

#### **SIGLAS**

<b>BCE</b>	– Banco Central Europeu
<b>Bunds</b>	– Obrigações da República Federal Alemã
<b>OT</b>	– Obrigações da República Portuguesa
<b>QE</b>	– Quantitative Easing
<b>S&amp;P</b>	– Standard & Poor's
<b>INE</b>	– Instituto Nacional de Estatísticas
<b>FMI</b>	– Fundo Monetário
<b>BdP</b>	– Banco de Portugal
<b>OCDE</b>	– Organização para a cooperação e desenvolvimento económico
<b>CE</b>	– Comissão Europeia

## **1 ENQUADRAMENTO**

O presente boletim 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 impacto direto no cálculo dos ajustamentos dos proveitos permitidos das atividades reguladas<sup>1</sup>, 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 de 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. A introdução deste mecanismo no setor do gás natural efetuou-se a partir do ano gás 2013-2014.

O terceiro trimestre de 2020 correspondeu a mais um período sob a situação excecional resultante da pandemia provocada pelo vírus COVID-19 e que tem vindo a gerar fortes impactes económicos e sociais. Após um segundo trimestre caracterizado, na primeira metade, por fortes medidas de confinamento com o objetivo de mitigar a propagação do COVID-19, observou-se, no terceiro trimestre, um alívio gradual das medidas de confinamento com o objetivo de estimular a retoma possível da atividade económica, tendo em conta a situação pandémica atual.

Neste sentido, e após uma quebra de 16% apontada pelo INE no segundo trimestre de 2020, vários indicadores económicos apontam para uma retoma parcial da economia no 3.º trimestre. As principais projeções para a economia portuguesa em 2020<sup>2</sup> apontam para uma quebra entre os 8% e os 10%, contudo, a evolução da pandemia e o seu impacto em termos económicos e sociais continuam a ser muito difíceis de prever. Registe-se, aliás, que os dados mais recentes apontam para um agravamento da situação pandémica.

#### **DESTAQUES**

- O Conselho do BCE decidiu manter as decisões anteriores relativamente aos montantes e prazos do programa de compra de ativos que tinha sido reforçado no 2.º trimestre de 2020.

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

<sup>2</sup> FMI, BdP, OCDE e CE

3.º Trimestre 2020

- A taxa de inflação média anual core (que não considera os preços de energia) da zona euro apresentou uma tendência de decréscimo no 3º trimestre, registando-se o valor de 1,12% no final deste período. Recorde-se que nos primeiros dois trimestres de 2020, esta taxa permaneceu relativamente estável na ordem dos 1,20%. Desta forma, esta taxa afastou-se do *target* do BCE (2%), sendo expectável a continuação desta tendência até ao final do ano de 2020 em resultado dos impactes económicos decorrentes da atual situação pandémica associada ao novo coronavírus.
- As taxas de juros diretoras do BCE permaneceram inalteradas, até se observar que existe uma convergência e solidez nos níveis de inflação em consonância com o objetivo delineado para a zona euro (2%).
- Após uma tendência acentuada de crescimento das taxas EURIBOR no mês de março e abril observou-se uma tendência de decréscimo destas taxas, alcançando-se, em setembro, novos valores mínimos históricos de -0,508%, -0,480% e de -0,443% nas taxas a 3, 6 e 12 meses, respetivamente.
- Após atingir o valor mínimo de 2020 no final de fevereiro, registando o valor de 0,181%, as *yields* das OT passaram a registar uma tendência significativa de crescimento, atingindo o valor de 1,403% em meados de março. Esta inversão justificou-se com o despoletar da pandemia da COVID-19 na Europa que afetou negativamente a emissão de dívida portuguesa a 5 e 10 anos, efetuada nesta altura. No entanto, a partir de maio observou-se uma tendência notória de diminuição das *yields* das OT a 10 anos, registando-se os valores de 0,487% e 0,270% no final do primeiro semestre de

2020 e no final o 3º trimestre de 2020, respetivamente.

## 2 EVOLUÇÃO DOS INDICADORES FINANCEIROS

### TAXAS EURIBOR

No que diz respeito à evolução das taxas Euribor (vide Figura 2-1), recorde-se que o comportamento das taxas Euribor durante o ano de 2019 foi caracterizado por um forte incremento das taxas no final do ano, que compara com a descida muito acentuada entre maio e meados de setembro. Recorde-se que este incremento resultou de algumas expectativas sobre os impactes da nova liderança que tomou posse no início de novembro. No entanto, a nova presidente, *Christine Lagarde*, manteve inalteradas as últimas decisões da anterior liderança nomeadamente, no que respeita aos valores da taxa da facilidade de depósito e das taxas de juro diretoras. Também se destaca a manutenção do processo de aquisições líquidas de ativos ao abrigo do APP (*Asset Purchase Programme*) a um ritmo mensal de 20 mil milhões de euros, reiniciado em novembro de 2019. Desta forma, no início de 2020, em particular no mês de fevereiro de 2020 e na primeira metade do mês de março, observou-se uma tendência de decréscimo das taxas EURIBOR, alcançando-se novos valores mínimos no 1º trimestre de 2020, no dia 12 de março: -0,489%, -0,447%, -0,368% nas taxas a 3, 6 e 12 meses, respetivamente.

