

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

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 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, 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

- A decisão do Conselho do BCE de manter inalteradas as decisões ocorridas em setembro relativamente às taxas diretoras e 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.
- Verificou-se uma ligeira inversão da tendência de diminuição dos níveis de inflação, que se encontra, contudo, ainda abaixo 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, após se ter verificado valores mínimos no 3.º trimestre de 2019, abaixo dos 0,100%, observa-se uma ligeira inversão da tendência de redução das OT nos últimos dois meses do ano, tendo as *yields* das OT a 10 anos atingido valores acima de 0,4%. Estes valores encontram-se em linha com os valores verificados no final do 1.º semestre e no início do 2.º semestre. Contudo, permanece um cenário de alguma incerteza, que se reflete, nomeadamente, no facto do *spread* da

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

4.º Trimestre 2019

dívida portuguesa face à dívida alemã se manter ainda relativamente alto

2 EVOLUÇÃO DOS INDICADORES FINANCEIROS

TAXAS EURIBOR

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

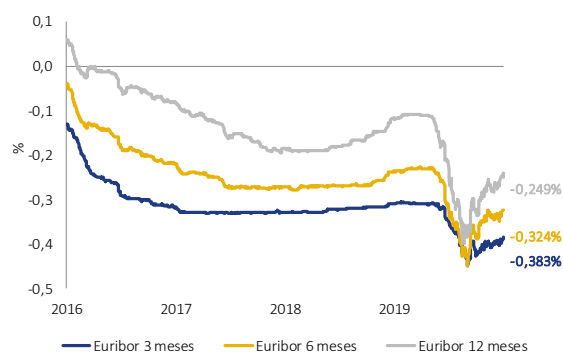
- a continuação da queda prolongada, durante o ano de 2016;
- valores negativos em todas as maturidades das taxas Euribor, a partir de 2016;
- valores relativamente estáveis, entre 2017 e inícios de 2019;
- queda abrupta das taxas Euribor, a partir de maio de 2019 até meados de setembro.
- a tendência de crescimento ocorrida a partir do final do 3º trimestre de 2019.

Durante o ano de 2019, observou-se três momentos distintos. Nos primeiros quatro meses registou-se uma estabilidade dos valores das taxas de juro de curto prazo, seguindo-se, até meados de setembro, uma descida muito acentuada destas taxas, tendo as cotações da Euribor a 3, 6 e 12 meses, atingido os valores mínimos históricos neste período de -0,448%, -0,448% e -0,399%, respetivamente. No final de setembro e início do 4.º trimestre verificou-se uma inversão desta tendência, ao ocorrer uma recuperação destas taxas. Desta forma, após uma tendência de crescimento no início do 4º trimestre, as cotações da EURIBOR fecharam o ano de 2019, registando os valores de -0,383%, -0,324%, -0,249% a 3, 6 e 12 meses, respetivamente. Recorde-se que ocorreu, em 1

de novembro de 2019, a tomada de posse da nova presidente do Banco Central Europeu (BCE), Christine Lagarde. Este processo criou alguma instabilidade nos mercados em resultado das expectativas sobre os impactes desta nova liderança nas linhas políticas seguidas pelo BCE.

A reunião de 12 de dezembro do Conselho do BCE manteve inalteradas as decisões ocorridas em setembro, decorrentes das perspetivas associadas à evolução da taxa de inflação, nomeadamente, os valores da taxa da facilidade de depósito e das taxas de juro diretoras. Complementarmente, esta entidade reafirmou 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, enquanto for necessário reforçar o impacto das taxas diretoras.

