



UNIDADE TÉCNICA DE APOIO ORÇAMENTAL
ASSEMBLEIA DA REPÚBLICA

UTAO | PARECER TÉCNICO n.º 7/2013

Impacto orçamental decorrente do fecho dos Instrumentos de Gestão do Risco Financeiro

27.11.2013

Ficha técnica

A análise é da exclusiva responsabilidade da Unidade Técnica de Apoio Orçamental (UTAO). Nos termos da Lei n.º 13/2010, de 19 de julho, a UTAO é uma unidade especializada que funciona sob orientação da comissão parlamentar permanente com competência em matéria orçamental e financeira, prestando-lhe apoio pela elaboração de estudos e documentos de trabalho técnico sobre a gestão orçamental e financeira pública.

Sumário executivo

Entre 2005 e 2008, a otimização dos custos de financiamento era compatível com a contratação de *swap* para a cobertura do risco de taxa de juro variável, dada a significativa subida das taxas verificada nesse período. O valor de mercado dos *swaps* contratados pelas empresas públicas é negativo e tem evidenciado uma evolução desfavorável desde 2009, sendo que a sensibilidade das perdas potenciais a variações da taxa de juro de mercado é significativa. De acordo com o IGCP, em algumas das operações contratadas existia um desvio do valor do *swap* em relação ao seu justo valor no momento da contratação inicial. Um número significativo de *swaps* contratados pelas empresas públicas revelou ter um nível de complexidade elevada, onde se destacam os *snowball swaps* e os *Index-linked swaps*.

O cancelamento dos contratos de *swaps* insere-se numa lógica de gestão ativa da carteira e visa, habitualmente, a estabilização do custo de financiamento. Dos 69 *swaps* cancelados, 60 dizem respeito a contratos efetuados por empresas públicas incluídas no perímetro das administrações públicas.

A regra de registo em contas nacionais, no contexto dos défices excessivos, estabelece que qualquer pagamento/recebimento resultante de um cancelamento de um contrato de *swap* deverá ser efetuado de forma periodizada ao longo da duração teórica do contrato cancelado, com impacto no défice público ao longo desse período. A forma de registo do cancelamento de *swaps*, prevista no contexto dos défices excessivos, é ainda compatível com a que decorre da situação em que não se verifica o cancelamento, uma vez que nestes casos há igualmente lugar ao registo dos fluxos de juros até ao final do contrato. No limite, as duas situações – cancelamento e não cancelamento – podem dar origem a fluxos de juros a pagar/receber equivalentes.

Ainda que as empresas públicas, numa perspetiva de tesouraria, paguem de uma só vez um montante pelo cancelamento dos contratos de *swaps*, na ótica dos défices excessivos esses montantes são registados nos períodos futuros da duração teórica do contrato. De acordo com a informação disponível, estima-se que o “ato de cancelamento” dos 60 contratos analisados venha a ter um impacto favorável no saldo das administrações públicas, na medida em que limitará as perdas potenciais, dando origem (previsivelmente) a um impacto negativo no saldo das administrações públicas de menor dimensão que o “ato de não cancelamento”. De acordo com os cálculos da UTAO, o cancelamento dos 60 contratos de *swaps* deverá permitir uma “poupança” no défice público, estimada em cerca de 367 M€, repartida entre 2013 e 2030 (a data de maturidade do último contrato).

No caso das empresas públicas que não pertencem ao perímetro das administrações públicas, mas apresentem dificuldades ao nível da solvabilidade, o cancelamento só não terá efeitos no défice e na dívida pública se o financiamento da operação não envolver apoios públicos, tais como empréstimos, aumentos de capital ou concessão de garantias do Estado.

A definição de dívida pública de Maastricht, relativa ao procedimento dos défices excessivos, exclui os derivados financeiros dos instrumentos abrangidos. Por esse motivo, em termos gerais, os *swaps* não têm impacto na dívida pública, e o mesmo se aplica ao seu cancelamento. Todavia, em

determinadas circunstâncias, os *swaps* podem gerar efeitos na dívida pública. De acordo com a recomendação metodológica em vigor, a componente de financiamento inerente a *off-market swaps* deverá ser registada na dívida pública. Atendendo à natureza “não equilibrada” dos *swaps* das empresas públicas no momento da contratação, estes poderão vir a assumir as características de *off-market*.

O “ato de cancelamento” dos *swaps* não se encontra dependente da forma escolhida para o financiamento da operação. Na ótica das contas nacionais, no contexto dos défices excessivos, o cancelamento ou o não cancelamento dos *swaps* do IGCP dará origem a uma contabilização tendencialmente equivalente em termos de montante, na medida em que o valor de cancelamento correspondeu ao valor de mercado e, qualquer uma das opções, implica o registo dos fluxos positivos de juros nos períodos futuros.

As operações de cancelamento dos *swaps* das empresas públicas e do IGCP podem ser comparadas na perspetiva do fluxo de juros que é esperado virem a gerar nos próximos anos. Embora os valores de cancelamento, a receber e a pagar pelas administrações públicas, sejam idênticos, i.e. cerca de 840 M€, o impacto líquido anual é diferenciado ao longo do período devido à existência de contratos com diferentes maturidades. No caso dos contratos do IGCP, a maturidade máxima dos contratos cancelados em 2013 era de 2024, enquanto alguns dos contratos das empresas públicas decorriam até 2030.

Índice

SUMÁRIO EXECUTIVO	3
I NOTA INTRODUTÓRIA	6
II ENQUADRAMENTO CONCEPTUAL	7
III O CANCELAMENTO DE INSTRUMENTOS DE GESTÃO DO RISCO FINANCEIRO POR PARTE DE EMPRESAS PÚBLICAS	12
III.1 DESCRIÇÃO DOS SWAPS CONTRATADOS PELAS EMPRESAS PÚBLICAS	12
III.2 O IMPACTO ORÇAMENTAL DO CANCELAMENTO DOS SWAPS DAS EMPRESAS PÚBLICAS	16
III.2.1 <i>Metodologia de registo do cancelamento dos swaps no contexto do procedimento dos défices excessivos</i>	16
III.2.2 <i>Impacto do cancelamento dos swaps das empresas públicas incluídas no perímetro das administrações públicas, no contexto do procedimento dos défices excessivos</i>	17
IV ANEXOS	22

Índice de tabelas

Tabela 1 – Valor justo de mercado (<i>Mark-to-Market</i>) dos contratos <i>swap</i>	13
Tabela 2 – Sensibilidade das perdas potenciais à taxa de juro	14
Tabela 3 – Valor justo de mercado dos contratos <i>swap</i> no ato de cancelamento e respetivo montante despendido para o cancelamento dos <i>swaps</i>	16
Tabela 4 – Fluxo de juros a receber, decorrente do cancelamento de <i>swaps</i> do IGCP	20

Índice de gráficos

Gráfico 1 - Impacto no défice público do cancelamento dos <i>swaps</i> de empresas públicas incluídas no perímetro das administrações públicas	18
Gráfico 2- Fluxo de juros decorrente do cancelamento de <i>swaps</i> do IGCP (+) e de empresas públicas incluídas no perímetro das administrações públicas (-).....	21

Índice de ilustrações

Ilustração 1 – Registo de um <i>swap</i> no contexto dos défices excessivos	17
---	----

Nota introdutória

A Comissão Parlamentar de Inquérito à Celebração de Contratos de Gestão de Risco Financeiro por Empresas do Sector Público decidiu remeter à consideração da Comissão de Orçamento, Finanças e Administração Pública (COFAP) o requerimento apresentado pelo Grupo Parlamentar do Bloco de Esquerda, solicitando à UTAO “a elaboração de uma análise detalhada sobre o impacto orçamental, anual e plurianual, da negociação levada a cabo pelo Governo no âmbito do fecho dos Instrumentos de Gestão de Risco Financeiro detidos pelas empresas públicas, para o efeito que for tido por conveniente.”

