

2.º Trimestre 2019

JULHO | 2019

(com informação até final de junho)

SIGLAS

BCE – Banco Central Europeu

Bunds – Obrigações da República Federal Alemã

OT – Obrigações da República Portuguesa

QE – Quantitative Easing

S&P – Standard & Poor's

1 ENQUADRAMENTO

A ERSE acompanha a evolução financeira portuguesa e mundial, com consequências muitas vezes no contexto nacional, uma vez que estas condições constituem um *input* relevante da regulação. De facto, a variação dos principais indicadores financeiros tem impacto nos proveitos permitidos das empresas reguladas e, portanto, nos preços de energia elétrica e de gás natural.

O presente boletim de indicadores financeiros procura ser uma ferramenta para melhor compreender as condicionantes financeiras que impactam na evolução tarifária, não se substituindo a outras publicações e análises efetuadas por outras instituições. Para este fim, este boletim centra-se na evolução das taxas de juro de curto prazo do mercado interbancário e do Eurosistema, com impacte direto no cálculo dos ajustamentos dos proveitos permitidos das atividades reguladas¹, assim como na evolução das *yields* das OT, indexante das taxas de remuneração dos ativos regulados dos sectores elétrico e de gás natural. Recorde-se a

introdução no período regulatório 2012-2014 do setor elétrico deste mecanismo de indexação que reflete na taxa de remuneração dos ativos regulados a evolução da conjuntura económica e financeira, sobretudo como forma de conter a contaminação da instabilidade financeira às empresas reguladas. A introdução deste mecanismo no setor do gás natural efetuou-se a partir do ano gás 2013-2014.

DESTAQUES

- Os níveis de inflação deverão manter-se contidos, tendo em conta que as perspetivas de crescimento económico não se traduzem em pressões inflacionistas, com a inflação *core* a manter-se ainda longe do target do BCE (2%), sendo também expectável que os níveis de taxas de juro historicamente baixos se possam prolongar.
- Relativamente às *yields* das OT, observa-se uma redução significativa neste primeiro semestre, tendo as *yields* das OT a 10 anos atingido um valor mínimo histórico de 0,477% em maio de 2019, embora permaneça um cenário de alguma incerteza, que se reflete, nomeadamente, no facto de a dívida soberana portuguesa se manter com ratings ainda baixos.

¹ Diferença entre o montante que a empresa regulada deve receber e o montante resultante da aplicação das tarifas em cada ano.

2.º Trimestre 2019

2 EVOLUÇÃO DOS INDICADORES FINANCEIROS

TAXAS EURIBOR

Na evolução das taxas Euribor destacam-se os seguintes comportamentos (vide Figura 2-1):

- A queda prolongada durante o ano de 2016;
- Valores negativos em todas as maturidades das taxas Euribor a partir de 2016;
- Valores relativamente estáveis entre 2017 e inícios de 2019;
- Queda abrupta das taxas Euribor a partir de maio de 2019.

Após o registo de máximos da EURIBOR desde 2016 no primeiro trimestre de 2019, observou-se no final do segundo trimestre de 2019 uma descida muito acentuada das taxas de juro de curto prazo, com as cotações da Euribor a 3, 6 e 12 meses a fecharem este primeiro semestre do ano em -0,345%, -0,311% e -0,214%, respetivamente, correspondendo aos valores mínimos históricos.

Para esta recente evolução contribuíram as declarações de Mario Draghi admitindo a possibilidade de o BCE poder implementar novos estímulos (incluindo corte nas taxas diretas ou a reativação do programa de compra de ativos), caso não se registre uma melhoria do *outlook* e um regresso sustentado da inflação à meta dos 2%.

Figura 2-1 - Taxas Euribor a 3, 6 e 12 meses



Fonte: ERSE, Reuters

Em termos de política monetária e evolução das taxas de juro do mercado monetário interbancário, pode-se observar na Figura 2-2 a evolução das taxas *refi*² e da facilidade de depósito do BCE, bem como das taxas Euribor a 1 e 12 meses. Nesta figura, destacam-se os movimentos de queda das taxas de juro Euribor observadas em 2008-2009 (falência da Lehman Brothers) e 2012 (crise na Zona Euro). Em 2014 registaram-se novos movimentos de queda, fruto das alterações de política monetária do BCE. Em março de 2016, o BCE cortou a taxa *refi* para 0,00% e a taxa da facilidade de depósito para -0,40%, tendo anunciado igualmente, na mesma data, um pacote de medidas expansionistas, *Quantitative Easing* (QE).

