

1.º Trimestre 2019

ABRIL | 2019

(com informação até final de março)

SIGLAS

BCE – Banco Central Europeu
Bunds – Obrigações da República Federal Alemã
OTs – 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 OTs, 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

- No que diz respeito às taxas de juro de curto prazo, observa-se que, apesar da inflação core se encontrar ainda longe do target do BCE (2%), os mais recentes sinais económicos e financeiros começam a apontar para o início de uma ligeira reversão da política monetária expansionista, sendo, no entanto, expectável que os níveis de taxas de juro historicamente baixos se possam prolongar por algum tempo.
- Relativamente às *yields* das OT, observa-se um comportamento estável ao longo do ano de 2018 e uma redução no início de 2019, embora com variações de amplitude reduzida, efeito da manutenção do *rating* da dívida pública por parte da Fitch, do anúncio da Moody's em retirar a dívida portuguesa do grau especulativo², bem como do *upgrade* da dívida pública por parte da S&P em março de 2019 para BBB. Destaque-se, no entanto, que as *yields* continuam a revelar

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

² Moody's subiu a classificação da dívida portuguesa de "Ba1" para "Baa3", em outubro de 2018, com uma perspetiva estável de investimento.

1.º Trimestre 2019

uma considerável sensibilidade relativamente a qualquer alteração ligeira de cenário económico-financeiro nacional e/ou internacional, como se observou pelo aumento das taxas de juro obtidos na emissão realizada em maio do passado ano de 2018, que se poderá ter devido à indefinição política em Itália.

2 EVOLUÇÃO DOS INDICADORES FINANCEIROS

TAXAS EURIBOR

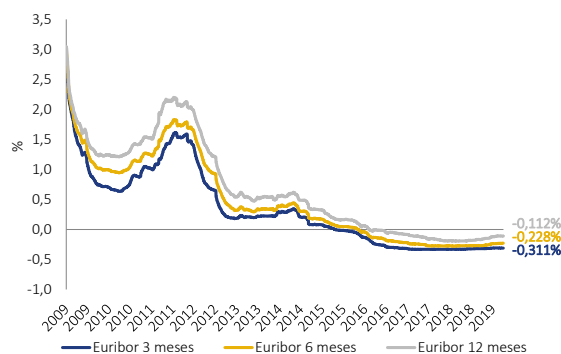
Da comparação efetuada à evolução das taxas Euribor e das taxas de referência do BCE destacam-se os seguintes comportamentos (vide Figura 2-1 e Figura 2-2):

- A queda abrupta dos seus valores desde setembro de 2008, na sequência da falência do Banco Lehman Brothers;
- Após uma subida gradual, registou-se um novo movimento descendente a partir de novembro de 2011, no seguimento da expansão da crise das dívidas soberanas na Europa;
- Níveis historicamente baixos para estas taxas, desde o final do ano de 2012, pautadas por uma contínua tendência de queda, que se tornou em relativa estabilidade nos últimos 2 anos.

As cotações associadas às taxas EURIBOR a 3, 6 e 12 meses fecharam o ano de 2018 a registar -0,309%, -0,237% e -0,117%, respetivamente, correspondendo aos valores máximos do ano. De forma oposta, as cotações

mínimas foram registadas no início de 2018, destacando-se que o diferencial entre o mínimo e o máximo do ano não foi superior a 0,1% em nenhum dos casos, refletindo deste modo a estabilidade das taxas de juro EURIBOR ao longo de 2018. No final do primeiro trimestre de 2019 as taxas EURIBOR a 3, 6 e 12 meses registavam valores de -0,311%, -0,228% e -0,112%, respetivamente.

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*³ e da 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 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).

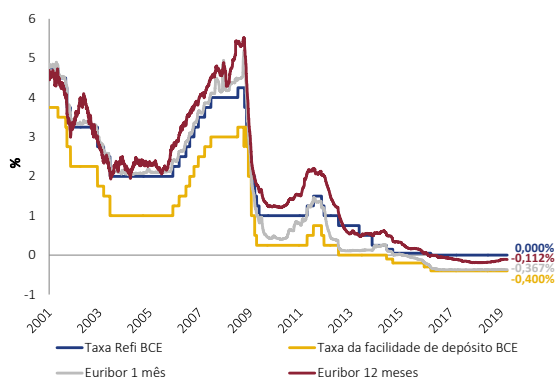
³ Taxa de juro do BCE aplicável às operações principais de refinanciamento do Eurosistema.