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



Fonte: ERSE, Reuters

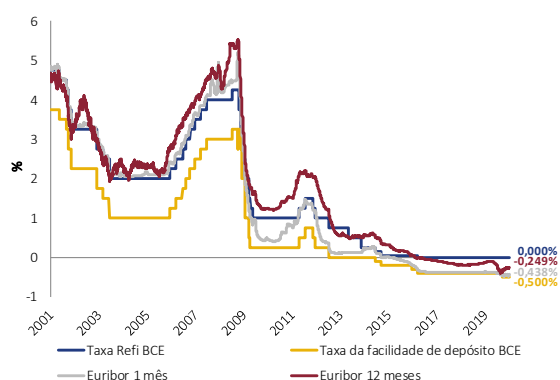
A evolução das taxas de juro do mercado monetário interbancário contextualizada pela política monetária pode ser observada na Figura 2-2, que compara a evolução das taxas de facilidade de depósito do BCE e de *refi*², bem como das taxas Euribor a 1 e 12 meses. Nesta figura, destacam-se os movimentos de queda das

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

4.º Trimestre 2019

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.

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



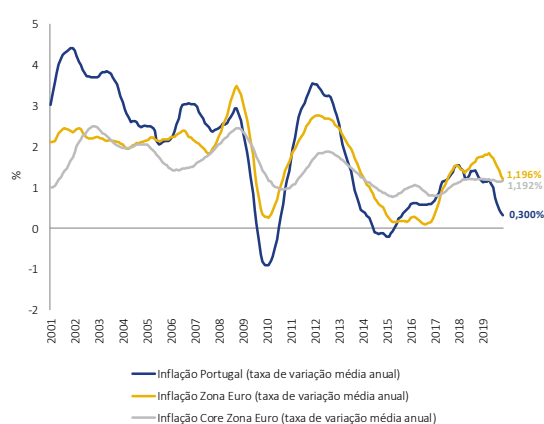
Fonte: ERSE, Reuter

Os reduzidos níveis de inflação, a desaceleração de algumas economias europeias e os potenciais riscos de entradas em recessão têm suportado as expectativas do prolongamento da manutenção dos níveis de taxas de juro historicamente baixas, por mais algum tempo.

Na Figura 2-3 pode-se observar a inversão da tendência de decréscimo da taxa de inflação média anual *core* (que não considera os preços de energia) da zona euro. Em dezembro de 2019, este indicador situou-se nos 1,192% (quando em setembro desse ano situava-se nos 1,152%). Este valor aproxima-se do nível de inflação registado

no final de 2018 (1,212% em dezembro). Apesar desta recente evolução da taxa de inflação, as perspetivas apontadas para a situação económica não se traduzem em pressões inflacionistas, pelo que os níveis de inflação deverão manter-se contidos.

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



Fonte: ERSE, Reuters

O BCE apresenta a intenção de manter o programa da compra de ativos (APP) a um ritmo mensal de 20 mil milhões, até se verificar o aumento das taxas de juro diretas. No entanto, o BCE tem igualmente a intenção de manter por um período prolongado, após o início do incremento das taxas de juro, o reinvestimento da totalidade do montante relativo aos pagamentos de capital dos títulos vencidos adquiridos no âmbito deste programa³, por forma a manter condições de liquidez favoráveis. Esta medida tem o objetivo de encorajar as instituições de crédito a efetuar um maior financiamento da economia.

³<https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2019/html/ecb.mp191212~06d84240ae.pt.html>

4.º Trimestre 2019

YIELDS OBRIGAÇÕES DE ESTADOS

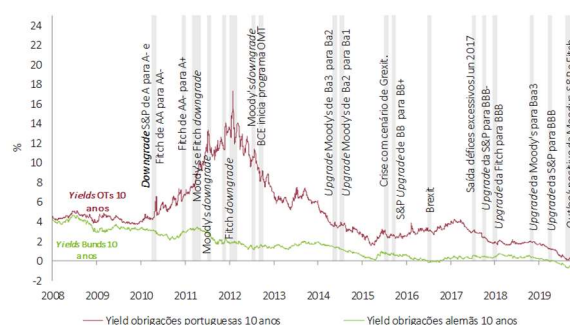
Na Figura 2-4 pode-se observar a evolução das *yields* das OT a 10 anos e das *Bunds*, onde se encontram assinaladas as alterações de notação de *rating* da dívida portuguesa e outros fatores determinantes para a evolução das *yields* das obrigações.

