

SIGLAS

APP	– Asset Purchase Programme
BCE	– Banco Central Europeu
BdP	– Banco de Portugal
Bunds	– Obrigações da República Federal Alemã
CE	– Comissão Europeia
DEE	– Distribuição de Energia Elétrica
TEE	– Transporte de Energia Elétrica
INE	– Instituto Nacional de Estatística
OT	– Obrigações da República Portuguesa
PEPP	– Pandemic Emergency Purchase Programme
QE	– Quantitative Easing
RoR	– Rate of Return
S&P	– Standard & Poor's
UE	– União Europeia

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 Eurosistema¹, com impacto direto no cálculo dos ajustamentos aos proveitos permitidos das atividades reguladas², assim como na evolução das *yields* das OT, indexante das taxas de remuneração dos ativos regulados dos setores elétrico e de gás.

No 3º trimestre de 2023, a tendência de desaceleração do nível de preços na zona euro, medida pelo índice harmonizado de preços no consumidor (IHPC), manteve-se influenciada pela redução dos preços de energia e dos alimentos. Relativamente à inflação “core”, considerando a métrica que exclui energia e bens alimentares, verifica-se que as pressões inflacionistas se mantêm, associadas aos aumentos dos custos com serviços.

Relativamente ao desempenho económico, o BdP³ estima que a economia portuguesa registará, em 2023, um crescimento de 2,1% do produto interno bruto, uma revisão em baixa face às previsões de junho⁴. A estagnação do crescimento económico no 3º trimestre de 2023 reflete, de acordo com esta instituição, menor dinamismo nos principais parceiros comerciais, os efeitos cumulativos da inflação e a maior restritividade da política monetária. Para 2024, o BdP, estima um aumento do nível de atividade económica em 1,5%.

DESTAQUES

- O BCE voltou a subir as taxas diretoras em julho e setembro.
- No final do 3º trimestre de 2023, os valores das taxas de inflação da zona euro e de Portugal, considerando as taxas de variação

¹ Os gráficos apresentados neste boletim apresentam, de forma geral, dados compreendidos entre janeiro de 2020 e setembro de 2023.

² Diferença entre o montante que a empresa regulada deve receber e o montante resultante da aplicação das tarifas em cada ano.

³ [Boletim Económico – outubro de 2023, BdP](#)

⁴ [Boletim Económico – junho de 2023, BdP](#)

3º Trimestre 2023

média anual, foram 7,74% e 7,60%, respetivamente.

- No final do 3º trimestre de 2023, registaram-se valores de 3,952%, 4,125% e 4,228% nas taxas Euribor a 3, 6 e 12 meses, respetivamente.
- As *yields* das OT de prazos mais curtos dos países europeus acentuam a tendência crescente observada nos trimestres anteriores.

2 EVOLUÇÃO DOS INDICADORES FINANCEIROS

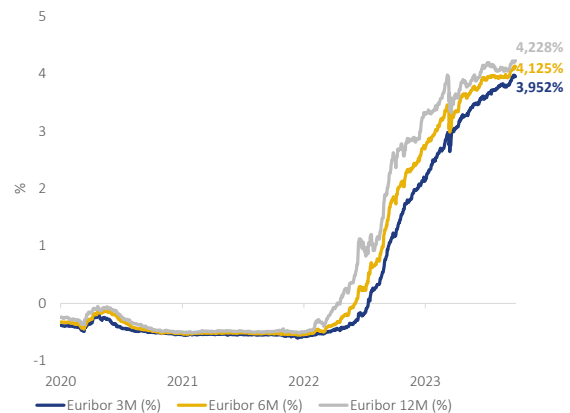
TAXAS EURIBOR

No 3º trimestre de 2023, verificou-se um abrandamento no ritmo de crescimento das taxas de juro Euribor que tem vindo a decorrer desde o ano 2022.