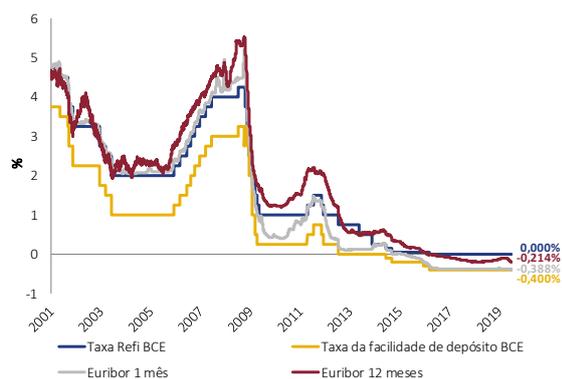
No atual contexto continua a ser expectável que os níveis de taxas de juro historicamente baixas se possam prolongar por algum tempo, dado os atuais níveis de inflação ainda relativamente reduzidos na zona euro e o abrandamento de algumas economias europeias, com as decisões de política monetária a procurarem atingir o objetivo primordial do BCE de manutenção da estabilidade dos preços, que se concretiza num objetivo de uma inflação próxima, mas abaixo,

² Taxa de juro do BCE aplicável às operações principais de refinanciamento do Eurosistema.

2.º Trimestre 2019

de 2% no médio prazo, um *target* que está ainda longe de ser atingido sustentadamente.

Figura 2-2 - Taxas *refi* e da facilidade de depósito do BCE e taxas Euribor a 1 e 12 meses



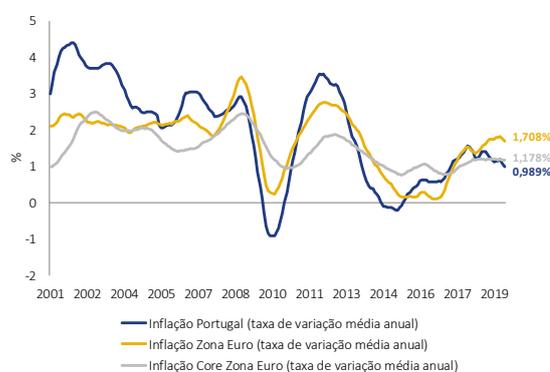
Fonte: ERSE, Reuter

Na Figura 2-3 pode-se observar que a taxa de inflação média anual *core* (que não considera os preços de energia) da zona euro tem-se mantido estável em níveis ligeiramente acima de 1%. Em maio de 2019 a taxa de inflação média anual *core* da zona euro situou-se nos 1,178% (1,185% em março), o que corresponde a uma ligeira diminuição comparativamente com o final de 2018 (1,212% em dezembro). Assim, tendo em conta que as perspetivas de crescimento económico não se traduzem em pressões inflacionistas, os níveis de inflação deverão manter-se contidos.

O BCE, apesar de ter anunciado em dezembro de 2018 o fim do programa de compra de dívida, assegurou que outras medidas de estímulo económico continuam em vigor, nomeadamente a manutenção das taxas de juro até ao terceiro trimestre do corrente ano. O aumento da incerteza e a deterioração das perspetivas de crescimento em algumas economias europeias levaram o BCE a afirmar recentemente que se encontra “pronto e preparado” para novos estímulos.

Assim, é de esperar que as taxas de juro de curto prazo da área do euro se mantenham em níveis baixos, num contexto de adiamento das expectativas de mercado quanto a uma subida das taxas de juro diretoras do BCE.

Figura 2-3 - Taxas de inflação Portugal e zona euro



Fonte: ERSE, Reuters

YIELDS OBRIGAÇÕES DO TESOURO

Na Figura 2-4 pode-se observar a evolução das *yields* das OT a 10 anos e das Bunds, onde se encontram assinaladas as alterações de notação de *rating* da dívida portuguesa e outros fatores determinantes para a evolução das *yields* das obrigações.

Desde a intervenção do BCE anunciada em julho de 2012, no sentido de tudo fazer para salvar o Euro, o *spread* entre as OT e as Bunds apresentou uma trajetória de redução muito significativa face aos máximos atingidos no final de 2011 e inícios de 2012.

No início de 2019 observa-se uma redução significativa das *yields* das OT da República Portuguesa, para a qual contribuíram os *upgrades* da dívida pública portuguesa, que saiu

2.º Trimestre 2019

do grau especulativo³, como foi o *upgrade* da dívida pública por parte da S&P em março de 2019 para BBB, seguido de uma avaliação de *outlook* positivo no passado mês de maio, tendo as *yields* das OT a 10 anos atingido um valor mínimo histórico de 0,477% no segundo trimestre de 2019.

