprio *benchmark*, o que é contrário à natureza pretendida para um instrumento deste tipo. Um outro problema específico é o de que mesmo numa situação de pequeno emitente/grande mercado como a de Portugal no mercado do Euro, a política de financiamento adoptada pelo IGCP tem influência nos *spreads* das Obrigações do Tesouro, que é contudo muito difícil de quantificar. Este facto torna ainda mais difícil estimar os níveis de custo associados às diferentes políticas de financiamento (ex. o custo da estratégia de financiamento simulada do *benchmark*), transformando a manutenção operacional dessa carteira de referência num exercício relativamente complexo.

Um *benchmark* de *performance* para a gestão de responsabilidades de um emitente soberano deverá por isso ser sempre tomado com um elevado grau de pragmatismo e discernimento, quer pelo gestor da carteira, quer pelo "detentor" da carteira (Ministro das Finanças/Governo).

Sistemas de gestão de informação

No final de 1999 um sistema integrado de *front-office to back-office* foi adquirido no mercado para apoiar as operações de gestão de dívida (*Finance Kit*, da *Trema*).

A escolha de um sistema integrado¹⁰ teve como objectivo mitigar o risco operacional e baseou-se na convicção de que o aumento da utilização e partilha de informação dentro

⁹ "Relativo" – medido como um desvio face aos valores equivalentes da carteira *benchmark*.

do IGCP conduziria a dados de melhor qualidade. Na verdade, a obtenção de uma base de dados robusta, de todas as transacções de dívida, foi uma das principais prioridades do processo de selecção.

Este sistema foi inicialmente desenhado para empresas e está muito centrado nos *cash-flows*, tendo-se revelado adequado para a política de gestão de risco do IGCP.

Adicionalmente, desenvolveu-se um sistema para tratar as operações de dívida de retalho, que são registadas no sistema apenas de forma agregada, numa base mensal para efeitos de manutenção de posição, contabilidade e *reporting*.

Manual de procedimentos operacionais

A implementação destes dois sistemas teve um impacte considerável nos processos internos do IGCP, aumentando a necessidade do desenvolvimento de um manual de procedimentos operacionais escrito, que incluísse os novos instrumentos de controlo operacional.

Este é um projecto relativamente ambicioso que teve início em 2001 e que tem como objectivo não só otimizar os circuitos de processamento interno do IGCP, como também, nesse processo, desenvolver uma nova cultura relativamente a questões de risco operacional e respectivos procedimentos de controlo (incluindo auditoria interna).

ESTRATÉGIA DE GESTÃO DA DÍVIDA E MERCADOS DE DÍVIDA PÚBLICA

Estratégia de Gestão da Dívida

A gestão da dívida pública portuguesa tem assentado numa estratégia orientada para o mercado, que reconhece a importância de emitir instrumentos negociáveis a preços de mercado, construindo uma curva de rendimentos com obrigações líquidas em todas as maturidades. O novo ambiente do Euro não alterou este objectivo, porém, ele é agora conduzido num contexto diferente. O antigo papel estratégico de emitir uma curva *benchmark* para ajudar a desenvolver um mercado de capitais doméstico perdeu sentido. O novo ambiente competitivo em que a dívida pública é gerida tem sido o principal catalisador daquele objectivo. Um mercado doméstico muito mais alargado – o Euro – onde doze emittentes soberanos concorrem entre si, substituiu o mercado "protegido" do Escudo e os participantes no mercado exigem agora mercados muito mais líquidos e eficientes.

A liquidez tornou-se, de facto, um dos factores mais importantes para explicar os *spreads* entre a dívida soberana da zona Euro. Um saldo vivo de pelo menos € 5 mil milhões é habitualmente aceite como um primeiro critério de liquidez e a dimensão objectivo para as

¹⁰ Em detrimento de um *software* de gestão de risco mais especializado.