Por deliberação da Comissão de Orçamento, Finanças e Administração Pública (COFAP), em reunião de 2 de outubro de 2013, foi solicitado à UTAO uma *análise detalhada sobre o impacto orçamental, anual e plurianual, da negociação levada a cabo pelo Governo no âmbito do fecho dos Instrumentos de Gestão do Risco Financeiro detidos pelas empresas públicas*. Esta deliberação foi comunicada à UTAO através do Ofício n.º 437/ COFAP/2013, de 4 de outubro de 2013.

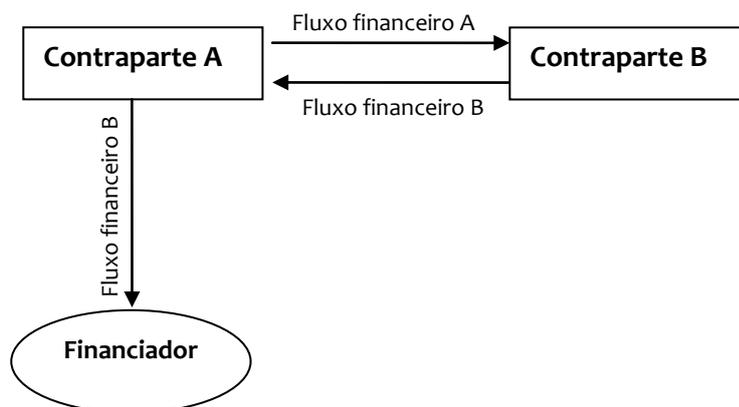
A COFAP deliberou, consensualmente, remeter o referido pedido à UTAO para “a subsequente concretização, nos termos e prazos possíveis, tendo em consideração a apreciação da Proposta de Lei referente ao Orçamento do Estado para 2014 e os trabalhos, prioritários, já previstos pela UTAO durante o período orçamental.” Deste modo, o Parecer Técnico da UTAO agora apresentado tem por base os termos da alínea f) do artigo 10.º-A da Resolução da Assembleia da República n.º 20/2004, de 16 de fevereiro, aditado pela Resolução n.º 53/2006, de 7 de agosto e, posteriormente, pela Resolução n.º 56/2010, de 23 de julho, cuja natureza encontra-se prevista no *Programa de Atividades da UTAO: 3.ª sessão legislativa da XII Legislatura*, aprovado pela COFAP.

Para a elaboração do Parecer foi utilizada a informação do acervo documental da Comissão Parlamentar de Inquérito à Celebração de Contratos de Gestão de Risco Financeiro por Empresas do Sector Público. Dada a natureza confidencial desta informação, não são apresentados os dados individuais relativos a empresas e instituições financeiras, exceto os que se encontram no domínio público, nomeadamente as divulgadas pela DGTF, pelo IGCP e as transcrições das audições públicas da Comissão Parlamentar de Inquérito.

II Enquadramento conceptual

Em termos gerais, um contrato *swap* é um instrumento contratual de permuta de posições jurídicas e/ou financeiras ou de instrumentos financeiros, celebrado bilateralmente entre dois agentes económicos. Não sendo necessariamente padronizados, existe uma certa uniformização nas cláusulas contratuais, seguindo normalmente o modelo internacional da ISDA (*International Swaps and Derivatives Association*). Habitualmente, os *swaps* têm subjacente um contrato de troca de fluxos monetários, calculados com base no valor nominal, ou seja, no capital de referência. O capital nominal é um montante teórico de um instrumento derivado. Num *swap* é sobre este capital que são calculados os juros e a que estão indexados ambos os fluxos monetários do *swap*.

Associado a um *swap* encontra-se em muitos casos um empréstimo, ou uma obrigação. Nesse âmbito, a sua contratação tem como principal fundamento a cobertura de risco, ou seja, a transferência do risco de eventual perda resultante da variação do preço do ativo ou índice decorrente de uma posição inicial, determinante para o cálculo do juro a pagar em virtude do empréstimo ou obrigação, para outro agente económico. No entanto a contratação de um *swap* por motivos de cobertura de risco não implica necessariamente a existência de um empréstimo. Através deste instrumento, o contratante pode salvaguardar-se face a alterações do preço de um ativo, funcionando assim como um seguro. Como exemplos de risco, evidenciam-se o risco cambial (a variação da taxa de câmbio) e o risco de taxa de juro (a variação da taxa de mercado). O *swap* não tem necessariamente de ser contratado no momento do financiamento, nem com a instituição com a qual se contrai o empréstimo.



O gráfico acima especificado é elucidativo de como um *swap* associado a um empréstimo é utilizado para a cobertura de risco. Neste caso, uma contraparte paga a outra um fluxo financeiro numa data específica e em contrapartida recebe um determinado montante que utiliza para pagar o juro do empréstimo efetuado.¹ Este caso pode ser entendido com um financiamento estruturado, pois combina uma obrigação com um instrumento derivado, que neste caso é um *swap*.

¹ Em alguns casos a contraparte B é o intermediário entre o financiador e a contraparte A.

O *swap* pode não visar a cobertura de risco. Nesta situação, cada contraparte assume uma posição em função das suas expectativas quanto à evolução do mercado. O ganho ou perda depende da evolução do indexante. Nesse sentido, ao contrário do que sucede com os *swaps* de cobertura de risco, existe uma assunção de riscos. Um instrumento deste tipo pode, inclusivamente, constituir uma fonte adicional de financiamento ou visar a redução de custos no curto prazo em detrimento de resultados no longo prazo. Um contrato de *swap* pode permitir, ainda, assumir um risco de capital alavancado, através do qual o investidor não só pode perder a totalidade do capital inicial, como pode vir a ser chamado a assumir perdas superiores a esse montante. Ao mesmo tempo, a contratualização de *swaps* também permite a diversificação de risco da carteira de ativos.

Um contrato *swap* tem especificado uma data de liquidação inicial, a partir do qual o contrato tem validade, e uma data de maturidade ou vencimento.² No entanto, o contrato pode incluir cláusulas de término antecipado, nomeadamente “eventos de crédito”, os quais estão dependentes, por exemplo, da notação de risco das entidades em causa, “barreiras de *knock-out*”, dependentes do valor do indexante, “opções bermuda”, que representa uma opção de término numa determinada data especifica a concretizar no contrato, entre outros. Note-se que o vencimento antecipado pode implicar o reembolso do capital sobre o qual o *swap* incide ou um prémio especificado no contrato. No contrato encontram-se igualmente especificados os métodos de cálculo dos fluxos financeiros permutados entre as várias contrapartes, bem como a sua data de transação. Os fluxos financeiros são calculados com base no valor nocional do contrato.

A **complexidade de um contrato *swap*** depende de determinadas características, nomeadamente:

1. **do risco final** – associado ao cupão a pagar, caso se verifique um determinado evento;³
2. **da existência de limites** – a existência de limites máximos e/ou mínimos para o valor de cupões futuros;
3. **do tipo de risco** – decorrente das variáveis de mercado;⁴
4. **da dificuldade na determinação do cupão** – nomeadamente na determinação da valorização dos fatores de risco e do cupão;
5. **da alavancagem** – a sensibilidade do valor de mercado do *swap* à variação do preço do índice de referência; e
6. **do Day1 PV** – o custo de terminar um *swap* no primeiro dia do mesmo.

² Em determinadas circunstâncias, estes dois momentos podem implicar a transação de capital.

³ Por exemplo, no caso de se atingir uma *barreira de knock-out*, o método de cálculo do próximo cupão pode ser alterado. Nesta situação, o risco inicial do contrato, que pressupunha um determinado método de cálculo, não é o risco final.

⁴ Como exemplo temos a Euribor a 6 meses, o preço de um ativo ou um valor de um índice.

