

SIGLAS

BCE – Banco Central Europeu
Bunds – Obrigações da República Federal Alemã
OT – Obrigações da República Portuguesa
QE – Quantitative Easing
S&P – Standard & Poor's
INE – Instituto Nacional de Estatística
BdP – Banco de Portugal
RoR – Rate of Return
UE – União Europeia
PEPP - Pandemic Emergency Purchase Programme

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 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 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 quarto trimestre de 2020 foi caracterizado pelo reagrar da situação excecional resultante da pandemia provocada pelo vírus COVID-19 e respetivos impactes económicos e sociais. Neste contexto, algumas medidas de confinamento foram reforçadas, sendo inclusive decretado sucessivos estados de emergência. Realce-se também que, que neste trimestre, foi iniciado o processo de vacinação que decorrerá ao longo de 2021, e que permitirá o retomar da regular atividade económica.

Neste sentido, a implementação de novas medidas de confinamento no último trimestre de 2020 permite antecipar a inversão da trajetória de recuperação em cadeia do PIB, observada no 3.º trimestre². Deste modo, nas mais recentes projeções económicas do BdP para o PIB português³, esta instituição manteve em -8,1% o crescimento estimado para 2020, apontando para a retoma do nível de atividade pré-pandemia para o final de 2021.

DESTAQUES

- No âmbito da política monetária da Zona Euro, o Conselho do BCE decidiu manter as taxas de juro diretoras, assim como aumentar o programa de compra de ativos específico do combate à pandemia (PEPP), no montante de 500 mil milhões de euros, para um total de 1 850 mil milhões de euros.

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

² https://www.bportugal.pt/sites/default/files/anexos/pdf-boletim/be_dez2020_p.pdf#page=7&zoom=100,0,0

³ https://www.bportugal.pt/sites/default/files/anexos/pdf-boletim/be_dez2020_p.pdf

- A taxa de inflação média anual *core* (que não considera os preços de energia) da Zona Euro apresentou uma tendência de decréscimo no 4º trimestre, registando-se o valor de 0,88% no final deste período. Recorde-se que nos primeiros dois trimestres de 2020, esta taxa permaneceu relativamente estável na ordem dos 1,20%, mas tem vindo a apresentar uma ligeira tendência decrescente no segundo semestre do ano. Desta forma, esta taxa afastou-se do *target* do BCE (2%), sendo expectável a continuação desta tendência em resultado dos impactes económicos decorrentes da atual situação pandémica associada ao novo coronavírus.
- As taxas de juros diretoras do BCE permaneceram inalteradas desde março de 2016 e setembro 2019, por não se ter observado uma convergência dos 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 ao longo de 2020, alcançando-se, em dezembro, novos valores mínimos históricos de -0,546%, -0,526% e de -0,507% nas taxas a 3, 6 e 12 meses, respetivamente.
- Após o início do ano, caracterizado pela relativa estabilidade das *yields* das OT a 10 anos, em valores ligeiramente acima do patamar dos 0%, estas registaram uma tendência significativa de crescimento, tendo atingido o valor de 1,403% em meados de março. O processo de inversão do aumento das *yields* OT a 10 anos da República portuguesa iniciou-se em maio, e prolongou-se durante o resto do ano de 2020, registando a 15 de dezembro o valor mínimo de -0,052%. Assinale-se que este foi o primeiro mês, em que se registaram valores negativos para as *yields* das OT a 10 anos.
- Aprovação, em dezembro, do pacote extraordinário de 750 mil milhões de apoios da UE (Fundo de Recuperação da economia europeia) e do orçamento de longo prazo (2021-2027).

2 EVOLUÇÃO DOS INDICADORES FINANCEIROS

TAXAS EURIBOR

O ano de 2020 decorreu sob a égide da nova presidente do BCE. Recorde-se que Christine Lagarde tomou posse no início de novembro de 2019. Nas suas primeiras decisões, a nova presidência manteve inalterada as últimas decisões da liderança precedente. 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 1.º 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 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

4.º Trimestre 2020

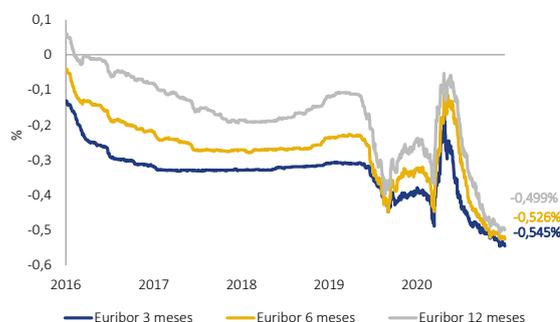
milhões de euros já em vigor) numa primeira antecipação a uma recessão económica na Zona Euro provocada pela COVID-19. Este novo pacote de política monetária incluiu também linhas de crédito mais baratas e requisitos de capital menos exigentes. Estas medidas foram reforçadas, dias depois, com o anúncio 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 diretoras. A informação mais recente do BCE, de 10 de dezembro⁴, comunica o reforço do programa PEPP, em cerca de 500 mil milhões de euros, para um total de 1 850 mil milhões de euros, acompanhado de um alargamento do prazo para efetuar estas aquisições.

O efeito combinado do anúncio do BCE do primeiro reforço do PEPP e o início da fase de desconfinamento, promoveram 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 4.º trimestre de 2020, alcançando-se novos valores mínimos históricos de -0,546%, -0,526%, -0,507% nas taxas a 3, 6 e 12 meses, no último mês do ano, respetivamente.

