

**NORMAS ORIENTADORAS PARA A GESTÃO DA DÍVIDA DIRECTA DO
ESTADO E A GESTÃO DAS DISPONIBILIDADES DE TESOURARIA DO
ESTADO PELO INSTITUTO DE GESTÃO DO CRÉDITO PÚBLICO
(*Guidelines*)
(Versão revista em 2006)**

1. Objectivo

A Lei nº 7/98 de 3 de Fevereiro que reformulou o regime geral de emissão e gestão da dívida directa do Estado, veio estabelecer que essa gestão deverá orientar-se pelos objectivos gerais de:

- Minimização dos custos directos e indirectos da dívida numa perspectiva de longo prazo;
- Garantia de uma distribuição equilibrada dos custos pelos vários orçamentos anuais;
- Prevenção de excessiva concentração temporal dos vencimentos;
- Limitação dos riscos;
- Promoção de um equilibrado e eficiente funcionamento dos mercados financeiros.

Por seu lado, o diploma que criou o Instituto de Gestão do Crédito Público (IGCP) atribuiu-lhe como objecto "a gestão da dívida publica directa e do financiamento do Estado em obediência às orientações definidas pelo Governo, através do Ministro das Finanças".

Foi ainda, em 2006, atribuída ao IGCP a competência para gerir as disponibilidades da tesouraria do Estado, visando-se, por esta via, promover a consecução de ganhos acrescidos de eficiência, através nomeadamente, da minimização dos encargos financeiros da dívida pública e da redução dos saldos da dívida pública directa do Estado em circulação, como contrapartida da redução dos excedentes de tesouraria.

Neste quadro, reconhecendo-se a importância de dar maior autonomia à gestão da carteira de dívida do Estado e à gestão das disponibilidades da tesouraria do Estado na base da utilização de adequadas técnicas de gestão financeira, e de clarificar as opções e as orientações para essa gestão, estabelecem-se as presentes Normas, que concretizam, com maior detalhe, os objectivos que deverão presidir à actuação do IGCP enquanto gestor do financiamento, e das referidas disponibilidades, clarificando as regras e os limites pelos quais se deverá pautar essa actuação e definindo os métodos para a avaliação do grau de cumprimento dos objectivos e os mecanismos de reporte dos resultados.

2. Âmbito de aplicação

Cabe no âmbito das atribuições do IGCP a emissão de instrumentos de dívida e a contratação de empréstimos de forma a assegurar, em cada exercício orçamental, a disponibilidade de

meios financeiros necessários à cobertura das necessidades de financiamento do Estado que decorram da execução do orçamento anual e do serviço da dívida. O montante líquido do financiamento a obter em cada ano orçamental deverá respeitar os limites aprovados pela Assembleia da República e pelo Governo e adequar-se aos resultados da execução orçamental.

É da competência do IGCP decidir sobre as modalidades e os instrumentos de obtenção desse financiamento e o calendário da sua contratação ao longo do ano, em conformidade com os limites e regras estabelecidos na regulamentação aplicável e com as orientações aqui definidas.

Para além da realização de operações com vista à obtenção de financiamento, cabe ainda no âmbito das atribuições do IGCP a realização de outras operações financeiras sobre a carteira de dívida existente, com vista a concretizar outros objectivos como sejam a minimização do custo e/ou a alteração do perfil de riscos da carteira de dívida, e ainda a gestão das disponibilidades da tesouraria do Estado

3. Conceitos e Definições

Carteira Total da Dívida – Engloba a totalidade das transacções financeiras vivas numa dada data, sob gestão do IGCP no âmbito das suas atribuições de gestão da dívida directa do Estado, respeitantes a:

- Empréstimos, qualquer que tenha sido a sua origem, incluindo nomeadamente os originados por operações de *repos*, dívida de retalho (Certificados de Aforro, Consolidados e Rendas Perpétuas), Promissórias e CEDIC;
- Derivados financeiros;
- Aplicações de disponibilidades financeiras.

Carteira Ajustada – O conjunto de todas as transacções que constituem a Carteira Total da Dívida excluindo Dívida de Retalho, Promissórias e CEDIC¹.

Carteira de Referência ou Carteira *benchmark* – Engloba o conjunto de transacções simuladas, de acordo com procedimentos que visam criar uma carteira que reflecta a aplicação da estratégia de financiamento de referência aprovada à evolução das necessidades líquidas de financiamento do Estado, acrescido das aplicações de disponibilidades financeiras da carteira.

Carteira de Referência Total - O conjunto das transacções da Carteira de Referência acrescido da Dívida de Retalho, Promissórias e CEDIC.

Estratégia de Financiamento de Referência – Conjunto dos instrumentos financeiros e de percentagens da sua utilização que servem de referência para a construção e manutenção da Carteira de Referência.