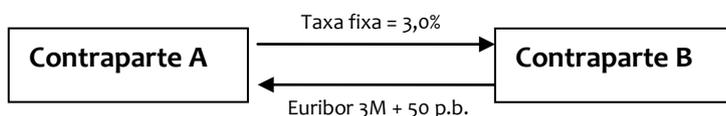
Para uma melhor compreensão dos diversos tipos de contratos de *swap*, apresentam-se de seguida alguns exemplos.

Swap de taxa de juro

O exemplo mais simples reside no *swap* de taxa de juro. Consiste no pagamento de uma taxa de juro variável (baseado num indexante) em troca de uma taxa de juro fixa, ou a situação oposta. Este contrato não implica a transação do valor nominal.

- Fluxo financeiro A \Rightarrow Taxa de juro fixa \times valor nominal
- Fluxo financeiro B \Rightarrow Euribor 3 meses + spread \times valor nominal

Por exemplo:

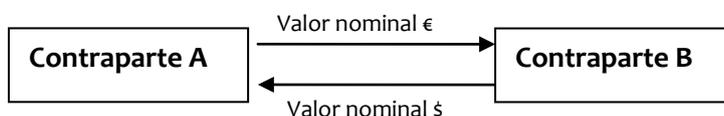


Swap de taxa de câmbio

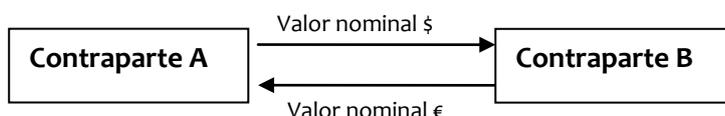
Neste caso, os fluxos financeiros realizam-se na data de liquidação inicial e na data de maturidade. Consiste na troca do capital a uma determinada taxa de câmbio na data inicial, e, simultaneamente, na inversão dessa transação na data de vencimento a uma taxa de câmbio pré-definida.

Exemplo:

Na liquidação inicial, verifica-se a troca de capital à taxa de câmbio $\text{€}/\text{\$} = C_0$



Na maturidade, verifica-se a troca de capital à taxa de câmbio $\text{€}/\text{\$} = C_1$



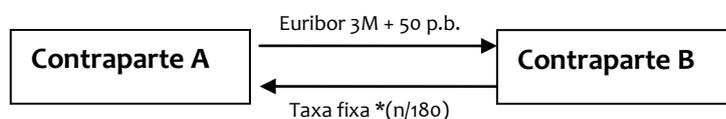
Range accrual swap

Neste caso, o fluxo financeiro depende do número de vezes que o valor de um determinado índice se encontre entre duas variáveis.

Exemplo:

n: número de vezes que Euribor a 6 meses se encontre entre [1,0%; 2,0%]

N= período de cálculo (neste caso 6 meses)

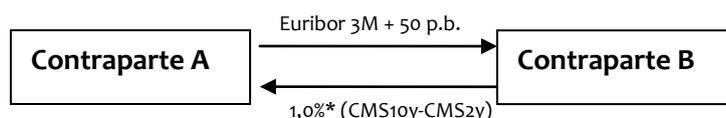


Steepener swap

O fluxo financeiro depende da diferença de taxas de juro de diferentes maturidades da curva de rendimentos de uma obrigação

Por exemplo:

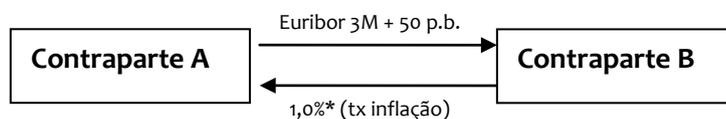
CMS2y é a taxa de rendibilidade da dívida pública portuguesa a 2 anos e CMS10y a taxa de rendibilidade da dívida pública portuguesa a 10 anos.



Inflation Linked swap

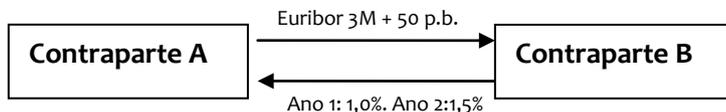
Este contrato envolve a troca regular de fluxos financeiros indexados à inflação em troca de um outro fluxo financeiro.

Exemplo:



Step-up swap

Em termos genéricos, estamos perante um *step-up swap* quando a taxa de juro a pagar por uma das partes é crescente no tempo.

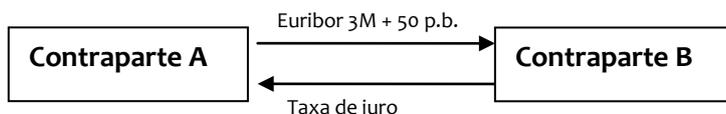


Snowball swap

A taxa de juro de cada período é função da taxa de juro calculada no período anterior. No período $t=0$, a fórmula de cálculo da taxa de juro é aquela especificada no contrato *swap*. Estes contratos podem assumir fluxos de juros muito elevados, nomeadamente quando não existirem limites para o cupão (*cap*).

Exemplo:

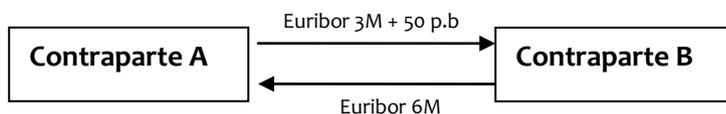
Taxa de juro ($t=0$) = 1.0%



Taxa de juro ($T=t$) = $\max [0,5 * \text{taxa de juro } (T-1) + 0,5\% * \text{Euribor 3 meses} + 50\text{bp}, \text{Euribor 6 meses}]$

Existência de Cash Settlement

As cláusulas de término antecipado podem implicar o pagamento de um prémio. Nesse caso estamos perante uma *cash settlement*:



Exemplo:

Se $\text{Euribor 6M} > 2\%$, o vencimento do contrato pode ser exercido pela contraparte B (*trigger*). Se tal for executada, a contraparte A terá de pagar um valor especificado no contrato à contraparte B.

III O cancelamento de Instrumentos de Gestão do Risco Financeiro por parte de empresas públicas

III.1 Descrição dos *swaps* contratados pelas empresas públicas

Entre 2005 e 2008, a otimização dos custos de financiamento era compatível com o uso dos contratos de *swap* para a cobertura do risco de taxa de juro variável, dada a significativa subida das taxas verificada nesse período. Os *swaps* são vulgarmente utilizados enquanto instrumento de gestão do risco associado a carteiras de financiamento, pelo que seria normal que as empresas com a subida acentuada das taxas de juro tivessem coberto, ainda que parcialmente, o risco dos empréstimos contraídos a taxas variáveis. Mesmo que os instrumentos utilizados fossem simples coberturas de risco (*swaps* simples, de taxas variáveis para fixas), estes também apresentariam um valor de mercado negativo, dada a descida acentuada das taxas de juro ocorridas desde 2009. Pelo mesmo motivo, os *swaps* que tenham implicado a troca de taxas fixas por taxas variáveis apresentariam um valor de mercado positivo. Assim, é importante salientar que a toxicidade de um *swap*, entendida como a possibilidade de este gerar valores a pagar muito elevados, em alguns casos capaz de colocar em causa a viabilidade financeira de uma das contrapartes que o contrata, não resulta apenas do facto de este apresentar um valor de mercado negativo.

De acordo com o IGCP, em algumas das operações contratadas existia um desvio do valor do *swap* em relação ao seu justo valor no momento da contratação inicial. De acordo com a [apresentação](#) do Presidente do IGCP na COFAP, realizada no dia 15 de maio de 2013, uma parte significativa do valor de mercado atual dos *swaps* decorre do facto de, no dia seguinte ao da contratação das operações (denominado *Day1 PV*), o preço de mercado ser negativo e não zero ou próximo de zero.⁵ De acordo com a avaliação efetuada pelo IGCP, o *Day1 PV* era excessivo em 80% das operações consideradas problemáticas e, segundo cálculos recentes, representava 81% do valor de mercado (negativo) destas operações à data de dezembro de 2012.⁶ Inclusivamente, ter-se-ão verificado situações onde, apesar do *swap* ter tido uma performance positiva desde a contratação, o *MtM* atual é negativo, em virtude dessa performance não ter sido suficiente para compensar um *Day1 PV* muito desfavorável. De acordo com o IGCP, a relevância deste último fator não terá sido detetada numa primeira fase, mas a análise ao histórico das operações demonstrou ser este fator responsável por uma parte significativa do valor de mercado atual das transações, no caso de alguns dos contratos.⁷

⁵ Os *swaps* contratados pelo IGCP são *at-market*, ou seja o valor de mercado é nulo no momento em que é estabelecido o contrato.

