

3.º Trimestre 2019

OUTUBRO | 2019

(com informação até final de setembro)

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

- Redução da taxa da facilidade de depósito em 10 pontos base efetuada pelo Conselho do BCE no início de setembro.
- Diminuição dos níveis de inflação mantendo-se ainda longe do target do BCE (2%). Tendo em conta as perspetivas de crescimento económico não se perspetivam pressões inflacionistas, com a inflação *core* a manter-se em níveis contidos, e 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 terceiro trimestre, tendo as *yields* das OT a 10 anos atingido um valor mínimo histórico de 0,162% em setembro de 2019. Recorde-se que no primeiro semestre já tinha sido alcançado o valor histórico de 0,477%. Contudo, permanece um cenário de alguma incerteza, que se reflete, nomeadamente, no facto de a dívida

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

3.º Trimestre 2019

soberana portuguesa se manter com *ratings* ainda baixos.

2 EVOLUÇÃO DOS INDICADORES FINANCEIROS

TAXAS EURIBOR

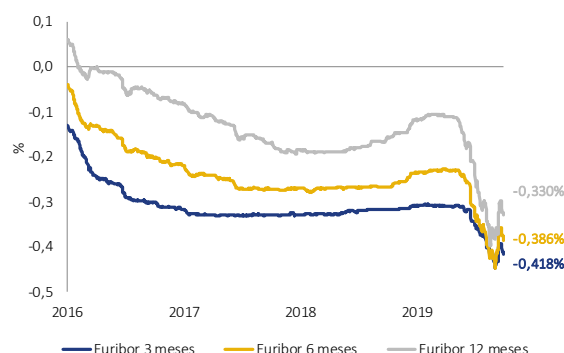
Na evolução das taxas Euribor destacam-se os seguintes comportamentos (vide Figura 2-1):

- a continuação da 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 se registar uma estabilidade dos valores das taxas nos primeiros meses de 2019, observou-se, a partir de maio, uma descida muito acentuada das taxas de juro de curto prazo, com as cotações da Euribor a 3, 6 e 12 meses a atingirem no 3º trimestre os valores mínimos históricos de -0,448%, -0,448% e -0,399%, respetivamente. Durante o mês de setembro, observou-se uma maior volatilidade dos valores das taxas. Nas primeiras semanas verificou-se uma recuperação destas taxas e uma inversão desta tendência nos últimos dias de setembro. Desta forma, as cotações da EURIBOR fecharam o terceiro trimestre em queda, registando os valores de -0,418%, -0,386%, -0,33% a 3, 6 e 12 meses, respetivamente.

Para esta evolução contribuiu as decisões do Conselho do BCE, decorrentes das perspetivas associadas à evolução da taxa de inflação, de reduzir a taxa da facilidade de depósito em 10 pontos base e de manter os atuais níveis das taxas de juro diretoras. Complementarmente, esta entidade apresentou a possibilidade de ocorrerem futuras alterações destas taxas para níveis inferiores, de forma a assegurar uma evolução sustentada da taxa de inflação no sentido do *target* pretendido. Adicionalmente, refere-se a decisão do BCE de reiniciar o processo de aquisições líquidas de ativos ao abrigo do APP (*Asset Purchase Programme*) a um ritmo mensal de 20 mil milhões de euros.

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 de 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

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

3.º Trimestre 2019

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 ano de 2019 realça-se a supra referida redução da taxa da facilidade de depósito em 10 pontos base.

Os atuais níveis de inflação, a desaceleração de algumas economias europeias e os potenciais riscos de entradas em recessão geram a expectativa do prolongamento da manutenção dos níveis de taxas de juro historicamente baixas por mais algum tempo. No terceiro trimestre manteve-se a tendência de deterioração das perspetivas relativas à taxa de inflação resultante do ritmo lento da dinâmica de crescimento na zona euro. Esta regista níveis aquém do *target* de 2% e determinou as recentes decisões de política monetária do BCE.

