

### SIGLAS

**BCE** – Banco Central Europeu  
**BdP** – Banco de Portugal  
**Bunds** – Obrigações da República Federal Alemã  
**GGND** – Galp Gás Natural Distribuição  
**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 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. 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 efetuou-se a partir do ano gás 2013-2014.

O 1º trimestre de 2021 foi caracterizado pelo agravamento da situação pandémica provocada pelo vírus COVID-19. O alívio excecional durante o período natalício e, fundamentalmente, o início do processo de vacinação antecipavam um retomar regular da atividade económica no arranque de 2021. Contudo, o expressivo agravamento da situação pandémica do país ocorrido no início de janeiro levou à adoção de medidas de confinamento fortemente constrangedoras das diversas atividades sociais e económicas.

Apesar do agravamento da situação sanitária do país, o BdP mantém a projeção económica do PIB português<sup>2</sup>, de um crescimento de 3,9% para 2021. Esta posição foi justificada com a existência de uma maior resiliência das famílias e empresas resultante do processo de aprendizagem ocorrido ao longo do período pandémico e expectativas de um menor impacto das medidas de confinamento do 1º trimestre. Adicionalmente, durante o mês de fevereiro foi publicada para consulta pública o Plano de Recuperação e Resiliência (PRR) atualizado em resultado das negociações com a Comissão Europeia.

### DESTAQUES

- No âmbito da política monetária da Zona Euro, durante o 1º trimestre de 2021, o Conselho do BCE decidiu manter as taxas de juro diretas. No entanto, o BCE apresentou a sua intenção de incrementar

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

<sup>2</sup> [Boletim Económico do Banco de Portugal, março de 2021.](#)

1.º Trimestre 2021

de forma significava o ritmo de aquisições no âmbito do PEPP (*pandemic emergency purchase programme*).

- Os valores da taxa de inflação da Zona Euro e Portugal, considerando a taxa de variação média anual, registados no final do 1º trimestre de 2021 de 0,243% e -0,195%, respetivamente, apresentam-se similares aos valores ocorridos no final de 2020 de 0,252% e -0,121%, respetivamente. No caso da Zona Euro, os atuais valores estão ao nível dos valores mínimos ocorridos durante a crise da dívida soberana de 2010 e dos valores ocorridos no final de 2015 e 2016. No caso português, os valores observados alcançam os mínimos observados entre 2014 e 2015, ainda inferiores aos observados na crise de 2010.
- Os valores das taxas EURIBOR de -0,538%, -0,509%, -0,484% nas taxas a 3, 6 e 12 meses, respetivamente, registados no final do 1º trimestre de 2021 apresentaram-se muito próximos dos valores mínimos históricos de -0,546%, -0,526% e -0,507% nas taxas a 3, 6 e 12 meses, respetivamente, observados em dezembro de 2020.
- Pela primeira vez, no dia 13 de janeiro de 2021, Portugal conseguiu emitir obrigações no valor 500 milhões de euros para maturidade de 10 anos com taxa de juro negativa (-0,012%). O primeiro trimestre de 2021 foi caracterizado por uma ligeira tendência de subida das *yields* das OT, refletindo a expectativa de aumento da inflação, bem como alterações nas preferências dos investidores, que com a retoma económica conjeturada para o período pós-pandemia começam a adquirir ativos de maior risco.

- O Conselho da UE aprovou o regulamento que cria o Mecanismo de Recuperação e Resiliência (MRR), instrumento que prestará apoio financeiro em larga escala às reformas e aos investimentos realizados pelos Estados-Membros, no âmbito do plano “*Next Generation EU*”. No entanto, dos 27 Estados-membros, existem quatro (Áustria, Polónia, Hungria e Holanda) que ainda não procederam à ratificação deste plano.

## 2 EVOLUÇÃO DOS INDICADORES FINANCEIROS

### TAXAS EURIBOR

O ano de 2020 foi marcado por uma instabilidade das taxas Euribor, após um decréscimo observado na segunda metade do ano precedente. Em particular, no início do 1º trimestre de 2020, observou-se uma tendência de decréscimo das taxas EURIBOR, alcançando-se novos valores mínimos no dia 12 de março: -0,489%, -0,447%, -0,368% nas taxas a 3, 6 e 12 meses, respetivamente.

Contudo, no final de março e 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. Esta inversão da tendência das taxas Euribor resultou dos primeiros impactos económicos e financeiros das necessárias medidas de mitigação da pandemia COVID-19.

É também no final do 1º trimestre de 2020 que se observa um reforço das medidas emanadas pelo BCE de combate a uma previsível recessão económica da Zona Euro originada pelo crescimento da situação pandémica entre os diversos países. Assim, o BCE começou por

1.º Trimestre 2021

anunciar um incremento em 120 mil milhões de euros no programa de compra de ativos (*pandemic emergency purchase programme-PEPP*)<sup>3</sup>. Complementarmente, o novo pacote de política monetária incluiu também linhas de crédito mais baratas e requisitos de capital menos exigentes. Durante o 2º trimestre de 2020, estas medidas foram reforçadas no montante de 1 350 mil milhões de euros para a aquisição de dívida pública e privada, bem como, pelo alargamento do período de aquisições líquidas até junho de 2021.

