

SIGLAS

| | |
|----------------|---|
| APP | – Asset Purchase Programme |
| BCE | – Banco Central Europeu |
| BdP | – Banco de Portugal |
| Bunds | – Obrigações da República Federal Alemã |
| CE | – Comissão Europeia |
| 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 boletim¹ 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 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. Recorde-se a introdução, no período de regulação de 2012-2014 do setor elétrico e no ano gás 2013-2014 do setor do gás, deste mecanismo de indexação que reflete a evolução da conjuntura económica e

financeira na taxa de remuneração dos ativos regulados.

No 2.º trimestre de 2023 acentuou-se a tendência de desaceleração do aumento do nível de preços na zona euro que se deverá manter nos próximos trimestres, motivada pela redução dos preços de energia. Em sentido contrário, mantém-se a pressão sobre os níveis da inflação decorrente dos efeitos do conflito militar entre a Ucrânia e a Rússia e associada ao aumento dos salários e margens de lucros.

Relativamente ao desempenho económico, o BdP³ estima que a economia portuguesa registará, em 2023, um crescimento de 2,7% do produto interno bruto. Para 2024, estima um aumento do nível de atividade económica em 2,4%. De acordo com esta instituição, a evolução favorável do mercado de trabalho, as medidas públicas de apoio ao rendimento das famílias e as maiores entradas de fundos europeus irão sobrepor-se aos efeitos negativos da inflação elevada e da maior restritividade da política monetária sobre a procura interna.

DESTAQUES

- O BCE voltou a subir as taxas diretoras em maio e junho.
- No final do 2º trimestre de 2023, os valores das taxas de inflação da zona euro e de Portugal, considerando as taxas de variação

¹ O presente boletim passou a estar suportado na fonte de dados *Bloomberg* enquanto nos anteriores recorreu-se à *Refinitiv Eikon*.

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 – junho de 2023, BdP](#)

2º Trimestre 2023

média anual, foram 8,327% e 8,396%, respetivamente.

- No final do 2º trimestre de 2023, registaram-se valores de 3,577%, 3,900% e 4,134% 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.

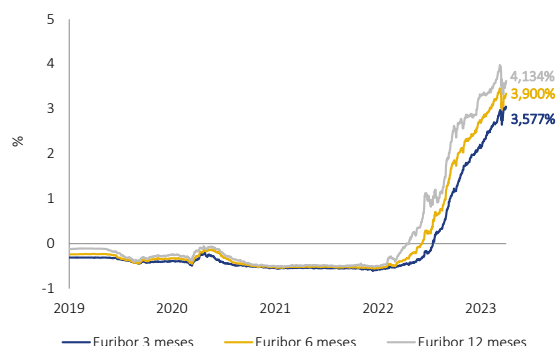
2 EVOLUÇÃO DOS INDICADORES FINANCEIROS

No 2.º trimestre de 2023, observou-se a continuação do crescimento das taxas de juro Euribor que tem vindo a decorrer desde o ano 2022, embora a um ritmo inferior.

As taxas Euribor a 3, 6 e 12 meses registaram, respetivamente, 3,577%, 3,900% e 4,134%, no final do 2.º trimestre de 2023, o que representa um aumento face às verificadas no final do 1º trimestre de 2023. Recorde-se que no final do 1º trimestre de 2023, as taxas de juro interbancárias tinham registado os valores de 3,038%, 3,341% e 3,622% nas taxas a 3, 6 e 12 meses.

No dia 23 de junho de 2023 foram alcançados os máximos do trimestre para as taxas Euribor a 3, 6 e 12 meses de 3,610%, 3,933% e 4,147%, respetivamente. Em termos históricos, tal como referido no anterior boletim, 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 diretoras.

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 BCE⁴ e pela taxa de juro da facilidade de depósito. Destacam-se os seguintes acontecimentos impactantes na evolução das taxas:

- A redução, em setembro de 2019, da taxa da facilidade de depósito em 10 pontos base, passando para -0,5%.
- 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 tendência decrescente.
- O forte crescimento, durante os anos de 2022 e 2023, originado pelo aumento das taxas de juro diretoras em resposta ao aumento do nível de preços.