⁶ O *present value* ou valor atual é o preço teórico dado pela diferença entre o valor descontado de todos os montantes a receber e de todos os montantes a pagar até à maturidade do contrato. Na data de contratação de uma operação, este preço deverá ser zero ou próximo de zero. O *Day1 PV* resulta da diferença do valor de uma operação face a este preço teórico e o valor de mercado dos *swaps* no primeiro dia do contrato.

⁷ Dada a complexidade destas operações, as avaliações do *day 1PV* têm algumas margens de erro. Para esta margem de erro também contribuem as reestruturações ocorridas durante a vigência do contrato, sendo difícil calcular exatamente qual foi o *day1 PV*.

O valor de mercado, calculado através do *Mark-to-Market (MtM)*⁸, dos swaps contratados pelas empresas públicas é negativo e tem evidenciado uma evolução desfavorável desde 2009, observando-se uma ligeira melhoria no 1.º trimestre de 2013 (de -2 841 M€ para -2 633 M€), segundo o boletim informativo da Direção-Geral do Tesouro e Finanças (DGTF) sobre o setor empresarial do estado (SEE). Os casos com mais perdas potenciais são o *Metropolitano de Lisboa* (-1 034 M€) e o *Metro do Porto* (-777 M€), apesar de, em ambos, se ter registado uma redução dessas perdas potenciais no 1.º trimestre de 2013. Segue-se a *Egrep* (-186 M€), a *Parpública* (-182 M€), a CP (-124 M€) e a *Carris* (-111 M€). No caso da CP observou-se uma evolução positiva desde o 2.º trimestre de 2012.⁹

Tabela 1 – Valor de mercado (*mark-to-market*) dos instrumentos de gestão de risco financeiro¹⁰
(em milhões de euros)

	Mark to Market (MtM)										Por memória:	
	2009	2010	Jun-11	Set-11	Dez-11	Mar-12	Jun-12	Set-12	Dez-12	Mar-13	Dez-12 (*)	Set-13 (**)
APL	-3	-3	-3	-4	-3	-3	-3	-4	-3	-3	0	
AdP	-2	-4	-7	-34	-38	-41	-52	-55	-60	-57	-60	
Egrep	0	-129	-97	-157	-173	-172	-180	-174	-186	-186	-176	
Carris	-87	-83	-67	-94	-95	-94	-108	-117	-120	-111	-105	
CP	-186	-163	-136	-143	-146	-112	-159	-141	-135	-124	-134	
Metro Porto	-345	-514	-625	-836	-657	-685	-760	-832	-890	-777	-1094	
Refer	-73	-59	-50	-48	-64	-52	-51	-40	-29	-28	-31	
STCP	-16	-36	-27	-62	-70	-76	-92	-107	-113	-111	-117	
Transtejo	-3	-3	-3	-4	-5	-5	-5	-5	-5	-4	-5	
TAP	0	-1	0	-1	-1	-2	-15	4	-2	2	-3	
ANA	-1	-1	-1	-3	-3	-3	-4	-4	-4	-4	0	
Parpública	-6	-123	-99	10	4	-73	10	-35	-38	-182	11	
EP	0	-11	-10	-12	-12	-13	-14	-14	-14	-13	-14	
Metro Lisboa	-246	-418	-520	-757	-894	-911	-1039	-1131	-1241	-1034	-1435	
SIMAB	0	-4	0	-3	-2	-2	-2	-2	-1	-1	0	
Total	-969	-1554	-1645	-2146	-2160	-2244	-2474	-2658	-2841	-2633	-3163	-1530

Fontes: Direção Geral do Tesouro e Finanças, Relatório do Orçamento do Estado para 2014. | Nota: (*) Informação disponibilizada pela Secretária de Estado do Tesouro à Comissão de Inquérito Parlamentar à Celebração de Contratos de Gestão de Risco Financeiro por Empresas do Sector Público no dia 17/06/2013. (**) Informação disponibilizada no Relatório do OE/2014, não incluindo entretanto contratos cancelados.

Note-se que as perdas potenciais reduziram-se substancialmente entre finais de 2012 e setembro de 2013 (de -3,1 mil M€ para -1,5 mil M€), de acordo com os dados recentemente divulgados no relatório do Orçamento do Estado para 2014, devido, em grande medida, ao cancelamento de contratos de *swaps* efetuado em 2013.

No final de 2012, a sensibilidade das perdas potenciais a variações da taxa Euribor era significativa. Se, por um lado, as perdas potenciais diminuiriam 879 M€ caso a *Euribor* subisse 1 p.p., aumentariam 799 M€ caso diminuísse 1 p.p..^{11 12} Os impactos mais significativos concentram-se no *Metro do Porto* e no *Metropolitano de Lisboa*, apesar de, em termos proporcionais, a *Egrep* e a *Carris* registarem uma significativa sensibilidade.

⁸ O *Mark-to-Market (MtM)* consiste no valor de mercado do contrato *swap*, i.e., no valor presente dos fluxos financeiros, em termos líquidos, atualizados a essa data.

⁹ No dia 17 de junho de 2013 foi disponibilizada à Comissão de Inquérito Parlamentar à Celebração de Contratos de Gestão de Risco Financeiro por Empresas do Sector Público uma reavaliação das perdas potenciais existentes no final de 2012 do setor empresarial do estado. Na audição de 25 de junho de 2013 da mesma Comissão foi indicado pela Sr.ª Secretária de Estado do Tesouro que, no dia 28 de setembro de 2012, as perdas potenciais atingiam os 3142 M€.

¹⁰ Assumiu-se que os instrumentos de gestão de risco financeiro (IGRF) identificados pela Direção Geral do Tesouro e das Finanças (DGTF) são contratos *swaps*, embora possam existir exceções.

¹¹ Refira-se que o BCE, na reunião mensal ordinária de novembro de 2013, diminuiu a taxa de juro de referência do euro de 0,50% para 0,25%, criando uma maior pressão para a redução das taxas de mercado.

¹² Para este efeito foram utilizados dados de 2012, dado que até esse período não se tinha iniciado o processo de cancelamento dos contratos *swap*.

Tabela 2 – Sensibilidade das perdas potenciais à taxa de juro
(em milhões de euros)

	MtM 2012	-1%	1%
APL	-3	0	0
AdP	-60	-15	9
Egrep	-186	-64	59
Carris	-120	-52	42
CP	-135	-10	20
Metro Porto	-890	-366	390
Refer	-29	-4	-19
STCP	-113	-6	45
Transtejo	-5	-2	2
TAP	-2	-3	-1
ANA	-4	-2	2
Parública	-38	2	-3
EP	-14	0	0
Metro Lisboa	-1241	-277	333
SIMAB	-1	0	0
Total	-2841	-799	879

Fonte: Direção Geral do Tesouro e Finanças

Um número significativo de swaps contratados pelas empresas públicas revelou ter um nível de complexidade elevada, onde se destacam os *snowball swaps* e os *Index-linked swaps*. Nestes casos, o fluxo financeiro depende do valor de um determinado índice de referência (inflação, taxa de juro, preço de um ativo, entre outros) e em, algumas situações, sem a existência de um limite máximo estabelecido contratualmente para as taxas de juro (denominado por *cap*).¹³ Os *swaps* cancelados são na sua maioria *Index-linked swaps*, no entanto, também se encontram *swaps* de taxa de juro com um nível de complexidade reduzido.