Risco de Refinanciamento – Refere-se ao risco de uma excessiva concentração temporal de vencimentos (a refinar) poder ter impacto negativo sobre o custo da dívida em resultado duma degradação das taxas ou *spreads* de emissão por efeito de grandes volumes de dívida a emitir (excesso de oferta) ou da necessidade de acumular volumosos saldos de tesouraria para fazer face a essa concentração de reembolsos.

O risco de refinanciamento tem como indicadores os seguintes:

Maturidade média – determinado pela média ponderada dos prazos até ao vencimento dos vários empréstimos e outras operações da carteira.

Perfil de maturidades da carteira – dado pelas percentagens da carteira que se vence em cada um dos períodos definidos.

Risco de Crédito – Refere-se ao risco de a República poder ter que suportar um custo em caso de falência de uma entidade com quem tenham sido contratadas transacções, por incapacidade desta de cumprir total ou parcialmente as obrigações financeiras decorrentes das mesmas. O risco de crédito é avaliado de acordo com metodologia própria, estabelecida nas Normas de Gestão do Risco de Crédito.

Risco de Crédito Total – O que decorre do conjunto de transacções que pela sua natureza possam envolver risco de crédito. Abrange transacções com derivados, aplicações e *repos*.

Risco de Crédito de Derivados – O que decorre de transacções com derivados financeiros.

Risco Cambial – Refere-se ao efeito que flutuações das taxas de câmbio das moedas em que se encontrem denominados os instrumentos da carteira possam ter sobre o montante da dívida (antes e após *swaps*), e sobre os encargos a pagar, quando convertidos na moeda base da carteira.

Risco de Taxa de Juro - Refere-se ao efeito da variação das taxas de juro de mercado sobre o custo da carteira.

Constituem indicadores do risco de taxa de juro, os seguintes:

Prazo médio de *refixing* – determinado pela média ponderada dos prazos até à data de refixação da taxa de juro (até à data de vencimento no caso de contratos de taxa fixa) dos vários empréstimos e outras operações de uma carteira.

Perfil de *refixing* da carteira – dado pela percentagem da carteira que refixa (ou vence) em cada um dos anos seguintes.

Duração modificada – medida da sensibilidade do valor de mercado da carteira a variações nas taxas de juro de mercado.

CaR (*Cost-at-Risk*) – conjunto de indicadores que quantificam o efeito de variações nas taxas de juro sobre o valor dos encargos associados à Carteira Ajustada, avaliados numa perspectiva de *cashflow*, em períodos futuros.

Valor de mercado da carteira – soma dos valores de mercado, numa dada data, de todas as transacções que constituem a carteira ajustada, determinados pelos respectivos preços em mercado ou pelo valor actualizado dos seus fluxos futuros. Corresponde a uma estimativa do valor que teria de ser despendido se se pretendesse liquidar (comprar) toda a carteira nessa data.

Custo orçamental da carteira - montante dos encargos com juros, comissões e outros encargos da carteira ajustada, liquidados num dado período, apurado segundo as regras da contabilidade pública.

¹ Ou outros instrumentos que os venham a substituir/complementar, desde que destinados exclusivamente aos FSA e EPE.

Custo *cashflow* da carteira – montante dos encargos com juros, prémios e descontos de emissão, variações cambiais e comissões da carteira ajustada, incorridos num dado período, calculados numa base de especialização de exercícios.

Custo *marked-to-market* da carteira - valor descontado dos fluxos financeiros da carteira ajustada, ocorridos num dado período, adicionado da variação do valor de mercado da carteira verificada nesse período.

4. Carteira de Referência

A actividade de obtenção de financiamento e a gestão da carteira de dívida pelo IGCP devem visar os objectivos definidos na Lei Quadro da Dívida Pública e desenvolver-se tomando como referencial de longo prazo as características de custo e risco da Carteira de Referência que resulta da Estratégia de Financiamento que tenha sido adoptada como referência para a gestão.

A Carteira de Referência é caracterizada pela sua maturidade média, duração modificada, prazo médio de *refixing*, perfil temporal de reembolsos e perfil temporal de *refixings*.

A Carteira de Referência e a Estratégia de Financiamento de Referência são aprovados pela Tutela em sede própria.

Os procedimentos relativos à construção e manutenção da Carteira de Referência são definidos pelo IGCP e deverão constar de um Manual de Procedimentos do Benchmark.

5. Restrições à Gestão

5.1. Instrumentos e Transacções sobre Instrumentos

5.1.1. De financiamento

No âmbito da obtenção de financiamento pode o IGCP recorrer a instrumentos de financiamento de curto, médio e de longo prazo, a taxa fixa ou variável, com ou sem cupão, no mercado doméstico/área Euro ou em mercados internacionais.