O final do 1º trimestre de 2020 caracteriza-se pelo início dos impactos económicos e financeiros das necessárias medidas de mitigação da pandemia COVID-19 e de contenção da sua propagação. Assim, no final de março e em abril observou-se uma tendência acentuada de crescimento das taxas EURIBOR, registando-se os valores máximos

3.º Trimestre 2020

do 1º semestre de 2020 a 23/24 de abril de -0,161%, -0,114% -0,053% a 3, 6 e 12 meses, respetivamente.

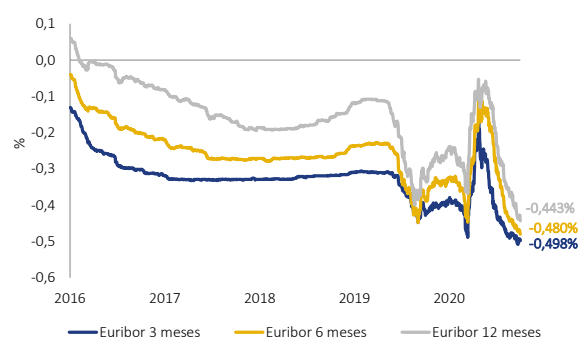
Em março de 2020, o BCE começou por anunciar 120 mil milhões de euros adicionais no programa de compra de ativos (para além dos 20 mil milhões de euros já em vigor) numa primeira antecipação a uma recessão económica na zona euro provocada pela COVID-19. Este novo pacote de política monetária incluiu também linhas de crédito mais baratas e requisitos de capital menos exigentes. Estas medidas foram reforçadas, dias depois, com o anúncio de um pacote de 750 mil milhões de euros para aquisição de dívida pública e privada. A 4 de junho, o BCE decidiu reforçar o pacote de aquisições em 600 mil milhões de euros para um total de 1 350 mil milhões, bem como alargar o período de aquisições líquidas até junho de 2021. A 10 de setembro, o Conselho do BCE decidiu manter as decisões tomadas na reunião de 4 de junho, permanecendo inalteradas as taxas de juro diretas.

O efeito combinado do anúncio do BCE em reforçar o PEPP (*Pandemic Emergency Purchase Programme*) e o início da fase de desconfinamento promoveu uma queda das taxas Euribor a 3, 6 e 12 meses, a partir de maio e junho, fechando o primeiro semestre de 2020 com os valores de -0,422%, -0,308% e -0,225%, respetivamente.

A tendência de decréscimo das taxas EURIBOR manteve-se no 3.º trimestre de 2020, alcançando-se novos valores mínimos históricos de -0,508% no dia 21 de setembro na taxa a 3 meses e de -0,480%, -0,443% nas taxas a 6 e 12 meses, respetivamente, no dia 30 de setembro.

Nesta data, a taxa a 3 meses registou o valor de -0,498%.

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



Fonte: ERSE, Reuters

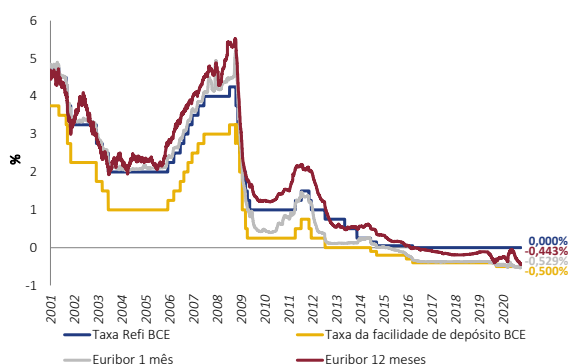
A evolução das taxas de juro do mercado monetário interbancário, contextualizada pela política monetária, pode ser observada na Figura 2-2 que compara a evolução das taxas de facilidade de depósito do BCE e de *refi*<sup>3</sup>, bem como das taxas Euribor a 1 e 12 meses. Nesta figura, destacam-se os 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 ano de 2019 realça-se a redução, ocorrida em setembro, da taxa da facilidade de depósito em 10 pontos base. Apesar da situação excecional que envolve a zona euro em resultado da pandemia da COVID-19 que está a gerar impactes de elevada magnitude na economia europeia, o BCE decidiu, na reunião de 10 de setembro de 2020, manter inalteradas as taxas de referência, mantendo a intenção referida na

<sup>3</sup> Taxa de juro do BCE aplicável às operações principais de refinanciamento do Eurosistema.