O cancelamento dos contratos de swaps insere-se numa lógica de gestão ativa da carteira e visa, habitualmente, a otimização e a estabilização do custo de financiamento. Em termos teóricos, existem vantagens em renegociar ou cancelar os contratos de *swaps* que apresentem uma valorização negativa, sempre que se antecipe que este se venha a traduzir num custo de financiamento superior.¹⁴ Saliente-se que, a redução do *rating* das empresas públicas, no seguimento da crise económica e financeira, conduziu as contrapartes dos contratos de *swaps* a requisitarem fatores tendentes a mitigar o risco de crédito, nomeadamente sob a forma de garantias adicionais ou da alteração da contraparte. Caso as instituições bancárias acionassem os *rating triggers* previstos contratualmente, parte das perdas potenciais seria materializada.^{15 16}

¹³ De acordo com declarações do Presidente do Conselho da Administração do IGCP, na audição de 2 de julho de 2013 da Comissão Parlamentar de Inquérito à Celebração de Contratos de Gestão de Risco Financeiro por Empresas do Setor Público, cerca de 80% das perdas potenciais da carteira de derivados do SEE provêm de contratos nos quais o *Day1 PV* tomava valores bastante elevados.

¹⁴ Pode acontecer que, apesar dos fluxos financeiros em valor atualizado serem positivos, em termos líquidos, o valor do *Day1 PV* determine um *MtM* negativo.

¹⁵ Os *rating triggers* consistem em eventos de crédito, ou seja representam uma opção de término antecipado caso o *rating* da entidade se reduza abaixo de um certo limite pré-estabelecido.

¹⁶ Conforme informação disponibilizada pelo Presidente do Conselho da Administração do IGCP, na audição de 2 de julho de 2013, na Comissão Parlamentar de Inquérito à Celebração de Contratos de Gestão de Risco Financeiro por Empresas do Setor Público.

A avaliação que as instituições financeiras fazem de um contrato *swap* não é necessariamente igual ao seu valor de mercado, i.e., para a instituição financeira a contratualização de um *swap* tem associado um conjunto de custos, que no ato de **cancelamento** são eliminados, nomeadamente:¹⁷

1. **Liberta CVA** (*credit value adjustment*) – as reservas mantidas pelas instituições financeiras para fazer face ao risco da contraparte, i.e. para cobrir a probabilidade de não pagamento (*default*).¹⁸
2. **Liberta FVA** (*funding value adjustment*) – as reservas mantidas pelas instituições financeiras para fazer face ao custo de financiamento dos fluxos financeiros líquidos futuros determinados no *swap*.¹⁹
3. A instituição financeira deixa de cobrir o risco da operação e liberta reservas efetuadas para riscos não cobertos.

Nesse sentido, o valor atribuído a um contrato *swap* pela instituição bancária diverge do *MtM*, sendo decrescente com o risco de *default* da contraparte e com o custo de financiamento do mesmo.

4. Por outro lado, **resolve questões de reputação** e elimina o risco de litigância. A recuperação de uma parte do *day1 PV* depende também do peso que contrapartes bancárias atribuem às consequências da litigação.

Até ao dia 25 de julho de 2013, foram cancelados 69 contratos de *swaps*, os quais tinham subjacente, à data de cancelamento, perdas potenciais de 1,5 mil M€. Para esse cancelamento foi despendido 1009 M€, aproximadamente 70% do valor de mercado dos contratos. Nesse sentido, o montante despendido no ato de cancelamento foi inferior ao *MtM* em 449,3 M€.²⁰

Dos *swaps* cancelados, 60 dizem respeito a contratos efetuados por empresas públicas reclassificadas e 9 por empresas públicas não reclassificadas, i.e., que não estão incluídas no perímetro das administrações públicas em contas nacionais. De entre as empresas públicas reclassificadas destaca-se o *Metropolitano de Lisboa* (ML) com 43 *swaps* cancelados (avaliados em 654,3 M€ e cancelados por 475,4 M€) e o *Metro do Porto* (MP) com 13 (avaliados em 516,5 M€ e cancelados por 342,6 M€). Também nestes casos a poupança potencial com o seu cancelamento foi de aproximadamente 30% (27% no caso do ML e de 33% no MP). Por outro lado, de referir que relativamente aos dois *swaps* da *Parública*, o Estado português recebeu 10 M€ pelo seu cancelamento.

¹⁷ De acordo com o Presidente do Conselho da Administração do IGCP, na audição de 2 de julho de 2013, estes custos foram tidos em conta aquando das negociações.

¹⁸ A avaliação de um derivado tem de ser ajustado de forma a refletir o risco de contraparte, ou seja, o CVA pode ser visto como o preço do risco de crédito. O cálculo do valor do *swap*, segundo o CVA, consiste no valor presente dos fluxos financeiros futuros a taxas de desconto que incorporem o risco da contraparte.

¹⁹ A avaliação do derivado deve ter não só em atenção o risco de contraparte, mas também o custo de financiamento que a própria instituição financeira tem para garantir os fluxos financeiros futuros líquidos incluídos no derivado. O cálculo do valor do *swap* deve incorporar o risco da própria instituição financeira.

²⁰ De salientar que o valor da "poupança potencial" em 449,3 M€ depende do momento no qual o ato de cancelamento foi efetuado, dado que o valor do *swap* (*MtM*) é função das condições de mercado. Apenas na data de maturidade dos contratos se pode determinar com rigor a poupança ou perda efetiva com o cancelamento.

Tabela 3 – Valor de mercado dos contratos *swap* e montante desembolsado para o cancelamento
(em milhões de euros)

Empresas Públicas Reclassificadas			
	Contratos	Valor	MtM
Metro de Lisboa	43	-475,4	-654,3
Metro do Porto	11	-342,6	-516,5
REFER	5	-12,5	-22,3
EP	1	-9,0	-13,2
Total	60	-839,5	-1206,3

Fontes: IGCP e cálculos da UTAO.

Empresas Públicas Não Reclassificadas			
	Contratos	Valor	MtM
AdP	2	-24,4	-37,6
CP	3	-24,7	-37,4
STCP	1	-7,9	-12,1
Egrep	1	-122,1	-174,4
Parpública	2	10,0	10,0
Total	9	-169,052	-251,48

Fontes: IGCP e cálculos da UTAO.

III.2 O impacto orçamental do cancelamento dos *swaps* das empresas públicas

III.2.1 Metodologia de registo do cancelamento dos *swaps* no contexto do procedimento dos défices excessivos

A gestão ativa da carteira de *swaps* não é uma prática incomum, designadamente quando a contraparte que tem de suportar juros líquidos negativos antecipa condições de mercado ainda mais desfavoráveis. Assim, é normal que uma das partes, ou ambas, deseje interromper um contrato de *swap*. Uma solução possível é a de contratar um *swap* com condições simétricas ao existente e que anule o efeito dos contratos iniciais. Outra opção possível é a de negociar com a contraparte o cancelamento dos contratos existentes. Nestes casos, é usual existir um pagamento da “contraparte perdedora” que compense a “contraparte ganhadora” pelo facto de ver interrompidos os fluxos que espera vir a receber no futuro. O montante total a pagar pelo cancelamento do contrato tem por referência o valor de mercado do contrato de *swap*, o qual por sua vez decorre do valor atualizado para o presente do saldo entre pagamentos e recebimentos (líquidos) futuros. O cancelamento do contrato dá origem ao pagamento do referido valor à “contraparte ganhadora”, libertando as partes de qualquer obrigação futura.

No contexto do procedimento dos défices excessivos, o cancelamento de *swaps* assume a forma de um fluxo de juros (a receber ou a pagar) e, portanto, com impacto no saldo das administrações públicas.²¹ Subjacente a este tratamento está o facto do valor recebido/pago na sequência de um cancelamento não representar uma mera alteração na composição dos instrumentos financeiros que compõem o balanço das administrações públicas e poder ser utilizado, por exemplo, na contração de uma despesa pública.

