

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 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.

O primeiro trimestre de 2020 correspondeu ao início de um momento excecional resultante da pandemia provocada pelo vírus COVID-19 e que tem vindo a gerar fortes impactes económicos e sociais. A magnitude e o período pelo qual irão perdurar estes efeitos apresentam-se desconhecidos e difíceis de prever. No entanto, os efeitos económicos e financeiros de curto prazo começam a ser comparados, em termos de magnitude, aos impactes das grandes crises económicas e financeiras, como é exemplo a crise financeira ocorrida há uma década.

DESTAQUES

- A decisão do Conselho do BCE de manter inalteradas as decisões ocorridas em 2019 relativamente às taxas diretoras. Contudo, em resposta aos impactes da pandemia COVID 19, este Conselho determinou o reforço até ao final do ano, num montante de 120 mil milhões, do programa da compra de ativos do APP (*Asset Purchase Programme*) que tinha sido iniciado em novembro de 2019 a um ritmo mensal de 20 mil milhões. Complementarmente, foi anunciado por este órgão um novo programa de intervenção nos mercados financeiros denominado de PEPP (*Pandemic Emergency Purchase Programme*) no montante de 750 mil milhões de euros.
- A taxa de inflação média anual core (que não considera os preços de energia) da

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

1.º Trimestre 2020

zona euro manteve, no 1º trimestre de 2020, a tendência de ligeiro crescimento observada no 4º trimestre de 2019. Contudo, esta taxa continua abaixo do *target* do BCE (2%) ao registar-se o valor de 1,227% no final de março. No entanto, perspetiva-se para o ano de 2020 uma redução significativa dos níveis de inflação em resultado dos impactes económicos decorrentes da atual situação pandémica associada ao COVID 19.

- Relativamente às *yields* das OT, no primeiro mês do ano de 2020 registou-se a manutenção da tendência de crescimento observada nos últimos meses de 2019. 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% das *yields* das OT a 10 anos no final 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 de 2020, valores equivalentes ao observado no período homólogo do ano anterior, seguindo-se uma ligeira diminuição das *yields* das OT a 10 anos no final do trimestre.

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, atingindo valores negativos em todas as maturidades das taxas Euribor, a partir deste ano;
- valores relativamente estáveis, entre 2017 e o início 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.
- a tendência de queda das taxas Euribor observada nos primeiros meses de 2020 invertida na segunda quinzena de março. Neste período regista-se uma subida acentuada destas taxas em resultado do agravamento dos efeitos do COVID 19.

Focando a análise ao comportamento das taxas Euribor desde 2019, recorde-se que nos primeiros meses desse ano estas taxas apresentaram um comportamento estável, à semelhança do ocorrido nos dois anos anteriores. A partir de maio seguiu-se uma descida muito acentuada das taxas Euribor, até meados de setembro, tendo as cotações a 3, 6 e 12 meses, atingido os valores mínimos históricos de -0,448%, -0,448% e -0,399%, respetivamente. Esta tendência foi invertida no último trimestre do ano de 2019. Esta oscilação foi, em parte, justificada por alguma instabilidade observada nos mercados resultante de algumas expectativas sobre os impactes da nova liderança no Banco Central Europeu (BCE), nas linhas políticas seguidas por esta instituição. No entanto, a nova presidente, *Christine Lagarde*, que tomou posse a 1 de novembro de 2019 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 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

1.º Trimestre 2020

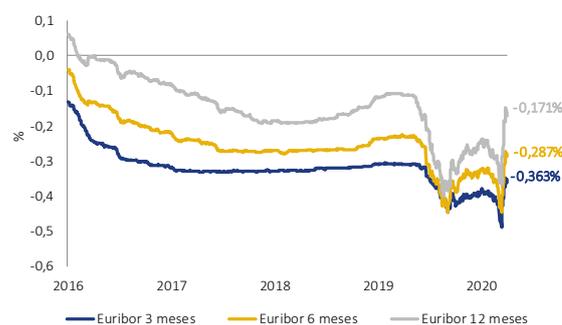
tendência de decréscimo das taxas EURIBOR, alcançando-se novos valores mínimos do 1º trimestre de 2020, no dia 12 de março: -0,489%, -0,447%, -0,368% nas taxas a 3, 6 e 12 meses, respetivamente. No entanto, a proliferação de

casos registados de contágio de COVID 19 que veio a culminar na classificação como pandemia e os impactos económicos e financeiros das necessárias medidas de mitigação e de contenção da sua propagação, impactaram nos mercados financeiros. Assim, na segunda quinzena de março observou-se uma tendência acentuada de crescimento das taxas EURIBOR, registando-se os valores máximos do 1º trimestre de 2020 a 26 de março de -0,349%, -0,274% - 0,148% a 3, 6 e 12 meses, respetivamente (14 dias após ter-se observado os valores mínimos do trimestre). As cotações da EURIBOR fecharam o 1º trimestre de 2020 com valores de -0,363%, -0,287%, -0,171% a 3, 6 e 12 meses, respetivamente.