A política de financiamento a aplicar em cada ano seguirá as orientações constante do Programa Anual de Financiamento aprovado pela Tutela no início do ano.

As operações de financiamento a efectuar em cada ano obedecerão às disposições legais aplicáveis, designadamente, as estabelecidas na Lei Quadro da Dívida, na Lei do Orçamento, nos decretos-lei que criam instrumentos de dívida de utilização recursiva e nas Resoluções do Conselho de Ministros relevantes.

Nos instrumentos com taxa de juro indexada, só são autorizados indexantes associados a taxas de juro ou à taxa de inflação (i.e., e a título de exemplo, não são autorizados indexantes ligados aos mercados accionistas ou a *commodities*).

Quando sejam contratados instrumentos de financiamento que tenham associadas, na emissão, estruturas que envolvam instrumentos financeiros derivados (*embedded options*), devem ser respeitadas as normas aplicáveis aos instrumentos de gestão.

Sobre instrumentos de financiamento pode o IGCP efectuar transacções de:

- emissão através de leilões, colocação directa ou colocação sindicada;
- venda e recompra em mercado secundário;
- troca ou recompra de títulos, em leilão ou por colocação directa ou sindicada;
- reembolso antecipado de empréstimos;
- destaque de direitos (*stripping*);
- operações de REPO (i.e. *repurchase agreements*, entendidas como todas aquelas que envolvam a venda de um ou mais títulos de dívida pública, numa determinada data valor e a um determinado preço, com o acordo simultâneo de recompra desses mesmos títulos numa data futura e a um preço estabelecido);
- contracção de outros empréstimos, nomeadamente junto de instituições financeiras ou de soberanos da zona euro.

5.1.2. De gestão

Pode o IGCP recorrer, no âmbito da gestão da carteira ou associados a novas emissões, aos seguintes instrumentos derivados OTC (*over-the-counter*): swaps, FRA, forwards e opções, de taxa de juro e taxa de câmbio.

O recurso a contratos de derivados (opções e futuros) transaccionados em mercado organizado, requer a prévia existência de normas específicas sobre a sua contratação, indicando nomeadamente os mercados e contratos autorizados, montantes máximos de exposição, e regras de margining.

Para além da sua contratação, pode o IGCP, sobre estes instrumentos, proceder à venda parcial ou total de contratos em mercado ou por cancelamento ou transferência da posição para outra entidade.

5.1.3. Aplicações de curto prazo

Para efeitos de aplicação das disponibilidades de tesouraria, pode o IGCP contratar depósitos junto de Instituições financeiras ou de outros soberanos da zona euro, operações de reverse *repo* contratadas bilateralmente (OTC) ou em mercado organizado (e.g. EuroMTS) e aplicações em bilhetes de Tesouro ou papel comercial emitidos por outros soberanos da zona euro. Todas as aplicações deverão ser denominadas em euros.

5.2. Risco Cambial

As operações de financiamento não poderão ser denominadas em moedas diferentes das que constam do quadro.

Entende-se por **exposição cambial primária** a relação entre o valor dos instrumentos de financiamento denominados em moeda não euro, convertido para euros a taxas de câmbio actuais, e o valor total da carteira, considerando em ambos os casos os respectivos montantes nominais

A **exposição cambial líquida** é determinada de modo idêntico, entrando também em conta com as transacções com derivados que tenham por objecto a cobertura do risco cambial.

A exposição cambial primária e líquida da Carteira Ajustada não poderá exceder os seguintes limites:

MOEDAS	Exposição cambial primária	Exposição cambial líquida
Total	20%	10%
USD	10%	10%
JPY	10%	5%
GBP	3%	3%
CHF	3%	3%
Outras (convertíveis)	5%	2%

5.3. Risco de refinanciamento

O perfil temporal de maturidades da Carteira Ajustada não poderá apresentar percentagens da carteira a vencer que excedam os seguintes limites :

Prazo de vencimento	Limite máximo
0-12 meses	25 pontos percentuais
0-24 meses	40 pontos percentuais
0-36 meses	50 pontos percentuais

Os limites fixados aplicam-se aos valores nominais a vencer, e são consideradas quebras de limite as situações em que o valor máximo for ultrapassado por um período superior a três meses

5.4. Risco de taxa de juro

A duração modificada da Carteira Ajustada não poderá ser inferior ao correspondente valor da Carteira de Referência em mais de 0,5 nem superior em mais de 0,75.

5.5. Risco de Crédito

O montante do Risco de Crédito de Derivados não poderá exceder o equivalente a 3.0 pontos percentuais do valor da Carteira Total.

A metodologia a aplicar na determinação do risco de crédito bem como as regras a aplicar na selecção das contrapartes e fixação dos correspondentes limites de exposição são objecto de aprovação pela Tutela em sede própria.

