

## 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 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 segundo trimestre de 2020 correspondeu ao prolongamento de um momento excecional resultante da pandemia provocada pelo vírus

COVID-19 e que tem vindo a gerar fortes impactes económicos e sociais. Comparativamente às primeiras projeções apresentadas no início do surto, caracterizadas por elevada incerteza, as previsões mais recentes têm vindo a agravar as expectativas de queda do crescimento económico a nível nacional, europeu e mundial. No entanto, a recuperação para os anos seguintes, nomeadamente 2021 e 2022, tem vindo a ser sucessivamente revista em alta. Apesar do gradual alívio das medidas de confinamento que se iniciaram em junho, a evolução da pandemia e o seu impacto em termos económicos e sociais continuam a ser difíceis de prever.

## DESTAQUES

- O Conselho do BCE decidiu aumentar em 600 mil milhões de euros o programa de compra de ativos, em resposta aos impactes da pandemia COVID-19, perfazendo um total de 1 350 mil milhões de euros. Deste modo, foi alargado o prazo de aquisições de ativos até junho de 2021, assim como o prazo de reinvestimento dos pagamentos de capital dos títulos vincendos, pelo menos até 2022.
- A taxa de inflação média anual core (que não considera os preços de energia) da zona euro tem permanecido relativamente estável em 2020. Contudo, esta taxa continua abaixo do *target* do BCE (2%) ao registar-se o valor de 1,222% no final de junho. No entanto, perspetiva-se para o

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

## 2.º Trimestre 2020

ano de 2020 uma redução significativa dos níveis de inflação em resultado dos impactes económicos decorrentes da atual situação pandémica associada ao COVID-19.

- As taxas de juros diretas 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%).

Comparativamente a 2019, as *yields* das OT portuguesas a 10 anos em 2020 têm sido caracterizadas por uma maior volatilidade. Após atingir o valor mínimo de 2020 no final de fevereiro, registando o valor de 0,181%, as *yields* das OT aumentaram significativamente, atingindo o valor de 1,403% em meados de março, coincidente com o despoletar da pandemia COVID-19 na Europa que afetou negativamente a emissão de dívida portuguesa a 5 e 10 anos, efetuada nesta altura. O mês de maio foi caracterizado por uma queda nas *yields* a 10 anos, para valores a rondar os 0,5%. Em junho as *yields* das OT permaneceram estáveis, tendo fechado o semestre a registar o valor de 0,487%

## 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 (com as taxas

Euribor a 3, 6 e 12 meses, a atingirem os valores mínimos históricos de -0,448%, -0,448% e -0,399%, respetivamente nesse trimestre). Esse forte incremento resultou de algumas expectativas sobre os impactes da nova liderança no BCE, nas linhas políticas seguidas por esta instituição. No entanto, a nova presidente, *Christine Lagarde*, que tomou posse a 1 de novembro de 2019 tem mantido, até à data, inalteradas as últimas decisões da anterior liderança nomeadamente, no que respeita aos valores da taxa da facilidade de depósito e das taxas de juro diretas. 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. 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.

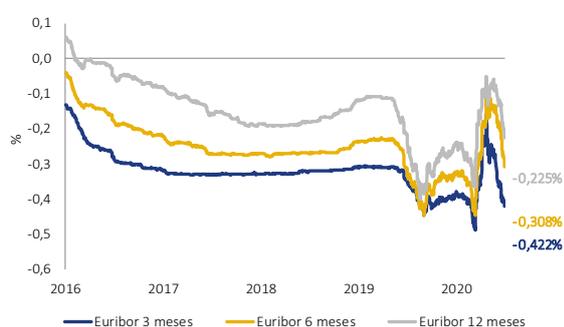
No mês de fevereiro de 2020 e na primeira metade do mês de março observou-se uma tendência de decréscimo das taxas EURIBOR, alcançando-se novos valores mínimos do 1º trimestre de 2020, no dia 12 de março: -0,489%, -0,447%, -0,368% nas taxas a 3, 6 e 12 meses, respetivamente. No entanto, os impactos económicos e financeiros das necessárias medidas de mitigação da pandemia COVID-19 e de contenção da sua propagação, impactaram nos mercados financeiros. 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. Após a queda das taxas Euribor verificada em maio e junho, efeito combinado do anúncio do BCE em reforçar o PEPP (*Pandemic Emergency Purchase Programme*) e início da fase de desconfinamento, as taxas Euribor a 3, 6 e 12 meses fecharam o primeiro semestre de 2020 a registar os valores de -0,422%, -0,308% e -0,225%, respetivamente.