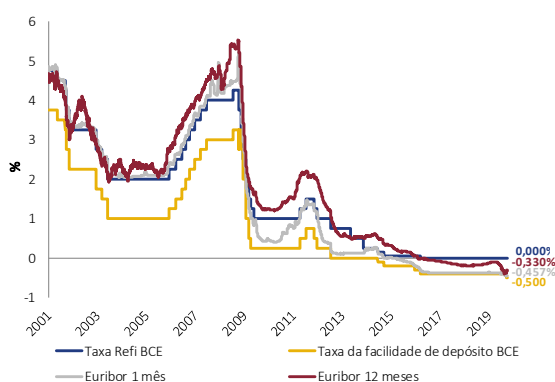
tinha ocorrido uma ligeira diminuição comparativamente com o final de 2018 (1,212% em dezembro). Assim, tendo em conta que as perspetivas apontadas para a situação económica não se traduzem em pressões inflacionistas, os níveis de inflação deverão manter-se contidos.

O BCE, apesar de ter anunciado, em dezembro de 2018, o fim do programa de compra de dívida (*Quantitative Easing*), reverteu esta decisão no final do terceiro trimestre de 2019 com efeitos a partir do próximo mês de novembro como resposta ao abrandamento da economia e aos níveis reduzidos das taxas de inflação.

Esta medida em conjunto com as decisões de reduzir a taxa da facilidade de depósito e de manter as restantes taxas de juro diretoras têm o objetivo de encorajar as instituições de crédito a efetuar um maior financiamento da economia.

As últimas declarações de Christine Lagarde, que tomará posse como Presidente do BCE a 1 de novembro próximo, evidenciam uma posição favorável às orientações seguidas pelo atual presidente da instituição. 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 do mercado quanto a uma subida das taxas de juro diretoras do BCE.

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

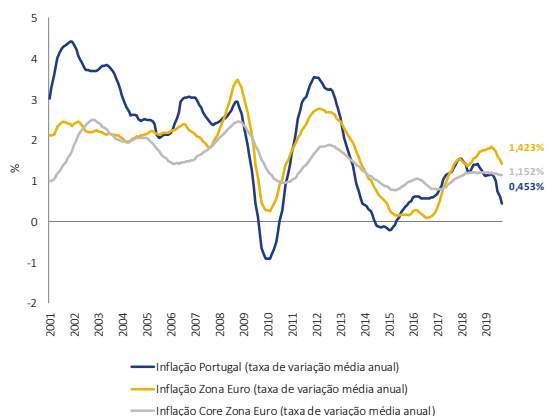


Fonte: ERSE, Reuter

Na Figura 2-3 pode-se observar a tendência de decréscimo da taxa de inflação média anual *core* (que não considera os preços de energia) da zona euro. Em setembro de 2019, este indicador situou-se nos 1,152% quando em maio deste ano situava-se nos 1,178% (1,185% em março). Recordar-se que no primeiro trimestre de 2019

3.º Trimestre 2019

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



Fonte: ERSE, Reuters

YIELDS OBRIGAÇÕES DE ESTADOS

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.

Em 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 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 0,162% no terceiro trimestre de 2019 quando no trimestre anterior já tinha sido alcançado o valor histórico de 0,477%⁴.

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 baixos⁵. 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.

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

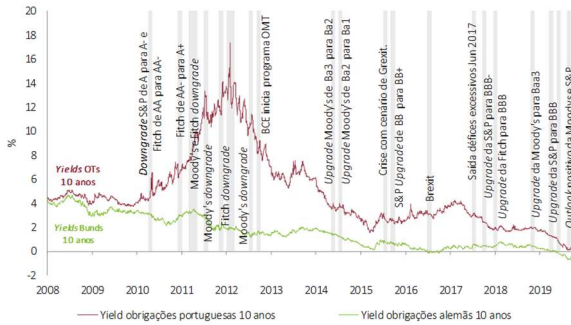
⁴ Apesar deste Boletim abordar a análise da evolução dos indicadores financeiros no terceiro trimestre de 2019 deve-se mencionar o *upgrade* da dívida portuguesa de BBB para BBB(*high*) pela DBRS a 4 de outubro de 2019.