5.6. Restrições operacionais

As operações de derivados financeiros terão que ter subjacentes responsabilidades por dívida da República.

Não é permitido *leveraging* de posições. Ou seja, e em termos líquidos, um mesmo montante de dívida -"underlying"- não pode estar associado a múltiplas exposições de mercado (em tipo ou montante).

O IGCP deverá procurar que, as operações que envolvam derivados financeiros, a entrega de colateral e as operações de Repo estejam enquadradas, respectivamente, por contratos ISDA/CSA e TBMA/ISMA assinados entre a República e as respectivas contrapartes.

A contratação de novos instrumentos financeiros deverá estar suportada em normas que definam procedimentos de negociação e liquidação e as metodologias de avaliação de custos e risco desses instrumentos, que permitam um adequado processamento e gestão dos mesmos.

6. Indicadores Complementares de Risco (Alertas à Gestão)

Este ponto trata dos indicadores que, não estando sujeitos a limites formais, são considerados relevantes para o acompanhamento da gestão da carteira, devendo por isso ser monitorizados regularmente, e reportados à Tutela. Para estes são apontados **limites indicativos**, que devem servir de factor de alerta no que diz respeito aos riscos financeiros que acarretam.

6.1. Risco de refinanciamento: vencimentos a 3 meses

Objectivo: alertar para concentrações intra-anuais de amortizações que possam onerar as condições de financiamento ou obrigar a acumulação de excedentes de tesouraria.

Estabelece-se em 10% o limite indicativo da percentagem da Carteira Ajustada a vencer nos próximos 3 meses.

6.2. Risco de refinanciamento: desvios face ao benchmark

Objectivo: evitar uma divergência acentuada entre a carteira e o *benchmark*, que ponha em causa os objectivos de médio e longo prazo imbuídos no *benchmark*, e/ou a sua replicabilidade.

Estabelecem-se os seguintes limites indicativos para os desvios entre a percentagem acumulada do valor nominal da Carteira Ajustada a amortizar em dado prazo e a percentagem equivalente para a Carteira de:

Prazo de vencimento	Desvio máximo
0 - 3 anos	15 pontos percentuais
0 - 6 anos	10 pontos percentuais
0 - 11 anos	8 pontos percentuais

6.3. Risco de taxa de juro: perfil semanal de refixing

Objectivo: evitar uma concentração excessiva da percentagem de dívida cuja taxa é actualizada no prazo de uma semana, por forma a que eventuais choques **pontuais** nas taxas de juro de curto prazo não tenham impacto significativo nos encargos da dívida.

Estabelece-se em 4% o limite indicativo da percentagem do valor nominal da Carteira Ajustada a refixar ou vencer no prazo de uma semana.

6.4. Risco de taxa de juro: perfil relativo de refixing (carteira vs benchmark)

Objectivo: evitar uma divergência acentuada entre a carteira e o *benchmark* no que diz respeito ao risco de *cash flow*, utilizando como *proxy* deste o perfil de refixing.

Estabelecem-se os seguintes limites indicativos para os desvios entre as percentagens (acumuladas) do valor nominal da Carteira Ajustada a refixar ou vencer nos prazos de 12, 24 e 36 meses e os correspondentes valores da Carteira de Referência:

Prazo de refixing	Desvio máximo
0 - 12 meses	10 pontos percentuais
0 - 24 meses	15 pontos percentuais
0 - 36 meses	20 pontos percentuais

7. Relatórios

No final de cada trimestre, o IGCP elaborará e remeterá à Tutela um relatório de gestão que deverá conter a seguinte informação:

- (a) Financiamento e Gestão da Carteira (análise do trimestre anterior e estratégia para o trimestre seguinte);
- (b) Gestão de aplicação das disponibilidades de tesouraria;
- (c) Valorização da Carteira Ajustada e da Carteira de Referência no início e no final do trimestre, em termos nominais e em valores de mercado;
- (d) Custos da Carteira Ajustada e da Carteira de Referência no trimestre avaliados em termos de custo orçamental, custo *cashflow* e custo *marked-to-market*;
- (e) Indicadores de risco de mercado da Carteira Ajustada e da Carteira de Referência de acordo com as medidas de risco cambial, risco de refinanciamento e risco taxa de juro definidas no ponto 5, incluindo a verificação dos limites estabelecidos;
- (f) Indicadores complementares de risco definidos no ponto 6, incluindo referência aos limites indicativos estabelecidos;
- (g) Valor estimado do CaR, para um horizonte de 5 anos;
- (h) Indicadores de acompanhamento do risco de crédito associado à Carteira Ajustada, contendo ainda uma lista actualizada das contrapartes aprovadas e eventuais comentários. às alterações, no tempo, dessa lista.