Esta evolução ocorreu numa situação em que o Conselho do BCE decidiu, na sua reunião de 12 de março, manter inalteradas as taxas de referência, reforçar, a título temporário, as operações de refinanciamento de prazo alargado (ORPA) para proporcionar apoio imediato em termos de liquidez ao sistema financeiro da área do euro e, em complemento ao atual programa de compra de ativos (*asset purchase programme* – APP), apresentar um envelope temporário de aquisições líquidas de ativos suplementares, no montante de 120 mil milhões de euros, até ao final do ano. Ainda no contexto das medidas expansionistas, *Quantitative Easing* (QE), o BCE anunciou no dia 18 de março, um novo programa de intervenção nos mercados financeiros, por via de compra temporária de ativos de títulos do setor público e privado, até ao final de 2020, em

resposta aos impactos na área do euro decorrentes da crescente difusão do surto coronavírus (COVID-19). Este programa foi denominado de *Pandemic Emergency Purchase Programme* (PEPP) e incorpora um montante de 750 mil milhões de euros para a compra de títulos de dívida pública e privada.

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



Fonte: ERSE, Reuters

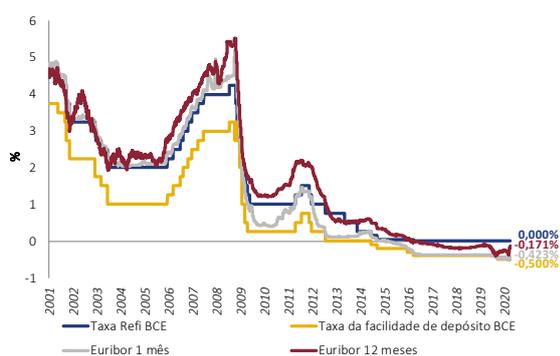
A evolução das taxas de juro do mercado monetário interbancário, contextualizada pela política monetária, pode ser observada na Figura 2-2 que compara a evolução das taxas de facilidade de depósito do BCE e de *refi*², bem como das taxas Euribor a 1 e 12 meses. Nesta figura, destacam-se os movimentos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

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

1.º Trimestre 2020

excecional que envolve a zona euro em resultado da pandemia COVID 19 que está a gerar impactes de elevada magnitude na economia europeia, o BCE, até ao final do 1º trimestre de 2020, decidiu manter inalteradas as taxas de referência.

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



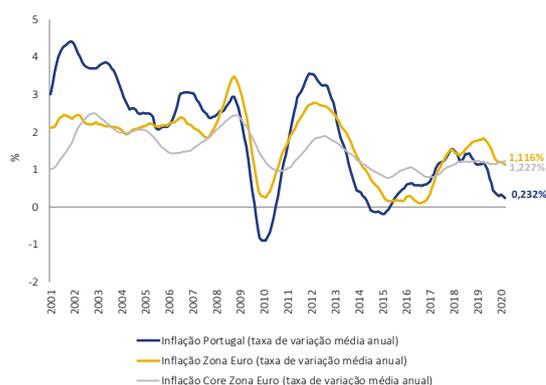
Fonte: ERSE, Reuter

Os reduzidos níveis de inflação e os mais que prováveis riscos de entradas em recessão das economias europeias suportam as expetativas 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 1º trimestre de 2020, a tendência de crescimento observada no 4º trimestre de 2019. Recorde-se que neste trimestre ocorreu uma inversão da tendência de decréscimo que vinha a decorrer nos trimestres anteriores. Em março de 2020, este indicador situou-se nos 1,227% (quando em dezembro e setembro de 2019 registou os valores de 1,192% e 1,152%, 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 19³.