3.º Trimestre 2020

reunião de 4 de junho de 2020, de que se encontra preparado para ajustar os seus instrumentos de forma a garantir que a inflação evolui de forma sustentada no sentido do seu objetivo<sup>4</sup>.

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



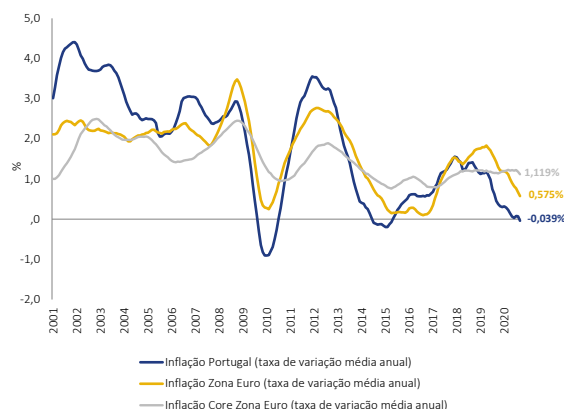
Fonte: ERSE, Reuters

Os reduzidos níveis de inflação e as entradas em recessão das economias europeias em resultado da situação pandémica da COVID-19 suportam as expectativas do prolongamento da manutenção dos níveis de taxas de juro historicamente baixas.

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 apresentou, no 3.º trimestre de 2020, uma ligeira tendência de decréscimo comparativamente ao observado no 1.º semestre de 2020. Nos primeiros seis meses de 2020 registou-se uma estabilização dos valores da taxa de inflação em torno de 1,2%. O 3º trimestre terminou com a taxa de inflação média *core* no valor de 1,12%, inferior aos valores de 1,22%, 1,19% e 1,21% observados em junho de 2020, no final de 2019 e 2018, respetivamente. A tendência de decréscimo da taxa de inflação em Portugal e na Zona euro observada ao longo do ano de 2020 vem

confirmar as perspetivas de uma redução significativa até ao final do ano de 2020 em resultado dos impactes económicos decorrentes da atual situação pandémica<sup>5</sup>. A evolução observada no 3º trimestre parece confirmar as expectativas do início deste período, de que os preços dos serviços relacionados com o turismo contribuem para incrementar esta tendência de descida da taxa de inflação.

**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.

<sup>4</sup><https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2020/html/ecb.mp200910~f4a8da495e.pt.html>

<sup>5</sup>[https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/economy-finance/ip132\\_en.pdf](https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/economy-finance/ip132_en.pdf)

3.º Trimestre 2020

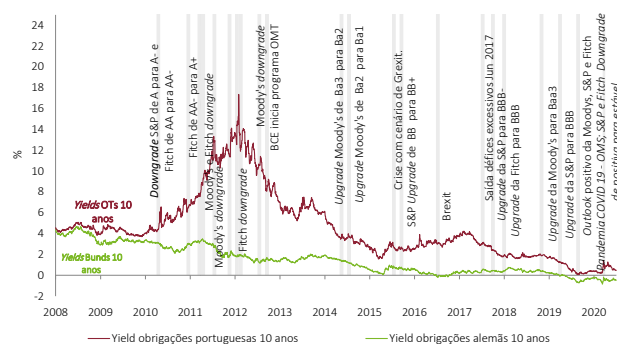
A partir do primeiro trimestre de 2015 observou-se uma ligeira inversão da tendência de decréscimo das *yields* das OT da República Portuguesa que perdurou até ao início do 2º trimestre de 2018. A partir deste período voltou-se a observar uma redução deste indicador, tendo-se acentuado esta tendência no ano de 2019, em particular, até ao mês de outubro. Neste ano foi alcançado um valor mínimo histórico de 0,081% para as *yields* das PT a 10 anos no 3.º trimestre de 2019. Para este comportamento contribuíram os *upgrades* da dívida pública portuguesa.