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 até ao mês de outubro, tendo alcançado um valor mínimo histórico de 0,081% no 3.º trimestre de 2019, quando no 2.º trimestre já tinha sido alcançado o valor histórico de 0,477%. Para este comportamento das *yields* das OT a 10 anos contribuíram os *upgrades* da dívida pública portuguesa. Em outubro de 2018, a agência *Moody's* retirou a dívida portuguesa do grau especulativo⁴ (nesta data, a única agência a atribuir este grau à dívida portuguesa). Esta tendência de *upgrade* da dívida pública acentuou-se em 2019 com a S&P a alterar, em março, o *rating* para BBB seguido de uma avaliação de *outlook* positivo no mês de maio e a DBRS a alterar, em outubro, o *rating* para BBB *high*. Em novembro de 2019, a *Fitch* manteve o *rating* no nível BBB, atribuindo uma avaliação de *outlook* positivo. Recorde que esta agência tinha,

em dezembro de 2017, subido o *rating* da dívida portuguesa em dois níveis. No entanto, verificasse nos últimos dois meses do ano de 2019 uma ligeira inversão da tendência de redução das OT a 10 anos, terminando o ano com uma taxa de 0,447%, correspondendo a um nível de taxa semelhante ao ocorrido em julho de 2019.

Figura 2-4 - Yields das OT e das Bunds



Fonte: ERSE, Reuters, IGCP

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.

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

⁴ Moody's subiu a classificação da dívida portuguesa de "Ba1" para "Baa3" com uma perspetiva estável de investimento.

⁵ Recorda-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);

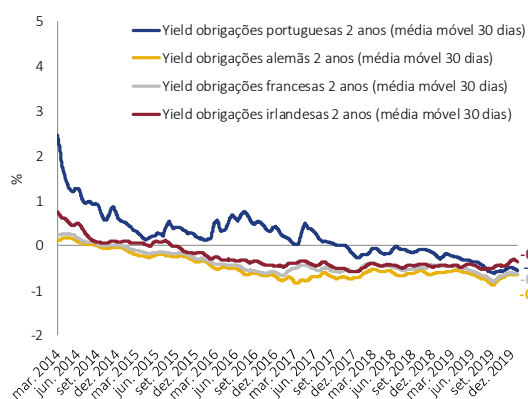
- Fitch: *upgrade* de BB+ p/ BBB – 15/12/2017 *Outlook* positivo – alterado em 24/05/2019 e mantidos na avaliação de 2/11/2019);
- Moody's: *upgrade* de Ba1 p/ Baa3 – 12/10/2018 (*Outlook* positivo – 9/8/2019);
- Standard & Poor's: *upgrade* de BBB- p/ BBB – 15/3/2019 (*Outlook* positivo – 13/9/2019).

4.º Trimestre 2019

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*.

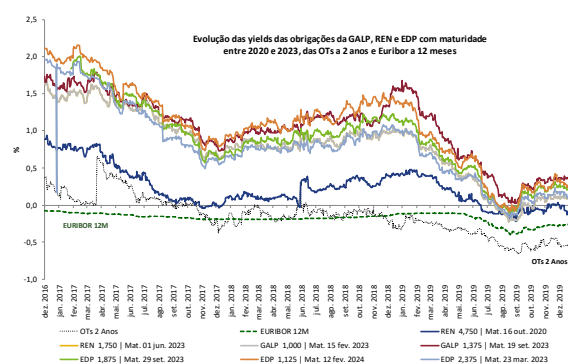
empresas no curto prazo, não representando, no entanto, o seu custo médio de financiamento⁶.

Figura 2-5 - Yields das obrigações a 2 anos



Fonte: ERSE, Reuters

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

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

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.