A regra de registo em contas nacionais, no contexto dos défices excessivos, estabelece que qualquer pagamento/recebimento resultante de um cancelamento de um contrato de *swap* deverá ser efetuado de forma periodizada ao longo da duração teórica do contrato cancelado, com impacto no défice público ao longo desse período. Este registo faseado ao longo do tempo encontra-se igualmente em concordância com o princípio dos acréscimos ou de especialização do exercício, que se aplica em geral à contabilização dos juros de instrumentos financeiros. Esta forma de registo tem a vantagem de permitir a homogeneidade de tratamento relativamente à opção alternativa ao cancelamento acima referida, e que consiste na contratação de um *swap* que dê origem a fluxos simétricos aos dos contratos iniciais.

²¹ Em contas nacionais, os fluxos decorrentes do cancelamento dos contratos de *swaps* são considerados operações financeiras. No entanto, para efeitos do procedimento dos défices excessivos estes fluxos são considerados juros pagos ou recebidos.

A forma de registo do cancelamento de *swaps*, prevista no contexto dos défices excessivos, é ainda compatível com a que decorre da situação em que não se verifica o cancelamento, uma vez que nestes casos há igualmente lugar ao registo dos fluxos de juros até ao final do contrato. No limite, as duas situações – cancelamento e não cancelamento – podem dar origem a fluxos de juros a pagar/receber equivalentes, caso o valor do cancelamento corresponda aos fluxos futuros (esperados) atualizados para o presente e as hipóteses assumidas para os indexantes, no momento do cancelamento, se concretizem nos períodos seguintes. No ano em que é cancelado um *swap*, devem ser efetuados dois registos: os fluxos líquidos dos juros decorridos até ao momento do cancelamento e a parte do pagamento/recebimento pelo cancelamento do contrato que diz respeito àquele ano. Nos anos seguintes e até ao final do contrato há lugar ao registo da parcela anual do pagamento/recebimento pelo cancelamento do contrato.

Ilustração 1 – Registo de um *swap* no contexto dos défices excessivos

Cancelado

- Registo periodizado do valor cancelado nos anos seguintes (correspondentes à duração teórica dos contratos)
- Valor de cancelamento

Não cancelado

- registo dos fluxos de juros até ao final do contrato
- valor de mercado (*MtM*)

Fonte: Eurostat (Manual do Déficit e da Dívida) e UTAO.

III.2.2 Impacto do cancelamento dos *swaps* das empresas públicas incluídas no perímetro das administrações públicas, no contexto do procedimento dos défices excessivos

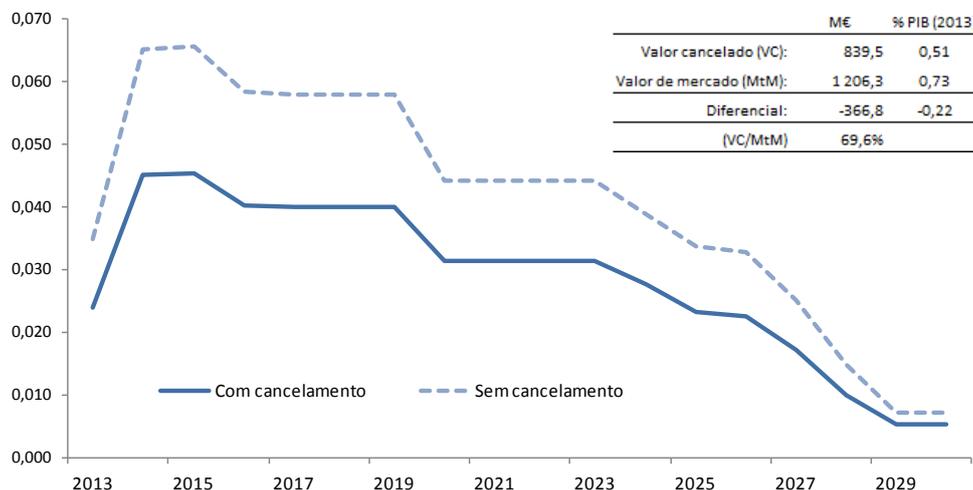
Na medida em que se antecipam pagamentos (líquidos) de juros às contrapartes bancárias ao longo da vida útil dos contratos, os fluxos dos *swaps* contratados pelas empresas públicas darão origem, previsivelmente, a um impacto negativo no saldo das administrações públicas. Com efeito, o impacto negativo no saldo das administrações públicas decorre de se estimar um valor de mercado (*MtM*) negativo para os *swaps* que foram contratados entre as empresas públicas incluídas no perímetro e as contrapartes bancárias. Saliente-se que, de acordo com o IGCP, uma parte significativa do valor de mercado atual dos *swaps* decorre do facto de, no dia seguinte ao da contratação das operações (denominado *Day1 PV*), o preço de mercado ser negativo e não zero ou próximo de zero. De acordo com a avaliação efetuada pelo IGCP, à data de dezembro de 2012, o *Day1 PV* representava 81% do valor de mercado (negativo) das operações.

Os efeitos decorrentes da contratação dos *swaps* por parte das empresas públicas, e subsequente variação do valor de mercado, são distintos dos efeitos que decorrem do “ato de cancelamento”. Estes últimos são analisados no presente Parecer Técnico e as conclusões da análise são apresentadas no ponto seguinte.

Impacto do cancelamento de *swaps* no défice público

O cancelamento dos *swaps* das empresas públicas reclassificadas deverá dar origem, previsivelmente, a um impacto menos negativo no saldo das administrações públicas, na medida em que o valor pago pelo cancelamento tem subjacente uma redução das perdas potenciais (i.e. o valor atualizado dos pagamentos futuros).²² Ainda que as empresas públicas, numa perspetiva de tesouraria, paguem de uma só vez um montante pelo cancelamento dos contratos de *swaps*, na ótica dos défices excessivos esses montantes são registados nos períodos futuros da duração teórica do contrato. De acordo com a informação disponível, estima-se que o “ato de cancelamento” dos 60 contratos analisados venha a ter um impacto favorável no saldo das administrações públicas, na medida em que haverá, em geral, uma redução relativamente ao valor de mercado de cerca de 30% (de 1206,3 para 839,5 M€). Com efeito, o “ato de cancelamento” limitará as perdas potenciais, dando origem (previsivelmente) a um impacto negativo no saldo das administrações públicas de menor dimensão que o “ato de não cancelamento” (Gráfico 1). De acordo com os cálculos da UTAO, o cancelamento dos contratos de *swaps* deverá permitir uma “poupança” estimada de 366,8 M€ no défice público, repartida entre 2013 e 2030 (a data de maturidade do último contrato).²³ A título exemplificativo, em 2015, estima-se que os juros líquidos de *swaps* dos 60 contratos cancelados venham a contribuir, isoladamente, para agravar o saldo das administrações públicas em 0,045% do PIB desse ano, mas caso não tivesse ocorrido o cancelamento o impacto seria superior, em 0,02% do PIB (cerca de 35 M€). Um efeito similar verifica-se todos os anos até 2030, embora as diferenças mais relevantes se encontrem entre 2014 e 2019.

Gráfico 1 - Fluxo líquido de juros a pagar, decorrente dos *swaps* de empresas públicas incluídas no perímetro das administrações públicas
(em percentagem do PIB anual)



Fontes: Ministério das Finanças, IGCP e cálculos da UTAO. | Nota: A informação que se encontra ilustrada no presente gráfico decorre da simulação efetuada pela UTAO no que refere ao cancelamento de 60 contratos de empresas públicas incluídas no perímetro das administrações públicas (de um total de 69 contratos cancelados por empresas públicas), entre março e junho de 2013. Note-se que neste gráfico são incluídos o efeito do cancelamento dos *swaps* do IGCP – ver à frente – os quais se traduzem num fluxo líquido de juros a receber.