Obrigações do Tesouro foi aumentada para este novo patamar de dimensão¹¹. Devido ao montante relativamente reduzido das necessidades brutas de financiamento anuais da República optou-se por uma abordagem gradual para atingir este objectivo. Desde 1999, a prioridade é dada todos os anos, e em primeiro lugar, ao lançamento de uma nova emissão a dez anos e, em segundo lugar, a uma nova emissão de cinco anos. Estas duas maturidades, apoiadas por mercados de derivados eficientes, reflectem as preferências do mercado. Para apoiar esta estratégia, a maioria do financiamento feito através de instrumentos transaccionáveis tem sido concentrado no mercado de Obrigações do Tesouro (OT) denominadas em euros. Para acelerar esta estratégia, desde 2001 o IGCP tem igualmente em curso um programa activo de recompras que tem por objectivo refinar a recompra de emissões antigas (com saldos vivos reduzidos e cupões desajustados das *yields* de mercado) através de emissões *on-the-run*.

A opção por alimentar a liquidez do mercado das OT¹² reduziu a variedade de instrumentos usados para obrigações *standard plain vanilla* a taxa fixa. A emissão de obrigações a taxa variável foi suspensa e a hipótese de emitir obrigações indexadas foi para já excluída.

Simultaneamente, foi abandonado o mercado de Eurobonds, que era regularmente utilizado antes de 1999. Um programa de *Global Medium-Term Notes*, iniciado em 1994, desempenha agora o papel de financiamento alternativo de segurança, não tendo sido lançada nenhuma nova emissão desde Setembro de 1999.

Embora nem sempre eficiente, em termos de custo, numa perspectiva de curto prazo, a prioridade dada à emissão de obrigações de médio e longo prazo, pondo de lado alternativas de financiamento "oportunisticas", é vista como uma estratégia de médio prazo para reduzir a vulnerabilidade do país. Simultaneamente, foi dada prioridade ao desenvolvimento dos mercados primário e secundário das Obrigações do Tesouro, fazendo uso das infraestruturas técnicas mais avançadas. As condições de acesso a estes mercados são idênticas para investidores e intermediários financeiros nacionais e estrangeiros. Esta estratégia tem sido recompensada por uma distribuição geográfica de OT cada vez mais alargada na área do Euro e pela sua dispersão entre investidores *buy-and-hold* e *traders* activos.

Emissão de Obrigações do Tesouro e Estrutura do Mercado Primário

A credibilidade é vista como um elemento decisivo de qualquer estratégia orientada para o mercado. A transparência e previsibilidade são por isso importantes pilares da gestão da dívida pública portuguesa.

¹¹€ 5 mil milhões correspondem a quase o dobro da dimensão média das séries de Obrigações do Tesouro emitidas antes de 1999.

¹² Desde 1999, a dimensão final de cada nova série de OT tem sido em média duas vezes superior às series emitidas até àquela data.

As orientações estratégicas têm sido mantidas desde 1999 e são regularmente explicadas aos participantes do mercado, aos intermediários financeiros e, em particular, aos investidores institucionais.

No início do ano, é anunciado publicamente o programa de financiamento anual dando-se um ênfase particular à emissão de obrigações de médio e longo prazo transaccionáveis. As necessidades de financiamento brutas anuais esperadas e os montantes a serem financiados através da emissão de obrigações do Tesouro (OT) são também divulgados ao mercado. São ainda anunciados os montantes a serem colocados, a maturidade e dimensão final das novas linhas, os mecanismos de colocação de OT – sindicado e leilões – e os intermediários financeiros envolvidos. Trimestralmente é publicado um calendário mais preciso. Manteve-se a realização dos leilões na segunda Quarta-feira de cada mês, sempre que existam necessidades a satisfazer.