⁵ Recordar-se as últimas alterações do rating da dívida soberana portuguesa e do *Outlook* efetuadas pelas quatro principais agências:

- DBRS: *upgrade* de BBB p/ BBB (high) – 4/10/2019 (*Outlook* estável – 4/10/2019);
- Fitch: *upgrade* de BB+ p/ BBB – 15/12/2017 (*Outlook* positivo – 24/5/2019);
- Moody's: *upgrade* de Ba1 p/ Baa3 – 12/10/2018 (*Outlook* positivo – 9/8/2019);
- Standard & Poor's: *upgrade* de BBB- p/ BBB – 15/3/2019 (*Outlook* positivo – 13/9/2019).

3.º Trimestre 2019

Figura 2-4 - Yields das OT e das Bunds

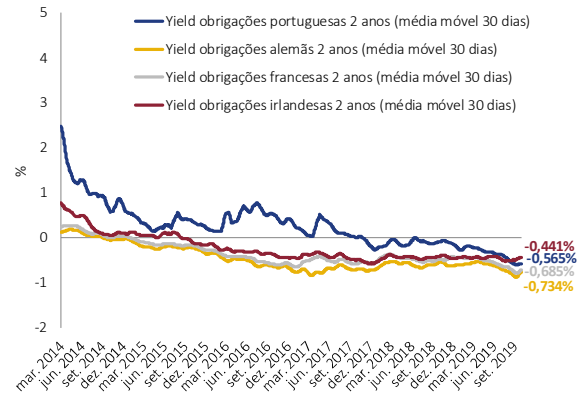


Fonte: ERSE, Reuters, IGC

Na Figura 2-5 apresenta-se a evolução das *yields* das obrigações de dívida soberana com maturidade de 2 anos da Alemanha, da França, da Irlanda e de Portugal. Observa-se que a trajetória descendente das *yields* das obrigações nesses países tem sido notória. Apesar da trajetória das *yields* das obrigações de dívida da Irlanda ser menos acentuada nos últimos períodos. Este comportamento será justificado pela instabilidade criada pelo *Brexit*.

É de salientar que a continuação da existência de alguns riscos políticos como o *Brexit*, a indefinição política em Espanha, que originará a realização das segundas eleições legislativas no mesmo ano, no próximo dia 10 novembro, e as guerras comerciais entre vários blocos económicos poderão continuar a pressionar as *yields* de mercado em baixa.

Figura 2-5 - Yields das obrigações a 2 anos



Fonte: ERSE, Reuters

YIELDS OBRIGAÇÕES DAS EMPRESAS

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 aos ajustamentos, torna-se relevante a análise e o acompanhamento da evolução das perspetivas das taxas de juro de financiamento a curto e médio prazo dessas empresas.

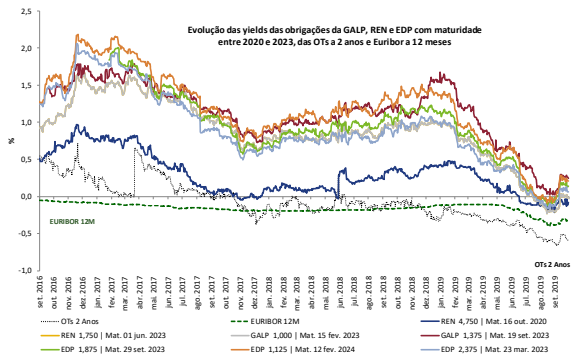
Na Figura 2-6 é possível observar a evolução das *yields* das obrigações da EDP, da REN e da GALP de curto prazo. As *yields* destas obrigações refletem as condições de financiamento destas empresas no curto prazo, não representando, no entanto, o seu custo médio de financiamento⁶.

⁶ 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.

3.º Trimestre 2019

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