No entanto, embora se verifique uma situação de *yields* bastante baixas, permanece um cenário de alguma incerteza, que se reflete, nomeadamente, no facto de a dívida soberana portuguesa se manter com *ratings* ainda baixos. Desta forma, as *yields* das OT poderão continuar consideravelmente suscetíveis a alterações de cenário económico-financeiro nacional e/ou internacional, nomeadamente às alterações de política monetária do BCE.

obrigações de dívida soberana com maturidade de 2 anos da Alemanha, da França e da Irlanda, para além de Portugal, onde se observa que a trajetória descendente das *yields* das obrigações nesses países tem sido notória.

É de salientar que a continuação da existência de alguns riscos políticos como o Brexit, a indefinição política em Itália e as guerras comerciais poderão continuar a pressionar os juros de mercado em baixa. Adicionalmente, a nomeação de Christine Lagarde para Presidente do BCE é outro fator que também deverá ser tido em conta na evolução das taxas de juro, com os mercados a atribuírem uma maior probabilidade de novos estímulos monetários na Zona Euro.

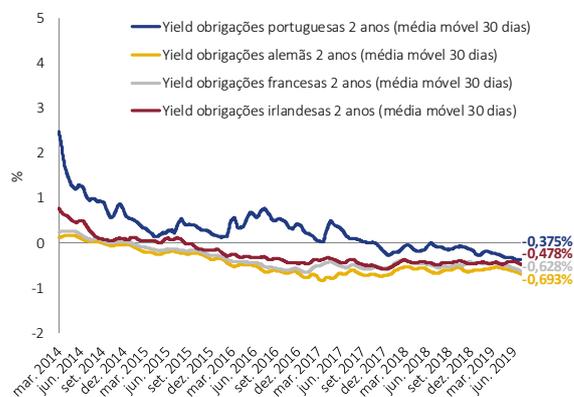
Figura 2-4 - *Yields* das OT e das Bunds



Fonte: ERSE, Reuters, IGCP

Neste contexto importa, igualmente, apresentar a evolução das *yields* das obrigações portuguesas com maturidade a 2 anos face às *yields* das obrigações com a mesma maturidade de outras economias europeias. Na Figura 2-5 apresenta-se a evolução das *yields* das

Figura 2-5 - *Yields* das obrigações a 2 anos



Fonte: ERSE, Reuters

Tendo em conta a evolução dos custos de financiamento das empresas, o Regulamento Tarifário em vigor, quer no setor elétrico, quer no setor do gás natural, estabelece que seja aplicado um *spread* para cada ano de cálculo dos ajustamentos dos proveitos permitidos. Neste sentido, na definição do *spread* a aplicar

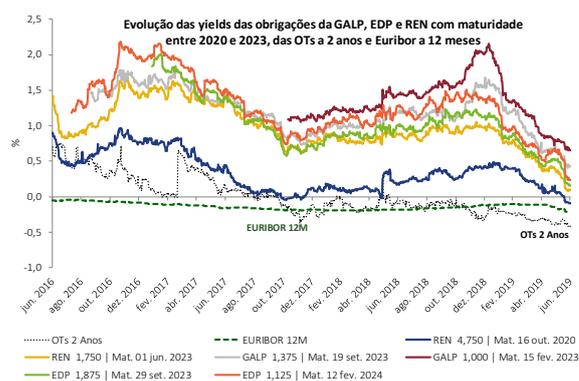
³ Moody's subiu a classificação da dívida portuguesa de "Ba1" para "Baa3", em outubro de 2018, com uma perspetiva estável de investimento.

2.º Trimestre 2019

aos ajustamentos torna-se relevante a análise e o acompanhamento da evolução das perspectivas das taxas de juro de curto e médio prazo.

Na Figura 2-6 é possível observar a evolução das *yields* das obrigações da EDP, da REN e da GALP de curto prazo. As *yields* destas obrigações refletem as condições de financiamento destas empresas no curto prazo, não representando, no entanto, o seu custo médio de financiamento⁴.

Figura 2-6 - Yields das obrigações a 2 anos de Portugal, Euribor a 12 meses e yields de obrigações de maturidades entre 1 e 4 anos de EDP, REN e GALP



Fonte: ERSE, Reuters

⁴ É de realçar que as *yields* das obrigações das empresas apresentadas na Figura 2-6 são atualmente claramente mais baixas do que o custo médio de financiamento das respetivas empresas, por esta última variável refletir as

condições de financiamento verificadas aquando dos compromissos financeiros assumidos e não as condições de financiamento atualmente em vigor.