As taxas Euribor a 3, 6 e 12 meses registaram, respetivamente, 3,952%, 4,125% e 4,228%, no final do 3º trimestre de 2023, o que representa um aumento face às verificadas no final do 2º trimestre de 2023. Recorde-se que no final deste 2º trimestre, as taxas de juro interbancárias tinham registado os valores de 3,577%, 3,900% e 4,134% nas taxas a 3, 6 e 12 meses.

Em termos históricos, esta magnitude de valores apenas se tinha observado em 2008. As subidas que se verificaram a partir de 2022 refletem a alteração da política monetária do BCE, em particular a subida das taxas de juro diretas.

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



Fonte: ERSE, Bloomberg.

A Figura 2-2 ilustra a evolução das taxas Euribor a 1 e 12 meses no enquadramento da política monetária, que se encontra representada pela taxa de juro de refinanciamento do BCE⁵ e pela taxa de juro da facilidade de depósitos. Destacam-se os seguintes acontecimentos impactantes na evolução das taxas:

- O aumento esporádico das taxas Euribor, em março de 2020, que esteve relacionado com o incremento da incerteza provocada pela pandemia COVID-19. Após intervenção do BCE, estas taxas rapidamente regressaram à anterior tendência decrescente.
- O forte crescimento, durante os anos de 2022 e início de 2023, originado pelo aumento das taxas de juro diretas em resposta ao aumento do nível de preços.
- A desaceleração do aumento das taxas de juro Euribor e das taxas interbancárias, a partir do 2º trimestre de 2023, que reflete a confiança comunicada pelo BCE de que as taxas já se encontram num nível que permite a estabilização dos preços no médio prazo.

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

3º Trimestre 2023

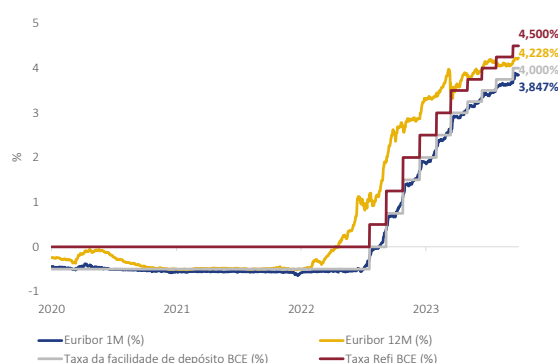
Tal como referido no anterior boletim, as fortes pressões inflacionistas, que se materializaram ao longo de 2022 e 2023, levaram o BCE, a partir de julho de 2022, a inverter a política monetária expansionista que vinha a executar. Deste modo, foi anunciado o fim das aquisições líquidas de ativos ao abrigo do seu programa de compra de ativos (*asset purchase programme* – APP) e iniciado um processo continuado de aumento das taxas diretoras. Por estas razões, no 3º trimestre de 2023, verificaram-se novos aumentos das taxas de juro diretoras em 25 pontos bases (o 9º e o 10º desde o primeiro aumento no 3º trimestre de 2022), anunciados nas reuniões do BCE a 27 de julho⁶ e a 14 de setembro⁷, com o objetivo de assegurar um retorno da inflação ao valor *target* do BCE (2%). O Conselho da autoridade monetária na zona euro considera que «as taxas de juro diretoras atingiram os níveis que – se forem mantidos durante um período suficientemente longo – darão um contributo substancial para o retorno atempado da inflação ao objetivo». Não obstante, as decisões do BCE continuarão a depender da avaliação dos dados económico-financeiros e das perspetivas de inflação

Desta forma, as taxas de juro aplicáveis às operações principais de refinanciamento, à facilidade permanente de cedência de liquidez e à facilidade permanente de depósito apresentavam, no final deste trimestre, os valores de 4,50%, 4,75% e 4,00%, respetivamente. Recorde-se os oito aumentos das taxas de juro diretoras anteriores ao presente trimestre:

- 2º trimestre de 2023: 25 pontos bases, anunciados na reunião do BCE a 4 de maio e a 15 de junho,

- 1º trimestre de 2023: 50 pontos bases, anunciados na reunião do BCE a 2 de fevereiro e a 16 de março,
- 4º trimestre de 2022: 75 pontos base a 27 de outubro e 50 pontos base a 15 de dezembro.
- 3º trimestre de 2022: 50 pontos base a 21 julho, 75 pontos base a 8 de setembro.