Cerca de 75-80% das necessidades brutas de financiamento são satisfeitas através da colocação de Obrigações do Tesouro¹³. Os instrumentos de curto prazo transaccionáveis e a dívida não transaccionável (Certificados de Aforro), emitidos a pedido de investidores privados, são responsáveis pelos restantes 20%. A emissão de papel comercial é uma alternativa de *back-up* para apoio à implementação do programa de Obrigações do Tesouro.

Por motivos de liquidez, a dimensão inicial de uma nova linha de Obrigações do Tesouro corresponde a cerca de 40% do objectivo para o saldo vivo final. O IGCP recorre por isso à colocação sindicada no lançamento de novas linhas de OT. Esta opção tem como objectivo conseguir um maior controlo do preço de emissão e, ao mesmo tempo, aumentar a diversificação da base de investidores. A preferência pela colocação sindicada da tranche inicial deve-se ao facto de se considerar ser esta a forma mais eficaz de simultaneamente atingir uma dimensão significativa (mais de 10 vezes o montante indicativo dos leilões realizados em 1998) e um *pricing* eficiente e controlado. Além disso, este método de colocação ajuda também a atingir uma distribuição alargada e diversificada em termos de investidores, em particular na área do euro e aumenta a visibilidade do nome do emitente e dos seus instrumentos de dívida. Finalmente, uma estrutura sindicada torna possível definir objectivos de colocação para determinados grupos de investidores e de países. Neste âmbito, têm sido desenvolvidas novas estruturas de sindicado, que atribuem uma importância crescente ao processo de *book-building*.

Abandonando o tipo de colocação tradicional no mercado *Eurobond*, o IGCP tem vindo a avaliar de perto o processo de *book-building* em todas as emissões sindicadas, exigindo aos bancos responsáveis pela tomada firme a divulgação da identidade dos investidores. Mais recentemente, a abordagem do sistema de *pote* foi analisada e já foi usada no decurso do corrente ano.

Apenas os OEVT (13 bancos) podem ser convidados para a tomada firme das emissões sindicadas. Este é um privilégio que retribui o seu compromisso com o mercado das OT, sendo também o reconhecimento de que são estes os intermediários financeiros que melhor conhecem a base de investidores de OT.

A tranche inicial de OT é aumentada posteriormente através de leilões¹⁴. Uma vez por mês (embora não todos os meses) são realizados leilões electrónicos multi-preço. Em 2000, o suporte técnico dos leilões foi radicalmente alterado. O sistema de fax tradicionalmente usado para a apresentação de propostas foi substituído por um sistema electrónico: o *Bloomberg Auction System* (BAS). O BAS permite aos participantes nos leilões introduzirem e actualizarem as suas propostas até ao fecho do leilão (que é rigorosamente controlado) e receberem mais rapidamente os resultados do leilão, assumindo desta forma menores riscos. A possibilidade de monitorizar a recepção das propostas em tempo real, permite ao emitente reduzir o tempo necessário para a decisão sobre o montante a colocar em cada leilão. Actualmente o tempo médio entre o momento de fecho da recepção das propostas e a divulgação dos resultados do leilão aos participantes é inferior a 5 minutos¹⁵.

A liquidação das operações do mercado primário é feita em centrais de liquidação eficientes e internacionalmente reconhecidas (Euroclear e Clearstream), tornando assim possível o cumprimento de ciclos de liquidação *standard* para investidores residentes e não residentes.

Mercado Secundário de instrumentos de Dívida Pública

O desenvolvimento de um mercado primário eficiente para as Obrigações do Tesouro tem de ser apoiado por um mercado secundário eficiente. Em 1999 foi criado um mercado especial para a negociação de instrumentos de dívida pública – o MEDIP – Mercado

¹³ As características das Obrigações do Tesouro têm-se mantido inalteradas e as convenções usadas estão em linha com o *standard* do mercado de dívida do Euro.

¹⁴ A dimensão dos leilões realizados em 1999 era já três vezes superior à dos anos anteriores; em 2000 a dimensão média aumentou cinco vezes em comparação com 1998 e o aumento foi de seis vezes entre 1998 e 2001.