2.º Trimestre 2020

Esta evolução ocorreu numa situação em que o Conselho do BCE decidiu, na sua reunião de 4 de junho, manter inalteradas as taxas de referência, reforçar o PEPP em 650 mil milhões de euros para um total de 1 350 mil milhões, alargar o período de aquisições líquidas até junho de 2021, assim como garantir o reinvestimento dos pagamentos de capital dos títulos vincendos até, pelo menos, 2022. Estas medidas, funcionam como complemento ao atual programa de compra de ativos (asset purchase programme – APP), que prosseguirão a um ritmo de 20 mil milhões de euros mensais e ao apoio temporário de aquisições líquidas de ativos suplementares, no montante de 120 mil milhões de euros, até ao final do ano.

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 excepcional que envolve a zona euro em resultado da pandemia COVID-19 que está a gerar impactes de elevada magnitude na economia europeia, o BCE decidiu manter inalteradas as taxas de referência, destacando, no entanto, 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>3</sup>.

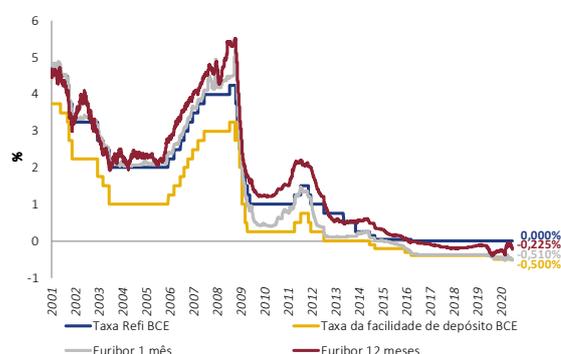
Figura 2-1 - Taxas Euribor a 3, 6 e 12 meses



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>2</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

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 os mais que prováveis riscos de entradas em recessão das economias europeias 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 manteve, no 2º trimestre de 2020, a tendência de estabilização

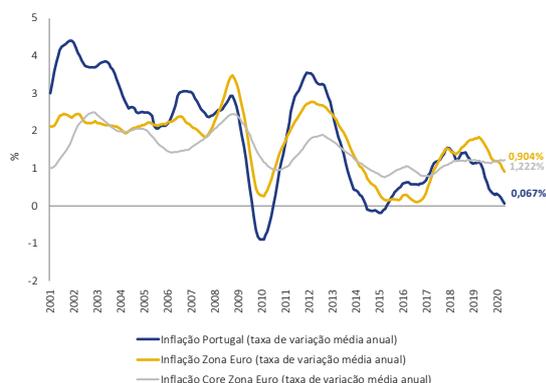
<sup>2</sup> Taxa de juro do BCE aplicável às operações principais de refinanciamento do Eurosistema.

<sup>3</sup><https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2020/html/ecb.mp200604~a307d3429c.pt.html>

2.º Trimestre 2020

observada no 1º trimestre de 2020, em valores próximos de 1,2%. Estes patamares de valores são superiores aos valores observados em 2019. Em junho de 2020, este indicador situou-se nos 1,222% (quando em março de 2020 e dezembro de 2019 registou os valores de 1,227% e 1,192%, respetivamente). Este valor ultrapassa o nível de inflação registado no final de 2018 (1,212% em dezembro). Apesar desta recente evolução da taxa de inflação, perspetiva-se uma redução significativa no resto do ano de 2020 dos níveis de inflação em resultado dos impactes económicos decorrentes da atual situação pandémica associada ao COVID-19<sup>4</sup>.

**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.

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:

- outubro de 2018 - a agência *Moody's* retirou a dívida portuguesa do grau especulativo<sup>5</sup> (nesta data, a única agência a atribuir este grau à dívida portuguesa);
- março de 2019 - S&P altera o rating para BBB seguido de uma avaliação de *outlook* positivo no mês de maio;
- outubro de 2019 - DBRS altera o rating para BBB *high*;
- novembro de 2019 - *Fitch* manteve o rating no nível BBB, atribuindo uma avaliação de *outlook* positivo. Recorde-se que esta agência tinha, em dezembro de 2017, subido o rating da dívida portuguesa em dois níveis.