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



Fonte: ERSE, Bloomberg.

A Figura 2-3 apresenta uma inversão da tendência de aumento do nível de preços verificado na UE em 2022. Esta deve-se a uma forte desaceleração dos preços de energia e a uma redução da pressão inflacionista sobre os preços dos bens alimentares e dos produtos industriais⁸. Em sentido contrário, a CE destaca que o aumento dos preços no setor de serviços se tem revelado persistente.

No 3º trimestre de 2023, o BdP informou que o ritmo da inflação em Portugal abrandou, via redução de custos dos bens energéticos e alimentares, e antecipou que essa tendência se

⁶ [Decisões de Política Monetária - 27 de julho 2023 - BCE](#)

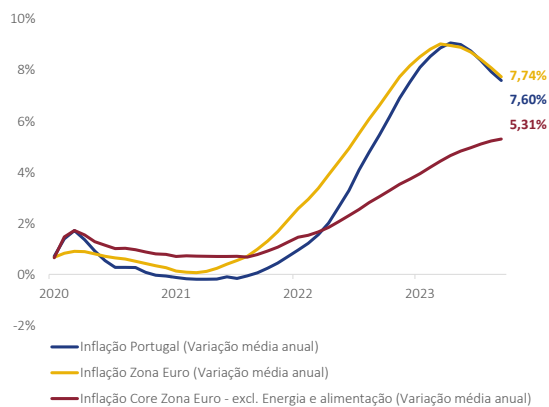
⁷ [Decisões de Política Monetária – 14 de setembro 2023 - BCE](#)

⁸ [Previsões de Verão, setembro de 2023, CE](#)

3º Trimestre 2023

iria verificar até 2025, onde atingirá valores consistentes com o objetivo da estabilidade de preços do BCE. O BdP identifica como principais riscos para o nível de preços a «possibilidade de choques adicionais sobre os preços das matérias-primas internacionais ou uma maior persistência das pressões internas sobre salários ou margens de lucro».

Figura 2-3 - Taxas de inflação Portugal e Zona Euro



Fonte: ERSE, Bloomberg.

YIELDS DAS OBRIGAÇÕES DE ESTADOS

Na Figura 2-4 pode observar-se a evolução de longo prazo das *yields* das OT portuguesas a 10 anos e das *Bunds* para a mesma maturidade, onde se encontram assinaladas as alterações de notação de *rating* da dívida portuguesa e outros fatores determinantes para a evolução das *yields* das obrigações ocorridos desde janeiro de 2022.

Nesta figura, o ano de 2022 destaca-se dos restantes devido à inversão da tendência observada, até 2021, de decréscimo das *yields* das obrigações do tesouro nacionais.

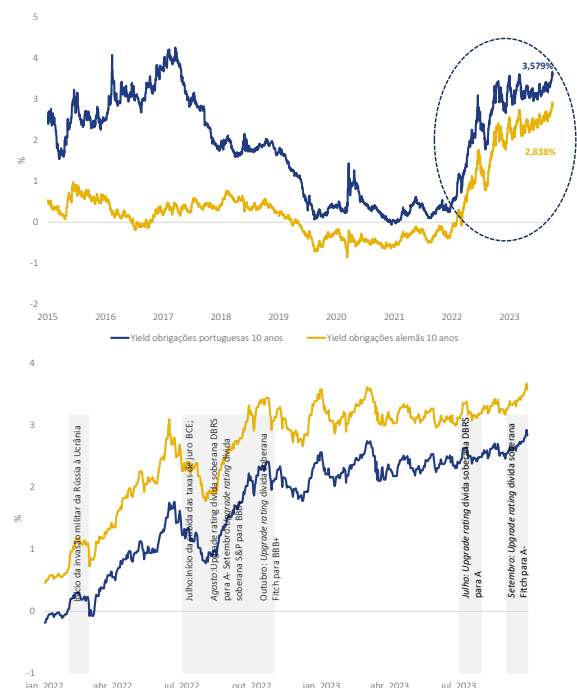
No 3º trimestre de 2023, as *yields* das OT a 10 anos mantiveram a estabilidade observada no 1º semestre de 2023 comparativamente ao observado no último trimestre de 2022, embora