²² Importa notar que, no caso das empresas públicas que não pertencem ao perímetro das administrações públicas, mas apresentem prejuízos, o cancelamento só não terá efeitos no défice público se o financiamento da operação não envolver apoios públicos, tais como empréstimos, aumentos de capital ou concessão de garantias do Estado.

²³ Recorde-se que o valor de cancelamento a pagar representa cerca de menos 30% que o valor de mercado dos contratos de *swap*.

Impacto dos swaps na dívida pública

A definição de dívida pública de Maastricht, relativa ao procedimento dos défices excessivos, exclui os derivados financeiros dos instrumentos abrangidos. De acordo com a referida definição, a dívida pública é constituída pelas responsabilidades das administrações públicas em numerário, depósitos, títulos de dívida e empréstimos. Deste modo, os fluxos de *swaps* não têm impacto na dívida pública, e o mesmo se aplica ao seu cancelamento.

Todavia, em determinadas circunstâncias, os swaps podem gerar um efeito na dívida pública. As regras definidas pelo Eurostat no Manual do Défice e da Dívida para o cálculo da dívida pública referem que, em certas circunstâncias, os contratos de *swaps* devem ser registados como instrumento de financiamento. Nomeadamente, os contratos de *swaps* designados por “*off-market*”. Estes contratos têm um valor de mercado inicial diferente de zero, i.e. não se encontram equilibrados à partida, ao contrário do que sucede com um contrato de *swap* normal (*at-market*).²⁴ O desequilíbrio inicial do *swap* é, habitualmente, anulado pelo recebimento de um valor no início do contrato, e que compensa a “contraparte pagadora” pelos fluxos líquidos a desembolsar, previsivelmente, ao longo da sua vida útil do *swap*.²⁵

De acordo com a recomendação metodológica em vigor, a componente de financiamento inerente a *off-market swaps* deverá ser registada na dívida pública. De acordo com o Manual do Défice e da Dívida, o registo dos *off-market swaps* deve ser repartido em duas componentes: (i) um *at-market swap*, e (ii) um empréstimo com valor idêntico ao fluxo líquido trocado no início do contrato. Note-se que, nestas situações, uma parte significativa dos fluxos líquidos futuros que resultam do contrato do *off-market swap* deve ser registada como amortização do empréstimo, devendo ser registada em juros de *swaps* apenas a parte que resulta do *on-market swap*, teórico, que se encontra subjacente ao contrato.

Pela mesmo motivo, o cancelamento de um *off-market swap* deverá implicar uma dupla contabilização: (i) o registo faseado do valor cancelado ao longo da duração teórica do contrato, mas apenas a componente relativa ao *on-market swap* subjacente, e (ii) a amortização do empréstimo contabilizado no início do contrato. Note-se que, caso os contratos venham a ser considerados *off-market*, o impacto no défice público do cancelamento será diferente do atrás referido, uma vez que uma parte do cancelamento dirá respeito a amortização de dívida.

Atendendo à natureza “não equilibrada” dos swaps das empresas públicas no momento da contratação, estes poderão vir a assumir as características de *off-market*. Tal como acima referido, de acordo com o IGCP, uma parte significativa do valor de mercado atual dos *swaps* decorre do facto de, no dia seguinte ao da contratação das operações (denominado *Day1 PV*), o preço de mercado ser negativo e não zero ou próximo de zero.²⁶ De acordo com a avaliação efetuada pelo IGCP, o *Day1 PV* era excessivo em muitas das operações consideradas problemáticas. Inclusivamente, ter-se-ão verificado situações onde, apesar do *swap* ter tido uma performance positiva desde a contratação, o valor de mercado atual é negativo, em virtude dessa performance não ter sido suficiente para compensar um *Day1 PV* muito desfavorável.²⁷

²⁴ De acordo com a redação do manual do défice e da dívida, os *off-market swaps* caracterizam-se por serem “unbalanced in the favour of one party, at inception of the swap”.

²⁵ O Manual do Défice e da Dívida esclarece que não é necessária a existência de um fluxo financeiro no início da operação para que um *swap* seja considerado *off-market*: “it may happen that this compensation takes other forms and is subject to specific agreements (instalments payments, writing off of liability, transfer to other parts of complex arrangements, etc”, pág. 347, VIII.5.1.

²⁶ Os *swaps* contratados pelo IGCP são *at-market*, ou seja o valor de mercado é nulo no momento em que é estabelecido o contrato.

²⁷ Note-se que o IGCP reconheceu que, dada a complexidade destas operações, as avaliações do *day 1PV* têm alguma margem de erro. Para esta margem de erro também contribuem as reestruturações ocorridas nos contratos, sendo difícil calcular exatamente qual foi o *day1 PV*.

Fonte de financiamento

O ato de cancelamento dos swaps não se encontra dependente da forma escolhida para o financiamento da operação. Com a descida acentuada das taxas de juro ocorridas desde 2009, os *swaps* do IGCP de taxas fixas por taxas variáveis deram origem a um valor de mercado positivo (embora já em anos anteriores tal tivesse sucedido - ver anexo A4). A forma encontrada para financiar o montante pago às contrapartes bancárias dos *swaps* das empresas públicas foi o cancelamento de *swaps* do IGCP, o que proporcionou um encaixe financeiro de dimensão equivalente.²⁸ Segundo o IGCP, a negociação dos contratos, em si, foi conduzida de forma independente da fonte de financiamento para o fecho dessas transações. Importa salientar que o custo de oportunidade da opção de financiamento “cancelamento de *swaps* de efeitos simétricos” está relacionado com as formas alternativas que se encontravam à disposição, tais como a utilização de depósitos (redução de ativos e, conseqüentemente, de juros a receber no futuro) ou a contração de novos empréstimos (aumento de passivos e, conseqüentemente, de juros a pagar no futuro). Com efeito, a opção de cancelamento dos *swaps* por parte do IGCP deverá ser analisada à luz destas alternativas, aspeto que não compete analisar no presente Parecer.

Na ótica das contas nacionais, no contexto dos défices excessivos, o cancelamento ou o não cancelamento dos swaps do IGCP dará origem a uma contabilização tendencialmente equivalente em termos de montante, na medida em que o valor de cancelamento correspondeu ao valor de mercado e, qualquer uma das opções, implica o registo dos fluxos positivos de juros nos períodos futuros (Tabela 4).²⁹ De acordo com a informação disponível, os 41 contratos de *swaps* cancelados pelo IGCP entre março e julho de 2013 representavam um valor de mercado de 839,6 M€, o qual corresponde à atualização para o presente dos recebimentos líquidos (esperados) entre 2013 e 2024 – a data de maturidade do último contrato. A título exemplificativo, em 2015, estima-se que os juros líquidos de *swaps* dos referidos contratos venham a contribuir para melhorar o saldo das administrações públicas em 0,082% do PIB desse ano, impacto esse que é independente de se ter verificado o cancelamento.

Tabela 4 – Fluxo de juros a receber, decorrente do cancelamento de swaps do IGCP

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
% PIB	0,051	0,093	0,082	0,072	0,073	0,052	0,031	0,027	-0,001	-0,005	-0,002	-0,002

Fontes: IGCP e cálculos da UTAO. | Nota: A informação que se encontra ilustrada na presente tabela decorre da simulação efetuada pela UTAO no que refere ao cancelamento de 41 contratos de *swaps* por parte do IGCP, entre março e julho de 2013. Note-se que o valor de cancelamento coincidiu com o valor atualizado dos recebimentos futuros previstos até ao final dos contratos, pelo que o efeito estimado em contas nacionais, no contexto dos défices excessivos, é idêntico entre as opções de “cancelar” e de “não cancelar” os referidos *swaps*. A maturidade dos 41 contratos cancelados é diferenciada, atingindo em alguns casos o ano 2024.