1.º Trimestre 2019

No presente momento é expectável que os níveis de taxas de juro historicamente baixas se possam prolongar por algum tempo, dado os atuais níveis de inflação ainda relativamente reduzidos na zona euro e a diminuição do *momentum* da economia. O fim do programa de compra de ativos, assim como o reconhecimento da possibilidade de subida das taxas de juro para o terceiro trimestre de 2019 por parte do BCE são sinais que indiciam uma ligeira reversão da política monetária expansionista.

Registe-se que as decisões de política monetária procuram atingir o objetivo primordial do BCE de manutenção da estabilidade dos preços, que se concretiza num objetivo de uma inflação próxima, mas abaixo, de 2% no médio prazo, um *target* que está ainda longe de ser atingido sustentadamente.

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



Fonte: ERSE, Reuter

A inflação *core* média anual da zona euro situou-se, em março de 2019, nos 1,185%, o que corresponde a uma ligeira diminuição comparativamente com o final de 2018. A inflação média anual *core* (que não considera os preços de energia) tem-se mantido estável em níveis ligeiramente acima de 1%. Em março de 2019 situou-se nos 1,185%, o que corresponde a

uma ligeira diminuição comparativamente com o final de 2018 (situou-se nos 1,212% em dezembro). Estes dados de inflação, aliados a uma recuperação económica que ainda não se tem traduzido em pressões inflacionistas, continuam a suportar a manutenção da taxa de referência por parte do BCE. Contudo, o BCE tem sinalizado um posicionamento de política monetária gradualmente menos *acomodativa* (designadamente desde a sua reunião de março de 2017), tendo deixado de incorporar um risco significativo de deflação.

Neste contexto, o BCE anunciou em dezembro de 2018 o fim do programa de compra de dívida, assegurando, no entanto, que outras medidas de estímulo económico continuam em vigor, nomeadamente a manutenção das taxas de juro até ao terceiro trimestre do corrente ano.

O fim deste programa, iniciado em 2015, é anunciado no seguimento de várias reduções no montante de aquisições mensais, reflexo da reversão da política monetária expansionista. Em dezembro de 2016, apesar de ter anunciado o prolongamento do QE até dezembro de 2017, o BCE reduziu o montante de aquisições mensais de 80 mil milhões de euros para 60 mil milhões. Na reunião de outubro de 2017, o BCE anunciou que, a partir de janeiro de 2018, iria novamente reduzir, para 30 mil milhões de euros, o montante de aquisições mensais, salientando contudo que não tinha intenção de terminar repentinamente com o programa de estímulos monetários, o qual foi prolongado até setembro de 2018.

Contudo, o BCE assegura que irá ser prudente no momento da subida das taxas de juro, avaliando cautelosamente os riscos económicos que podem afetar a economia da zona euro, designadamente a desaceleração do crescimento económico, o cumprimento do

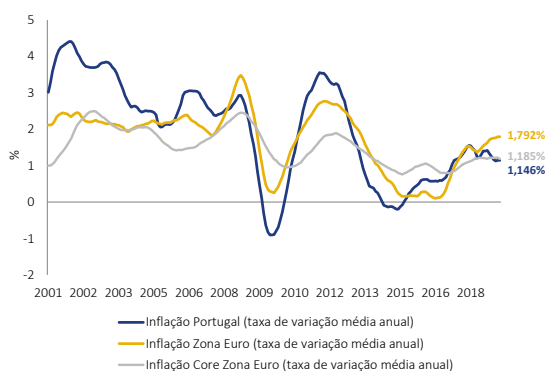
1.º Trimestre 2019

target da inflação, o *Brexit* e o desempenho orçamental dos países que a integram.

Com base nestes fatores, é de esperar que a taxa de referência do BCE se mantenha até ao terceiro trimestre de 2019, sendo posteriormente analisada a possibilidade da subida das taxas de juro face às condições macroeconómicas.

Na Figura 2-3 pode-se observar que a inflação média anual *core* se mantém estável em valores baixos, tendo registado um valor de 1,185% em dezembro de 2018.

Figura 2-3 - Taxas refi e inflação



Fonte: ERSE, Reuters

YIELDS OBRIGAÇÕES DO TESOURO

Na Figura 2-4 pode-se observar a evolução das *yields* das OTs a 10 anos e das Bunds, onde se encontram assinalados 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 OTs e as Bunds diminuiu significativamente face aos máximos atingidos no ano anterior, mantendo-se, contudo, uma grande volatilidade e incerteza quanto à evolução futura desse *spread*.

A partir de 2012, e até março de 2015, já depois de 2 *upgrades* do *rating* de Portugal por parte da Moody's, o *spread* entre as *yields* das OTs e das Bunds diminuiu consideravelmente, tendo as *yields* das OTs a 10 anos atingido um valor de 1,57% em meados de março de 2015.