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,

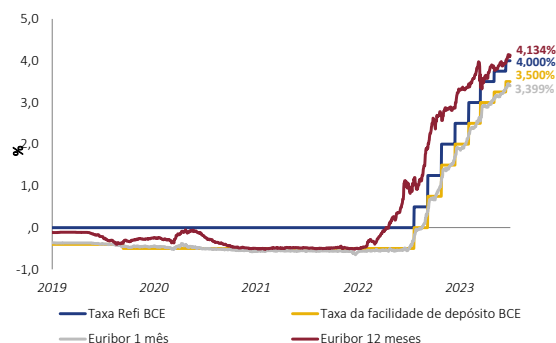
⁴ Taxa de juro do BCE aplicável às operações principais de refinanciamento do Eurosistema.

2º Trimestre 2023

foi anunciado a cessão 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 2.º trimestre de 2023, verificaram-se novos aumentos das taxas de juro diretoras em 25 pontos bases, anunciados na reunião do BCE a 4 de maio⁵ e a 15 de junho⁶, com o objetivo de assegurar um retorno atempado da inflação ao valor *target* do BCE. Desta forma, a taxa de juro aplicável às operações principais de refinanciamento, a taxa de juro aplicável à facilidade permanente de cedência de liquidez e a taxa de juro aplicável à facilidade permanente de depósito apresentavam, no final deste trimestre, os valores de 4,00%, 4,25% e 3,50%, respetivamente. Recorde-se que, desde o 3.º trimestre de 2022, já tinham ocorrido seis aumentos das taxas de juro diretoras:

- 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 forte tendência de aumento do nível de preços verificado na UE em 2022. Esta deve-se a uma desaceleração dos preços de energia⁷.

Para 2023 e 2024, o BP⁸ continua a projetar a trajetória de redução da inflação que tem vindo a ocorrer desde o final de 2022. Esta redução deve-se ao abrandamento dos preços das componentes mais voláteis do IHPC, em particular, à redução esperada do preço das matérias-primas energéticas e alimentares nos mercados internacionais. Excluindo estes bens, a redução da inflação será inferior, condicionada por efeitos indiretos e por pressões associadas ao aumento dos salários e margens de lucro.

⁵ [Decisões de Política Monetária - 4 de maio 2023 - BCE](#)

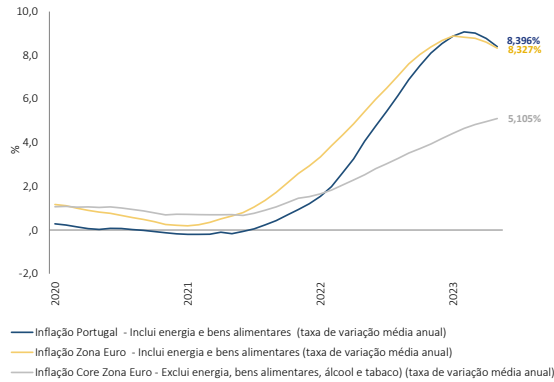
⁶ [Decisões de Política Monetária – 15 de junho 2023 - BCE](#)

⁷ [Previsões de Primavera, março de 2023, CE](#)

⁸ [Boletim Económico – junho de 2023, BdP](#)

2º Trimestre 2023

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 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.

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 2.º trimestre de 2023, as *yields* das OT a 10 anos mantiveram a estabilidade observada no 1º trimestre de 2023, comparativamente ao observado no último trimestre de 2022, embora com alguma volatilidade. Deste modo, o valor de fecho a 30 de junho de 2023 (3,111%) é similar ao observado no final do 1º trimestre de 2023 e inferior ao observado no final de 2022 (3,579%). 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 euro⁹.

Figura 2-4 - Yields das OT e das Bunds



Fonte: ERSE, Bloomberg, IGCP

No segundo trimestre de 2023 não se observaram novas revisões das classificações da dívida portuguesa pelas agências de *rating*, após em 2022, a Fitch¹⁰, a DBRS¹¹ e S&P¹² terem procedido a um *upgrade* do *rating* da dívida portuguesa. Neste trimestre, a Fitch e a Moody's confirmaram o *rating* e o *Outlook* da dívida soberana portuguesa decorrente dos fatores elencados em 2022.

Recorde-se que os fatores destacados para a melhoria do *rating* português em 2022 foram: bom desempenho orçamental suportado no compromisso de uma política orçamental prudente, declínio sustentado da dívida pública, melhoria dos indicadores de governação e PIB suportados na inclusão da zona euro e dos impactos do Plano de Recuperação e Resiliência.