No entanto, na sequência da pandemia provocada pelo COVID-19, em abril deste ano, a *Fitch* e a *S&P* alteraram o *outlook do rating* da dívida soberana portuguesa de positiva para

<sup>4</sup>[https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/economy-finance/ip125\\_en.pdf](https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/economy-finance/ip125_en.pdf)

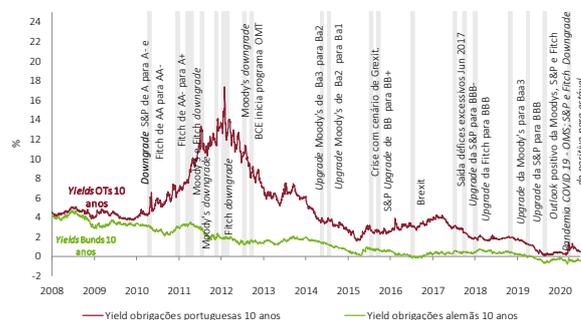
<sup>5</sup> *Moody's* subiu a classificação da dívida portuguesa de "Ba1" para "Baa3" com uma perspetiva estável de investimento.

2.º Trimestre 2020

estável. A justificar esta decisão, as agências destacaram o impacto da atual pandemia na economia portuguesa, especificamente o impacto na dívida pública por via da queda do PIB português, bastante exposto a setores sensíveis como o turismo. Ambas as agências destacaram positivamente a coesão orçamental observada antes da pandemia e a expectativa da continuidade de políticas orçamentais responsáveis no médio prazo<sup>6</sup>.

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 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 diminuição das *yields* das OT a 10 anos foi notória a partir de maio e junho, tendo registado no final do primeiro semestre de 2020 o valor de 0,487%.

**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, inclusivamente no caso das *yields* alemãs, muitas vezes procuradas pelos investidores como refúgio em tempos de crise. No entanto, a partir de maio e de junho, verifica-se uma normalização das subidas verificadas em março e abril. Destaque-se que as maiores oscilações ocorreram nas economias mais suscetíveis a alterações macroeconómicas.

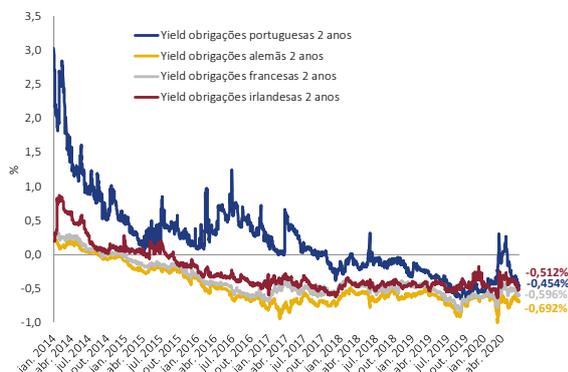
<sup>6</sup> Recorda-se as últimas alterações do rating da dívida soberana portuguesa e do *Outlook* efetuadas pelas quatro principais agências:

- 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).

2.º Trimestre 2020

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



Fonte: ERSE, Reuters

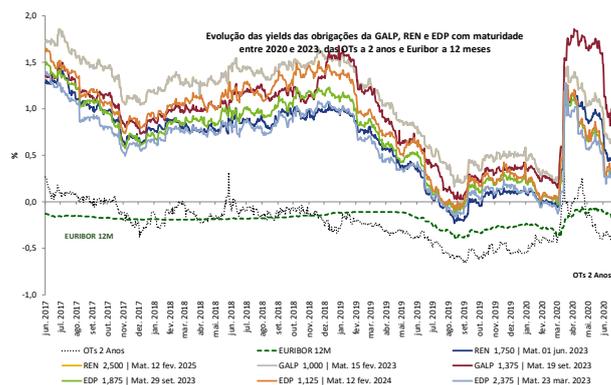
### YIELDS OBRIGAÇÕES DAS EMPRESAS

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>7</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. Apesar da descida observada em maio e junho, os valores das *yields* das empresas ainda

não regressaram aos 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>7</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.