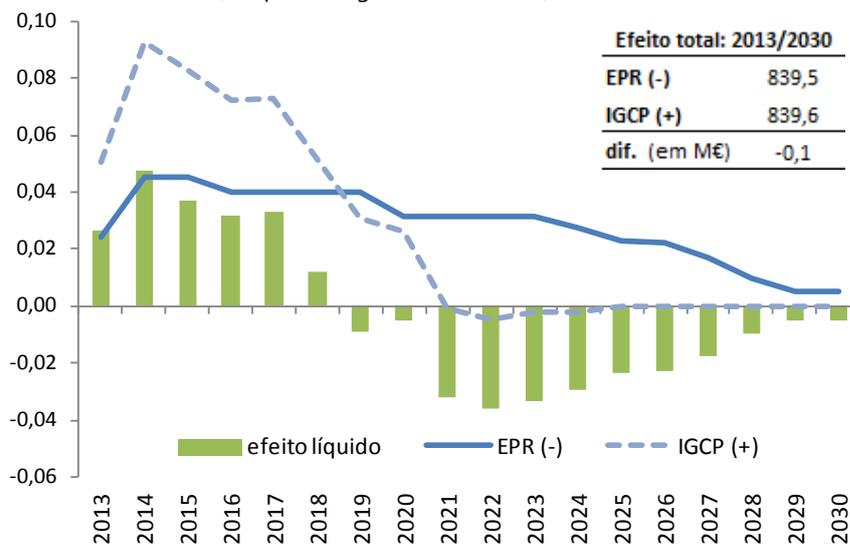
As operações de cancelamento dos swaps das empresas públicas e do IGCP podem ser comparadas na perspetiva do fluxo de juros que é esperado virem a gerar nos próximos anos. Embora os valores de cancelamento, a receber e a pagar pelas administrações públicas, sejam idênticos, i.e. cerca de 840 M€, o impacto líquido anual é diferenciado ao longo do período devido à existência de contratos com diferentes maturidades (Gráfico 2). No caso dos contratos do IGCP, a maturidade máxima dos contratos cancelados era de 2024, enquanto alguns dos contratos das empresas públicas decorriam até 2030. Por esse motivo, embora os efeitos se compensem, o impacto líquido no saldo das administrações públicas para efeitos dos défices excessivos deverá ser favorável até 2018, e desfavorável entre 2019 e 2030.

²⁸ Ainda que os contratos sejam muito diferentes entre si. Uns, os do IGCP, têm características *at-market* e, outros, os das empresas públicas, têm tido, na sua maioria, um *Day1 PV* negativo e diferente de zero.

²⁹ Recorde-se que, no caso dos *swaps* das empresas públicas incluídas no perímetro, o valor de cancelamento representa um desconto de 30,4% relativamente ao valor atualizado dos pagamentos futuros de juros previstos até ao final dos contratos.

Gráfico 2- Fluxo de juros decorrente do cancelamento de *swaps* do IGCP (+) e de empresas públicas incluídas no perímetro das administrações públicas (-)

(em percentagem do PIB anual)



Fontes: IGCP, Ministério das Finanças e cálculos da UTAO. | Nota: A informação que se encontra ilustrada na presente tabela decorre da simulação efetuada pela UTAO no que refere ao cancelamento de 41 contratos de *swaps* por parte do IGCP, entre março e julho de 2013 e do cancelamento de 60 contratos de empresas públicas incluídas no perímetro das administrações públicas (de um total de 69 contratos cancelados), entre março e junho de 2013. Note-se que, no caso dos *swaps* do IGCP, o valor de cancelamento coincidiu com o valor atualizado dos recebimentos futuros de juros previstos até ao final dos contratos, pelo que o efeito estimado em contas nacionais, no contexto dos défices excessivos, é idêntico entre as opções de “cancelar” e de “não cancelar”.

IV ANEXOS

Anexo A1 – Fluxo líquido de juros a pagar, decorrente dos *sawps* de empresas públicas incluídas no perímetro das administrações públicas – impacto em contas nacionais no contexto dos défices excessivos

(em percentagem do PIB anual)

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Com cancelamento	0,024	0,045	0,045	0,040	0,040	0,040	0,040	0,031	0,031	0,031	0,031	0,028	0,023	0,023	0,017	0,010	0,005	0,005
Sem cancelamento	0,035	0,065	0,066	0,058	0,058	0,058	0,058	0,044	0,044	0,044	0,044	0,039	0,034	0,033	0,025	0,015	0,007	0,007
Diferencial	-0,011	-0,020	-0,020	-0,018	-0,018	-0,018	-0,018	-0,013	-0,013	-0,013	-0,013	-0,011	-0,010	-0,010	-0,008	-0,005	-0,002	-0,002

Fontes: Ministério das Finanças, IGCP e cálculos da UTAO. | Nota: A informação que se encontra ilustrada no presente gráfico decorre da simulação efetuada pela UTAO com base nos dados disponíveis no que refere ao cancelamento de 60 contratos de empresas públicas incluídas no perímetro das administrações públicas (de um total de 69 contratos cancelados por empresas públicas), entre março e junho de 2013.

Anexo A2 – Fluxo de juros a receber, decorrente do cancelamento de *swaps* do IGCP - impacto em contas nacionais no contexto dos défices excessivos

(em percentagem do PIB anual)

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
% PIB	0,051	0,093	0,082	0,072	0,073	0,052	0,031	0,027	-0,001	-0,005	-0,002	-0,002

Fontes: IGCP e cálculos da UTAO. | Nota: A informação que se encontra ilustrada na presente tabela decorre da simulação efetuada pela UTAO no que refere ao cancelamento de 41 contratos de *swaps* por parte do IGCP, entre março e julho de 2013. Note-se que o valor de cancelamento coincidiu com o valor atualizado dos recebimentos futuros previstos até ao final dos contratos, pelo que o efeito estimado em contas nacionais, no contexto dos défices excessivos, é idêntico entre as opções de “cancelar” e de “não cancelar” os referidos *swaps*. A maturidade dos 41 contratos cancelados é diferenciada, atingindo em alguns casos o ano 2024.

Anexo A3 - Fluxo de juros decorrente do cancelamento de *sawps* do IGCP (+) e de empresas públicas incluídas no perímetro das administrações públicas (-)

(em percentagem do PIB anual)

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
EPR (-)	0,02	0,05	0,05	0,04	0,04	0,04	0,04	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03	0,02	0,02	0,02	0,01	0,01	0,01
IGCP (+)	0,05	0,09	0,08	0,07	0,07	0,05	0,03	0,03	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
dif.	0,03	0,05	0,04	0,03	0,03	0,01	-0,01	0,00	-0,03	-0,04	-0,03	-0,03	-0,02	-0,02	-0,02	-0,01	-0,01	-0,01

Fontes: IGCP, Ministério das Finanças e cálculos da UTAO. | Nota: A informação que se encontra ilustrada na presente tabela decorre da simulação efetuada pela UTAO no que refere ao cancelamento de 41 contratos de *swaps* por parte do IGCP, entre março e julho de 2013 e do cancelamento de 60 contratos de empresas públicas incluídas no perímetro das administrações públicas (de um total de 69 contratos cancelados), entre março e junho de 2013. Note-se que, no caso dos *swaps* do IGCP, o valor de cancelamento coincidiu com o valor atualizado dos recebimentos futuros de juros previstos até ao final dos contratos, pelo que o efeito estimado em contas nacionais, no contexto dos défices excessivos, é idêntico entre as opções de “cancelar” e de “não cancelar”.

Anexo A4 - Fluxos de juros de *swaps* e *Forward Rate Agreements*- impacto no saldo das administrações públicas

(em milhões de euros)

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013 (p)
recebidos (+)							
pagos (-)	106,2	122,8	32,1	46,0	-18,8	28,3	134,0

Fontes: INE e Eurostat (Procedimento dos Défices Excessivos – outubro de 2013)