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*⁵, 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%, a taxa de cedência de liquidez para 0,25% 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, passando para -0,5%. 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 sua reunião de dezembro de 2020, manter inalteradas as taxas de referência, à semelhança do que tinha acontecido na anterior reunião de 10 de setembro. Destaque-se que na

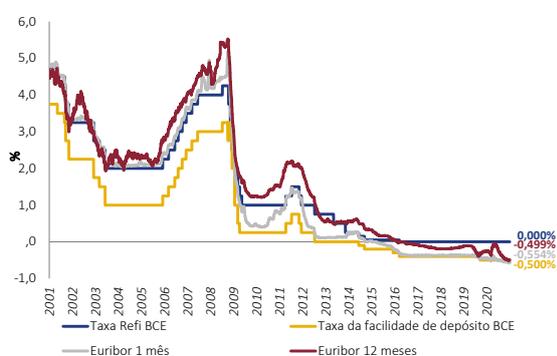
⁴<https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2020/html/ecb.mp201210~8c2778b843.pt.html>

⁵ Taxa de juro do BCE aplicável às operações principais de refinanciamento do Eurosistema.

4.º Trimestre 2020

referida reunião de setembro, o BCE, optou por manter inalteradas as taxas de juro e reiterou a intenção referida na 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 objetivo⁶.

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



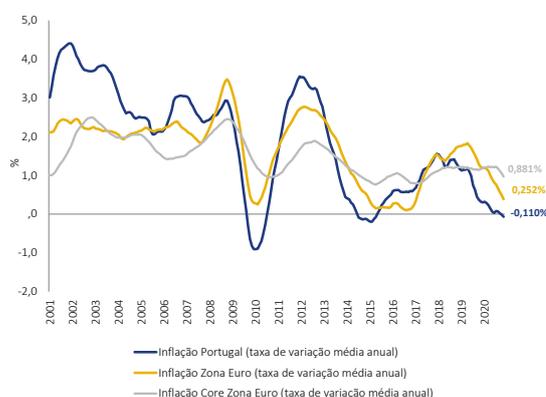
Fonte: ERSE, Reuters

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 2020 foi caracterizado por uma tendência de decréscimo da taxa de inflação em Portugal e na Zona Euro, principalmente no segundo semestre, em resultado dos impactes económicos decorrentes da atual situação pandémica⁷. Nos primeiros seis meses de 2020 registou-se uma estabilização dos valores da taxa de inflação em torno de 1,2%. O 4º trimestre terminou com a taxa de inflação média *core* no valor de 0,252%, correspondendo ao mínimo verificado desde 2016. A evolução

observada no final de 2020 na Zona Euro, reflete, em parte, a diminuição da pressão positiva que a procura no setor dos serviços provocava, principalmente na área do turismo⁸. Face a outros fatores temporários, consequentes da pandemia, como a redução de impostos sobre o consumo, ponderado em alguns estados membros da UE, não permite antecipar um aumento da taxa de inflação no curto prazo.

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

⁶<https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2020/html/ecb.mp200910~f4a8da495e.pt.html>

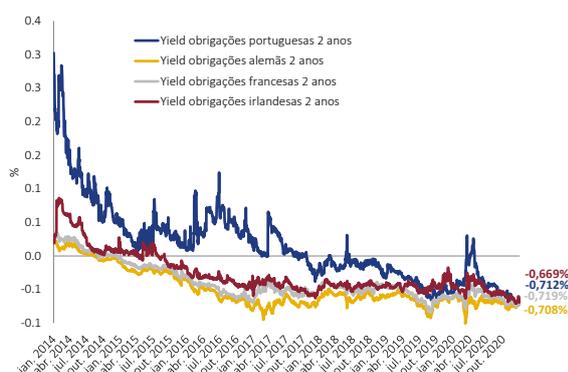
⁷https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/economy-finance/ip132_en.pdf

⁸https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/economy-finance/ip136_en_2.pdf

4.º Trimestre 2020

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 uma retificação das subidas verificadas em março e abril. O último trimestre de 2020 foi caracterizado por uma ligeira descida das *yields*, transversal a todos os países, com as maiores reduções a ocorrerem nas economias mais suscetíveis a alterações macroeconómicas, e que, naturalmente, reagem de forma mais significativa aos apoios do BCE e da UE.

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



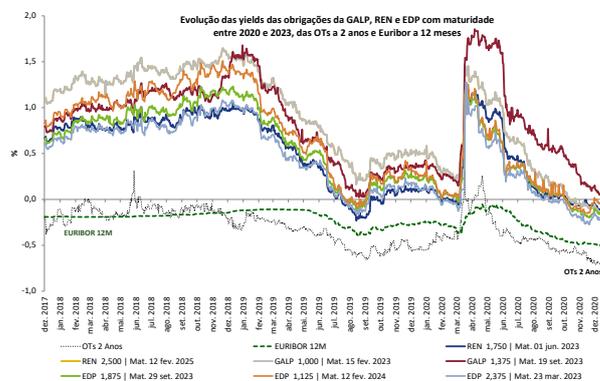
Fonte: ERSE, Reuters

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 financiamento⁹. Na figura destaca-se a subida acentuada ocorrida durante o período crítico da pandemia COVID-19. 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

⁹ 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.