¹⁵ Os leilões de OT incluem uma fase competitiva (cuja participação está aberta a todos os OEVT e OMP) e uma fase não competitiva. Antes de cada trimestre o IGCP anuncia um calendário indicativo de leilões, que pode no entanto ser periodicamente ajustado às necessidades de financiamento e à correspondente estratégia de financiamento. Um dia predefinido do mês é normalmente usado para a realização do leilão. Cada instituição pode submeter até cinco propostas, cujo valor total não pode exceder o montante anunciado para a fase competitiva. As instituições participantes são informadas das propostas aceites e dos resultados globais imediatamente após o fecho do leilão (em média 2/3 minutos após o fecho). Os resultados globais do leilão são também imediatamente divulgados a todos os participantes através das páginas do IGCP na REUTERS (IGCP04) e Bloomberg (IGCP). A subscrição na fase não-competitiva do leilão é feita ao *yield* mais elevado aceite na fase competitiva. O montante máximo que cada OEVT pode subscrever na fase não competitiva corresponde à percentagem da sua participação na fase competitiva dos últimos três leilões, considerando apenas os montantes colocados pelos OEVT.

Especial de Dívida Pública, funcionando como mercado regulamentado nos termos da Directiva de Serviços de Investimento. Para criar um espaço de negociação de elevada eficiência e competitividade foi introduzida uma plataforma electrónica neste mercado. O MEDIP é suportado por uma plataforma MTS (MTS–Portugal) que entrou em funcionamento em 24 de Julho de 2000, colocando este mercado ao nível dos mercados de dívida pública mais eficientes a nível Europeu. Este foi um passo extremamente importante na reforma do mercado de Obrigações do Tesouro.

Como resultado desta reforma, coexistem actualmente três segmentos diferentes no mercado secundário: mercado de bolsa, cuja estrutura de negociação é sobretudo dirigida ao segmento de retalho e à negociação de pequenos lotes (este segmento é negociado na Bolsa de Valores Euronext Lisboa e os seus participantes são os que têm acesso a este mercado; fora de mercado regulamentado (ou mercado *over-the-counter*), que oferece máxima flexibilidade em termos de negociação e registo de transacções; MEDIP, que procura centralizar a negociação por grosso, oferecendo as condições mais eficientes para este tipo de negociação e onde os participantes mais importantes são os OEVT.

A criação do MEDIP e a adopção do modelo MTS foram decisões que promoveram a integração financeira, preservando simultaneamente a "localização" nacional do mercado de dívida pública por grosso. A criação do MEDIP/MTS Portugal foi por isso um marco importante e decisivo na modernização do mercado de dívida pública portuguesa, que veio promover a sua eficiente integração no mercado financeiro do Euro e, numa perspectiva mais alargada, no grande mercado global. Tomada em conjunto pelo emitente e os OEVT, esta medida foi o culminar de uma estratégia que levou quase três anos a ser implementada. Este diálogo contínuo, reconhecimento do papel crítico dos OEVT no desenvolvimento do mercado secundário, foi uma das características mais relevantes deste processo, conduzindo nomeadamente à selecção da plataforma de negociação electrónica mais adequada.

Como mercado regulamentado, as condições de acesso e de admissão à cotação do MEDIP, as suas regras de negociação e o código de conduta são não-discriminatórias e sujeitas à aprovação da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM). Os preços formados no MEDIP são usados como referência para efeitos de *marked-to-market*. Este mercado destina-se à negociação por grosso e por conta própria entre especialistas. Utiliza uma plataforma de negociação cega, baseada na plataforma electrónica MTS-Telemático, sendo gerido pela MTS Portugal, SMGR SA, uma sociedade anónima de direito português e sujeita à supervisão da CMVM, com os seguintes accionistas: IGCP 15%, MTS S.p.A. 15% e os OEVT 70% (13 x 5.4%).