com alguma volatilidade. Contudo, no final deste trimestre verificou-se um aumento significativo das *yields* que se destacou face ao comportamento de estabilização observado ao longo do trimestre.

Deste modo, o valor de fecho, a 30 de setembro de 2023 (3,579%), é superior ao observado no final do 1º trimestre de 2023 e inferior ao observado no final do ano de 2022 (3,111%).

Este comportamento das OT portuguesas tem ocorrido num momento de forte pressão sobre as *yields* das obrigações soberanas do euro devido à subida de juros do BCE. No entanto, o risco da dívida portuguesa está a comprimir-se, situando-se já em linha com a de países *core* do euro, de acordo com os fatores salientados pelas agências de notação financeira, descritos de seguida.

Figura 2-4 - Yields das OT e das Bunds a 10 anos



Fonte: ERSE, Bloomberg, IGCP

3º Trimestre 2023

Em julho de 2023, a DBRS⁹ reviu em alta a notação (*rating*) da dívida portuguesa, justificada com a melhoria significativa dos resultados orçamentais e da dívida de Portugal num contexto de conjuntura externa exigente.

No terceiro trimestre de 2023, a Fitch¹⁰ melhorou o *rating* do risco da dívida soberana portuguesa para A-, a avaliação mais elevada nos últimos 12 anos. A agência de notação financeira norte-americana destacou o elevado grau de compromisso de Portugal em reduzir a sua dívida pública. Outros fatores destacados foram a resiliência do setor bancário, a forte dinâmica das exportações e a diminuição dos preços das importações, estes últimos dois fatores com um impacto positivo na balança de saldo corrente.

Adicionalmente, a S&P¹¹, em setembro de 2023, melhorou o *outlook* da dívida portuguesa. A agência de notação financeira referiu que poderá melhorar a classificação da dívida portuguesa, caso as perspetivas de melhoria da posição externa portuguesa se concretizarem, em particular a redução nas necessidades de financiamento externo ou na dívida externa.

Na Figura 2-5 apresenta-se a evolução das *yields* das obrigações de dívida soberana com maturidade a 2 anos da Alemanha, da França e de Portugal.

Pode-se observar que o acentuado aumento das *yields* é transversal a estes países europeus, sem afetar particularmente o *spread* entre estes. Os valores relativos às *yields* das OT francesas e alemãs, a dois anos, encontram-se em máximos históricos, desde 2008. As *yields* das OT portuguesas atingiram valores equiparados aos que se observavam no início de 2014, período no

qual Portugal estava a terminar o seu programa de assistência económico-financeira. Em particular, observa-se na Figura 2-4 e na Figura 2-5 que no 3º trimestre de 2023 as *yields* das OT apresentam uma ligeira tendência de crescimento face ao ocorrido no 2º trimestre deste ano, apesar de se observar uma certa volatilidade. Esta evolução é justificada pelos fatores anteriormente referidos.

Figura 2-5 - Yields das obrigações a 2 anos



Fonte: ERSE, Bloomberg.