Na Figura 2-5 apresenta-se a evolução das *yields* das obrigações de dívida soberana com

⁹ [Mercado Financeiro – OTs Portugal](#)

¹⁰ [Upgrade Fitch](#)

¹¹ [Upgrade DBRS.](#)

¹² [Upgrade S&P](#)

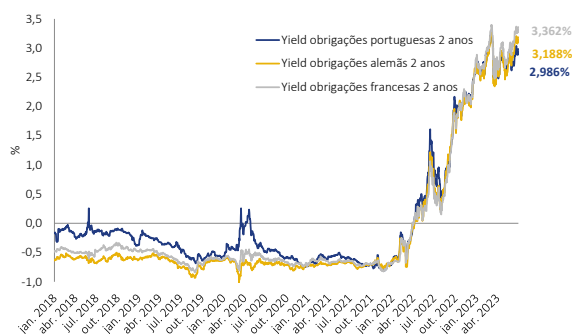
2º Trimestre 2023

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.

No 2.º trimestre de 2023, as *yields* das OT representadas no gráfico apresentam uma tendência de crescimento face ao ocorrido no 1º trimestre deste ano, apesar de se observar uma certa volatilidade. Esta evolução é justificada pelos fatores anteriormente referidos. A Figura 2-4 e a Figura 2-5 apresentam um comportamento distinto das *yields* das OT em função da maturidade: tendência de subida nas OT de menor maturidade e maior estabilidade das OT de maior maturidade.

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 e da ALLIANZ (detentora 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 financiamento¹³.

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 2º trimestre de 2023, observa-se uma ligeira estabilidade do valor médio das *yields* de cada empresa comparativamente ao ocorrido no 1º trimestre de 2023. A 30 de junho de 2023, o custo marginal de endividamento situou-se entre os 3,28% da REN e os 4,31% da Galp. O custo de endividamento em 2023 é agora superior ao de anos anteriores. No entanto, neste ano e para a generalidade das empresas, o *spread* face às Euribor a 12 meses e às OT a 2 anos portuguesas apresenta uma reduzida volatilidade.

¹³ 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.

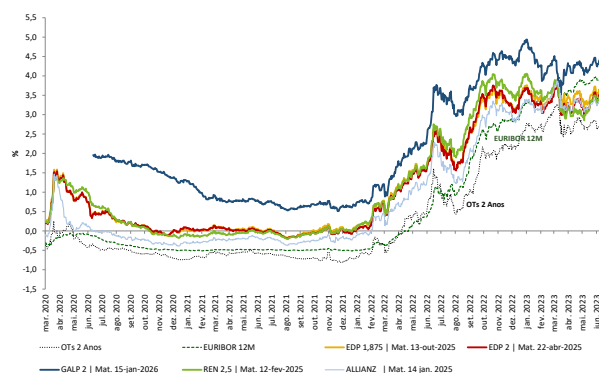
2º Trimestre 2023

No 2.º trimestre de 2023, a Moodys¹⁴ melhorou a notação financeira da EDP de Baa1 para Baa2, com *Outlook* estável. A agência de notação financeira destacou positivamente o compromisso da empresa em manter métricas financeiras robustas, os negócios e geografias diversificadas que possibilitam a moderação da volatilidade dos lucros e os rendimentos estáveis oriundos dos contratos de geração e de redes reguladas, que representam mais de 75% do EBITDA do grupo¹⁵.

Quanto à REN, após verificar duas melhorias de notação financeira em 2022, no 1º semestre de 2023 não teve qualquer alteração, permanecendo nos patamares de investimento de qualidade.

No caso Floene, em junho de 2023, a S&P, em nota publicada no site da London Stock Exchange¹⁶ e no site da Floene¹⁷, manteve a notação financeira em BBB-, com *Outlook* estável. De acordo com a informação disponibilizada no site¹⁸, o risco de crédito da GALP não se encontra avaliado por agências de notação.

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, GALP e ALLIANZ



Fonte: ERSE, Bloomberg.

¹⁴ [Moodys - Rating EDP 2T2023](#)

¹⁵ [Moodys - Rating EDP Notes 2T2023](#)

¹⁶ [S&P – Note Rating Floene](#)

¹⁷ [Rating – Floene.](#)

¹⁸ [Rating – GALP.](#)