O ano de 2018 é caracterizado pela estabilização das *yields* num patamar ligeiramente inferior aos 2%, efeito da execução orçamental favorável em 2017 e de ser a primeira vez, desde 2011, que todas as principais agências apresentam um *rating* de *investment-grade* para a dívida portuguesa. No início de 2019 observa-se uma redução das *yields* das OTs da República Portuguesa, efeito da manutenção do *rating* da dívida pública por parte da Fitch, do anúncio da Moody's em retirar a dívida portuguesa do grau especulativo⁴, bem como do *upgrade* da dívida pública por parte da S&P em março de 2019 para BBB, tendo as *yields* das OTs a 10 anos atingido um valor mínimo histórico de 1,256% no final deste primeiro trimestre de 2019.

Assim, embora se verifique uma situação de *yields* mais baixas, permanece, no entanto, um cenário de alguma incerteza, que se reflete, nomeadamente, no facto de a dívida soberana portuguesa se manter com *ratings* ainda baixos. Desta forma, as *yields* das OTs continuam consideravelmente suscetíveis a qualquer

⁴ Moody's subiu a classificação da dívida portuguesa de "Ba1" para "Baa3", em outubro de 2018, com uma perspetiva estável de investimento.

1.º Trimestre 2019

alteração ligeira de cenário económico-financieiro nacional e/ou internacional, nomeadamente às alterações de política monetária do BCE. De facto, esta sensibilidade foi perceptível quando, em maio de 2018, as *yields* das OTs atingiram o ponto máximo do ano, após se ter realizado a primeira emissão de dívida a seguir aos momentos de indefinição política ocorridos em Itália.

Figura 2-4 - Yields das OTs e das Bunds

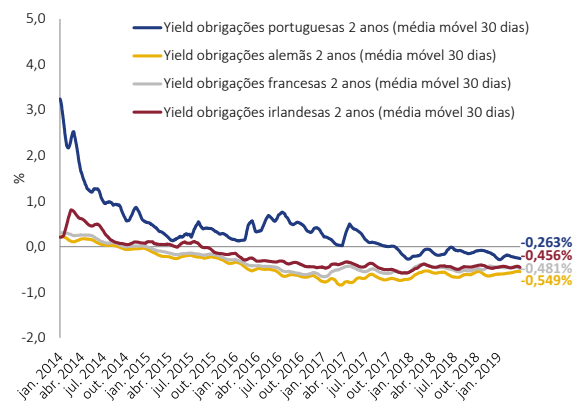


Fonte: ERSE, Reuters, IGCP

Importa, igualmente, destacar a diminuição do diferencial das *yields* das obrigações portuguesas com maturidade a 2 anos face às *yields* das obrigações alemãs com a mesma maturidade, com especial enfoque no primeiro semestre de 2015, o posterior alargamento durante a primeira metade de 2016 e o estreitamento e estabilidade desde o final de 2017. O impacto do programa de QE do BCE e a estabilização das condições económicas e financeiras no conjunto da zona euro é igualmente apresentado na Figura 2-5, apresentando-se a evolução das *yields* das Obrigações do Estado com maturidade de 2 anos da Alemanha, da França e da Irlanda, para

além de Portugal. Observa-se que a queda das *yields* das obrigações nesses países tem sido notória, embora se assista, mais recentemente, a uma estabilização destas taxas, refletindo as ligeiras alterações da política monetária do BCE acima referidas.

Figura 2-5 - Yields das obrigações a 2 anos



Fonte: ERSE, Reuters

Neste contexto, 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 de 2018 (t-1), tornou-se relevante uma análise da evolução recente e perspetivas das taxas de juro de curto e médio prazo.

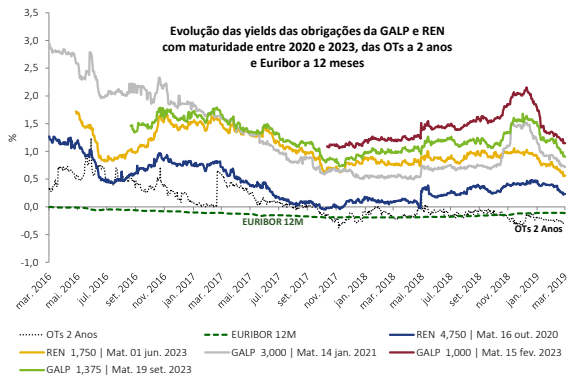
Finalmente, na Figura 2-6 é possível observar a evolução das *yields* das obrigações da EDP, da REN e da GALP de curto prazo. As *yields* destas obrigações refletem as condições de financiamento destas empresas no curto prazo, não representando, no entanto, o seu custo médio de financiamento⁵.

⁵ É de realçar que as *yields* das obrigações das empresas apresentadas na Figura 2-5 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.

1.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