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-

³<https://www.imf.org/~media/Files/Publications/WEO/2020/April/English/text.ashx?la=en>

1.º Trimestre 2020

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% no 3.º trimestre de 2019. Para este comportamento das *yields* das OT a 10 anos contribuíram os *upgrades* da dívida pública portuguesa:

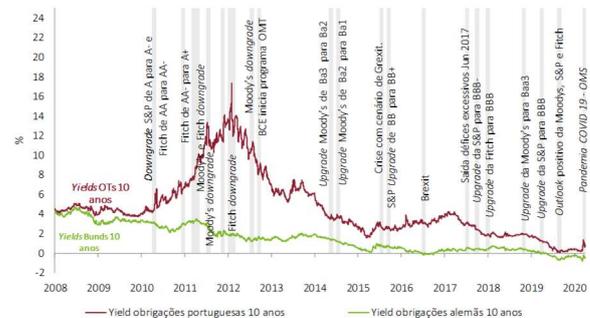
- outubro de 2018 - a agência *Moody's* retirou a dívida portuguesa do grau especulativo⁴ (nesta data, a única agência a atribuir este grau à dívida portuguesa);
- março de 2019 - S&P altera o rating para BBB seguido de uma avaliação de *outlook* positivo no mês de maio;
- outubro de 2019 - DBRS altera 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.

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 1.º 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 correspondendo a valores de março de 2019. No final de março,

observa-se uma recuperação das *yields* das OT a 10 anos, terminando o 1.º trimestre de 2020 com uma taxa de 0,835%, correspondendo a um nível de taxa semelhante ao ocorrido no final de maio de 2019.

Durante o mês de março as agências S&P e DBRS⁵ mantiveram o rating e o *outlook* anteriormente atribuídos. Registe-se a aproximação das *yields* das OT a 10 anos da República portuguesa às *yields* das OT a 10 anos alemãs para níveis anteriores a 2010.

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



Fonte: ERSE, Reuters, IGCP

No entanto, apesar de no 1.º trimestre de 2020 se continuar a verificar uma situação de *yields* bastante baixas, agrava-se significativamente o cenário de incerteza em resultado dos impactes da pandemia COVID 19 e a dívida soberana portuguesa se manter com *ratings* ainda baixos⁶.

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 S&P a 13 de março e a DBRS a 20 de março.

⁶ Recordar-se as últimas alterações do rating da dívida soberana portuguesa e do *Outlook* efetuadas pelas quatro principais agências:

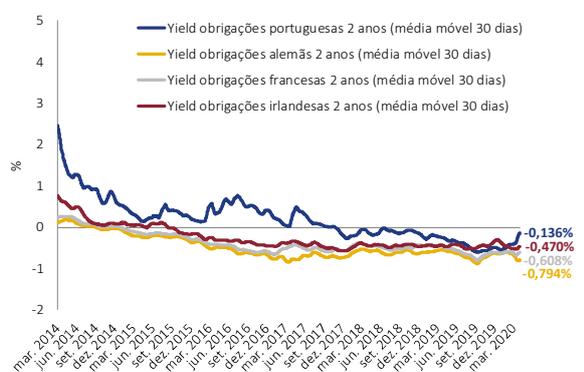
- DBRS: *upgrade* de BBB p/ BBB (high) – 4/10/2019 (*Outlook* estável – 4/10/2019);

- 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).

1.º Trimestre 2020

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*. Contudo, a situação absolutamente excepcional vivida no 1º trimestre de 2020 tem impactado de forma mais acentuada nas *yields* das obrigações da República Portuguesa.

Figura 2-5 - Yields das obrigações a 2 anos



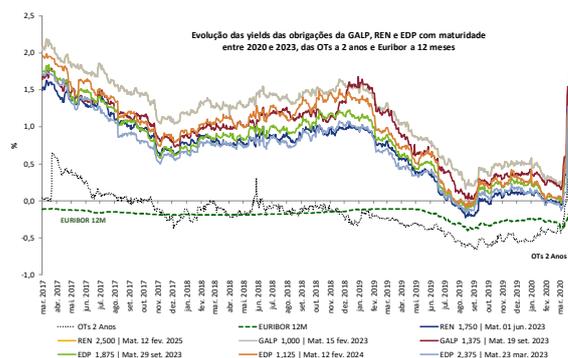
Fonte: ERSE, Reuters

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 financiamento⁷. Na figura destaca-se a subida acentuada ocorrida durante o 1º trimestre de 2020, que reflete a situação excepcional deste período. No caso da GALP, acresce ainda o recente conflito entre a Rússia e a OPEP que impactou fortemente no preço do petróleo.

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

⁷ 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.