YIELDS DAS OBRIGAÇÕES DAS EMPRESAS

Tendo em conta a evolução dos custos de financiamento das empresas, os Regulamentos Tarifários em vigor, quer no setor elétrico, quer no setor do gás, estabelecem 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, tornam-se relevantes 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, da GALP, da Floene e da ALLIANZ (detentora

⁹ [DBRS - Upgrade da soberana portuguesa - julho de 2023](#)

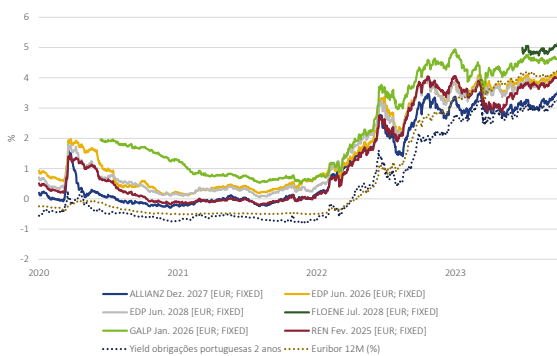
¹⁰ [Fitch- Upgrade da dívida soberana portuguesa - setembro de 2023](#)

¹¹ [S&P - Melhoria do Outlook dívida soberana portuguesa - setembro de 2023](#)

3º Trimestre 2023

maioritária da Floene). Recorde-se que as *yields* destas obrigações refletem as condições de financiamento destas empresas no curto prazo, não representando o seu custo médio de financiamento.

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 ALLIANZ, EDP, FLOENE, GALP e REN



Fonte: ERSE, Bloomberg.

À semelhança do que ocorreu com as taxas de juro interbancárias da zona euro e as *yields* das OT, verificou-se um forte aumento das *yields* de curto prazo das principais empresas do setor elétrico e do gás em 2022. No 3º trimestre de 2023, observa-se uma estabilização do valor médio das *yields* de cada empresa comparativamente ao ocorrido no 1º e 2º trimestre de 2023. A 30 de setembro de 2023, o custo marginal de endividamento situou-se entre os 3,49% da ALLIANZ e os 5,08% da Floene. Neste contexto, o custo marginal de endividamento em 2023 é agora superior ao de anos anteriores.

O *spread* das *yields* das obrigações das empresas face à Euribor manteve-se constante no 3º trimestre, à semelhança do que ocorreu no restante ano. No entanto, destaca-se que este diferencial é negativo nas *yields* das obrigações

selecionadas da ALLIANZ, EDP e REN. Relativamente às obrigações do tesouro a 2 anos, verifica-se que o *spread* é positivo e constante ao longo do 3º trimestre de 2023.

A tendência de subida no *rating* da dívida soberana no 3º trimestre não foi acompanhada nas empresas energéticas nacionais, por não terem existido revisões pelas agências de notação financeira. Assim, no 3º trimestre de 2023, após a Moodys¹² ter melhorado a notação financeira da EDP de Baa1 para Baa2 em maio de 2023, a avaliação financeira da EDP não teve alterações. Na última revisão, a Moody's destacou positivamente o compromisso da empresa em manter métricas financeiras robustas, os negócios em geografias diversificadas que possibilitam a moderação da volatilidade dos lucros e os rendimentos estáveis oriundos dos contratos de produção de eletricidade e de redes reguladas, que representam mais de 75% do EBITDA do grupo¹³.

Quanto à REN, após verificar duas melhorias de notação financeira em 2022, nos três primeiros trimestres de 2023 não teve qualquer alteração, permanecendo nos patamares de investimento de qualidade¹⁴.

À semelhança da EDP e da REN, a Floene e a ALLIANZ também não tiveram atualizações de notação financeira. Em junho de 2023, a S&P, em nota publicada no site da London Stock Exchange¹⁵ e no site da Floene¹⁶, manteve a notação financeira em BBB-, com *Outlook* estável. De acordo com a informação disponibilizada no site¹⁷, o risco de crédito da GALP não se encontra avaliado por agências de notação.

¹² [Moodys - Rating EDP 2T2023 - Baa2](#)

¹³ [Moodys - Rating EDP Notes 2T2023](#)

¹⁴ [Rating REN: Moodys - Baa2; Fitch BBB; S&P BBB](#)

¹⁵ [S&P – Note Rating Floene](#)

¹⁶ [Rating – Floene - BBB-](#)

¹⁷ [Rating - GALP.](#)