Este é um mercado com obrigações de cotação, cujas transacções são liquidadas na Euroclear/Clearstream e que permite o acesso a facilidades de negociação de reportes no EuroMTS/MTS Itália. Os preços do mercado são difundidos em tempo real a não-participantes através da Reuters e um boletim diário é publicado na Internet. Os *market-makers* têm a obrigação de cotar preços firmes de compra e venda para um conjunto de títulos líquidos, respeitando máximos de *spread* e lotes mínimos, enquanto os *market*

dealers apenas podem tomar preços dos *market makers*. Os OEVT têm que participar neste mercado como *market makers*, enquanto os outros participantes podem actuar como *market makers* ou *market dealers*.

O Papel Estratégico dos OEVT

A gestão da dívida pública portuguesa apoia-se no papel decisivo dos OEVT. O sistema de OEVT foi introduzido em Portugal em 1993, mas apenas em 1998 o papel dos OEVT ganhou uma nova dimensão estratégica. Foram nessa altura definidas novas regras de selecção, de forma a limitar a participação de cada um dos grandes grupos financeiros nacionais a uma única instituição, promovendo por isso o desenvolvimento de massa crítica nos operadores domésticos. Também em 1998, este estatuto foi pela primeira vez atribuído a bancos não residentes. Depois de 1999 os OEVT foram definidos como o principal canal de distribuição de dívida pública portuguesa, tendo sido criada uma rede de distribuição regular de dívida na área do euro.

O estatuto de OEVT é atribuído por períodos que coincidem com os anos de calendário, podendo ser renovado anualmente, em função do cumprimento de diversas obrigações. Para receber o estatuto de OEVT um banco tem que cumprir um determinado conjunto de obrigações face ao mercado e ao emitente¹⁶, nomeadamente atingir quotas mínimas no mercado primário e secundário. Para além de serem convidados para a tomada firme de emissões sindicadas, os OEVT têm igualmente um acesso exclusivo aos leilões não competitivos¹⁷. O contacto cada vez mais importante entre o emitente e os investidores finais é também conduzido em articulação com os OEVT.

¹⁶ Obrigações dos OEVT:

- Participar activamente nos leilões apresentando regularmente propostas e mantendo uma quota de subscrição de obrigações não inferior a 2% do montante colocado na fase competitiva dos leilões;
- Participar activamente no mercado secundário de instrumentos de dívida pública portuguesa, assegurando a liquidez destes instrumentos;
- Participar como *market marker* no Mercado Especial de Dívida Pública (MEDIP/MTS Portugal), mantendo uma quota não inferior a 2% do volume de negociação deste mercado nos últimos dois anos;
- Participar como accionista na sociedade gestora (MTS Portugal) do MEDIP;
- Desempenhar funções de consultores privilegiados do emitente no acompanhamento dos mercados financeiros.

Direitos dos OEVT:

- Participação na fase competitiva e exclusividade no acesso a fase não competitiva dos leilões de obrigações;
- Preferência na constituição de sindicatos;
- Acesso às facilidades criadas pelo IGCP para apoiar o mercado, nomeadamente à facilidade ("janela") de reportes de último recurso;
- Contrapartes preferenciais nas operações de gestão activa da carteira de dívida pública
- Audição privilegiada em matérias de interesse mútuo.

¹⁷ O acesso aos leilões é também permitido a outro grupo de bancos – os Operadores de Mercado Primário (OMP) – estes não podem, contudo, participar nos leilões não competitivos.

Contando com um grupo credível e relativamente estável de OEVT, com capacidade de distribuição reconhecida (quer na área do euro quer a nível mundial) e empenhados a longo prazo no desenvolvimento do mercado de dívida pública portuguesa, o IGCP estabeleceu uma parceria permanente para a distribuição contínua de dívida pública portuguesa e para a criação de um mercado secundário por grosso, líquido e eficiente.