Em setembro de 2020, as agências DBRS e S&P anunciaram a manutenção do rating e perspectivas atribuídos à dívida portuguesa em anteriores avaliações. A DBRS justificou esta avaliação com a performance positiva observada em vários indicadores económicos nos anos que precederam a atual crise provocada pela situação pandémica COVID-19. De acordo com esta Agência, esta performance permitiu dotar o país de uma capacidade de resposta à atual crise. Quer a DBRS, quer a S&P destacam a integração na Zona Euro e na União Europeia como outro fator determinante da sua avaliação. Neste âmbito, destacamos o pacote extraordinário de 750 mil milhões de apoios da UE, além de um forte orçamento de longo prazo (2021-2027), em valores a rondar os 1 074 mil milhões de euros. Esta integração permite o usufruto dos apoios orçamentais e monetários existentes a nível europeu e promove uma maior credibilidade e a sustentabilidade das políticas macroeconómicas. Contudo, ambas as agências alertam que as futuras avaliações da notação do risco estarão dependentes da duração dos impactes provocados pela atual pandemia nas perspetivas de crescimento económico e nas finanças públicas.

Nos últimos dois meses do ano de 2019 e no primeiro mês de 2020 voltou-se a observar uma

tendência de crescimento das *yields* das OT a 10 anos. Esta tendência foi invertida a partir do final do mês de janeiro de 2020, culminando no registo do valor mínimo do 1º trimestre de 2020 de 0,181%, no dia 25 de fevereiro. Contudo, os efeitos da pandemia da COVID 19 impactaram numa subida acentuada alcançando-se o máximo de 1,403% no dia 18 de março, o que corresponde a valores de março de 2019. A tendência de diminuição das *yields* das OT a 10 anos foi notória a partir de maio até setembro, registando-se os valores de 0,487% e 0,270% no final do primeiro semestre de 2020 e no final o 3º trimestre de 2020, respetivamente.

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



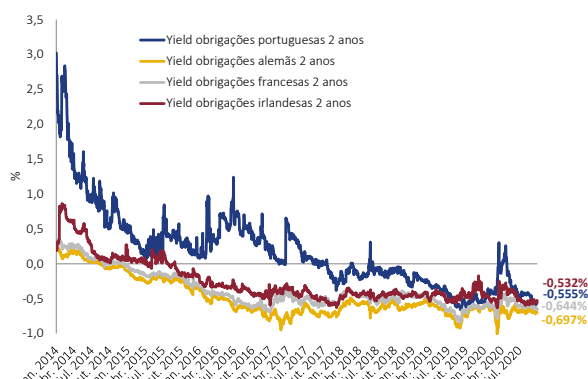
Fonte: ERSE, Reuters, IGCP

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*. A trajetória em 2020 das *yields* alemãs, francesas, irlandesas e portuguesas têm sido bastante semelhantes. Após terem atingidos valores mínimos no final de fevereiro e/ou início de março, as *yields* começaram a subir no irromper da pandemia na Europa, com a exceção das *yields* alemãs. No entanto, a partir de maio e de junho, verifica-se

3.º Trimestre 2020

uma normalização das subidas verificadas em março e abril. No 3º trimestre observa-se a estabilidade ao nível das *yields* alemãs e irlandesas e uma ligeira tendência de crescimento das *yields* portuguesas e francesas. Destaque-se que as maiores oscilações ocorreram nas economias mais suscetíveis a alterações macroeconómicas.

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



Fonte: ERSE, Reuters

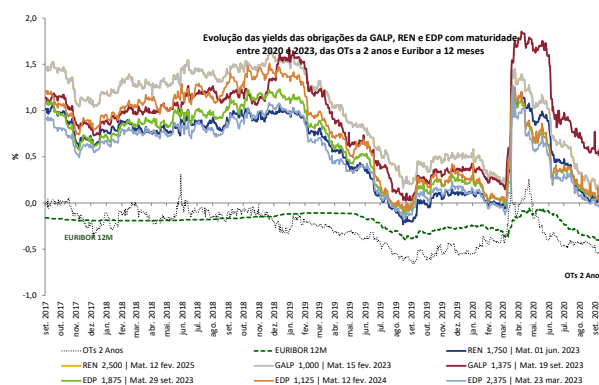
### YIELDS OBRIGAÇÕES DAS EMPRESAS

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* de curto prazo das obrigações da EDP, da

REN e da GALP. As *yields* destas obrigações refletem as condições de financiamento destas empresas no curto prazo, não representando, no entanto, o seu custo médio de financiamento<sup>6</sup>. Na figura destaca-se a subida acentuada ocorrida durante o período crítico da pandemia COVID-19 (segunda quinzena de março e abril). No caso da GALP, acresce ainda a abrupta queda do preço do petróleo. A partir de maio observa-se uma tendência de descida dos valores das *yields* das empresas, progredindo para valores pré-crise pandémica.

**Figura 2-6 - Yields das obrigações a 2 anos de Portugal, Euribor a 12 meses e yields de obrigações de maturidades entre 1 e 5 anos de EDP, REN e GALP**



Fonte: ERSE, Reuters

<sup>6</sup> 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.