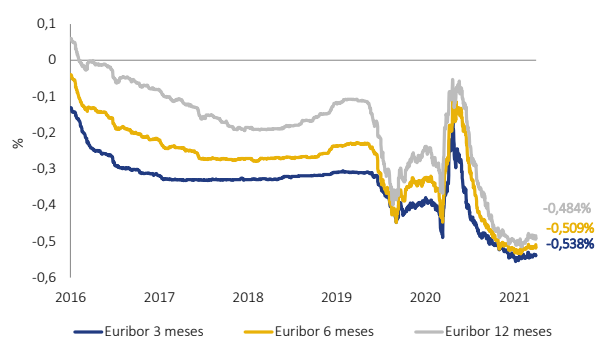
Até ao final de 2020, o Conselho do BCE decidiu manter as decisões tomadas nas reuniões precedentes, permanecendo, desta forma, inalteradas as taxas de juro diretoras. No entanto, na reunião do BCE, de 10 de dezembro, foi decidido o reforço do programa PEPP, em cerca de 500 mil milhões de euros, acompanhado de um alargamento do prazo para efetuar estas aquisições.

O efeito combinado dos anúncios do BCE, do primeiro reforço do PEPP e as fases de desconfinamento ocorridas em diversos países ao longo do ano de 2020, promoveram uma queda das taxas Euribor a 3, 6 e 12 meses, a partir da segunda metade do 2º trimestre de 2020, sendo que no final 4.º trimestre de 2020, alcançaram-se novos valores mínimos históricos de -0,546%, -0,526%, -0,507% nas taxas a 3, 6 e 12 meses, respetivamente.

A reunião do Conselho do BCE de março de 2021 manteve inalteradas as decisões supra referenciadas. Apesar do programa de vacinação se encontrar a decorrer, alguma incerteza nas perspetivas económicas de curto prazo, terá motivado uma ligeira inversão da tendência de

descida das taxas EURIBOR, observando-se no final do 1º trimestre de 2021 os valores de -0,538%, -0,509%, -0,484% nas taxas a 3, 6 e 12 meses, respetivamente.

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



Fonte: ERSE, Refinitiv Eikon

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>4</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 BCE cortou a taxa *refi* para 0,00%, a taxa de cedência de liquidez para 0,25% 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, passando para

<sup>3</sup> Recorde-se que já decorria desde de 2019, o programa de aquisições líquidas no valor mensal de 20 mil milhões de euros (*asset purchase programme – APP*).

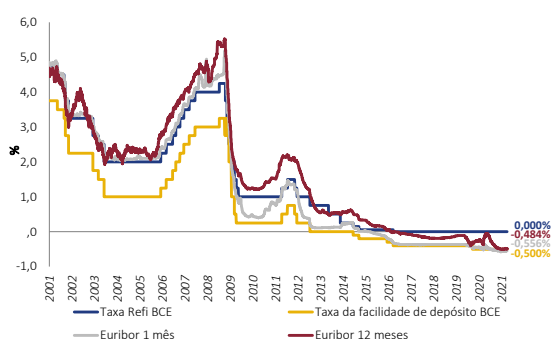
<sup>4</sup> Taxa de juro do BCE aplicável às operações principais de refinanciamento do Eurosistema.

1.º Trimestre 2021

-0,5%. Apesar da situação excecional que envolve a Zona Euro em resultado da pandemia da COVID-19, que está a gerar impactes de elevada magnitude na economia europeia, o BCE decidiu, na sua reunião de março de 2021, tal como já tinha ocorrido na reunião ocorrida no final de 2020, manter inalteradas as taxas de referência. No entanto, observadas as condições de financiamento e as perspetivas de inflação, o BCE perspetiva um incremento significativo do ritmo de aquisições no âmbito do PEPP comparativamente ao ocorrido nos primeiros meses do ano.

O Conselho do BCE não deixa de apresentar a sua disponibilidade para ajustar todos os seus instrumentos, consoante apropriado, de acordo com o fim de garantir que a inflação evolua de forma sustentada no sentido do seu objetivo, em conformidade com o seu objetivo de simetria.

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

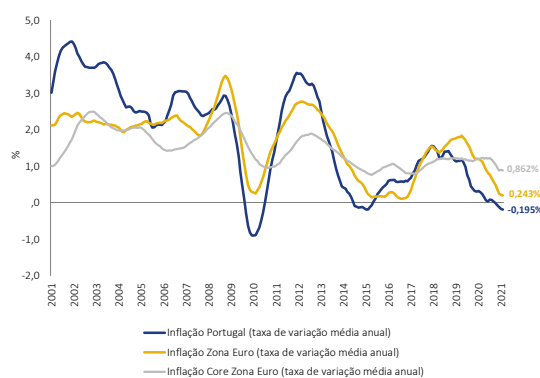


Fonte: ERSE, Refinitiv Eikon

Os reduzidos níveis de inflação e as entradas em recessão das economias europeias em resultado da situação pandémica da COVID-19 suportam as expectativas do prolongamento da manutenção dos níveis de taxas de juro historicamente baixas.

Na Figura 2-3 pode-se observar que 2020 manteve a tendência de decréscimo da taxa de inflação em Portugal e na Zona Euro iniciada na segunda metade do 2º trimestre de 2019. Esta tendência acentuou-se durante o 2º semestre de 2020, em resultado dos impactes económicos decorrentes da atual situação pandémica<sup>5</sup>. Nos primeiros seis meses de 2020 registou-se uma estabilização dos valores da taxa de inflação Core<sup>6</sup> da Zona Euro em torno de 1,2%. Durante o 2º semestre de 2020, este indicador apresentou uma tendência de descida, estabilizando-se no valor médio de 0,88% no 1º trimestre de 2021. Relativamente aos valores da taxa de inflação da Zona Euro e Portugal, considerando a taxa de variação média anual, observa-se no final do 1º trimestre de 2021 os valores de 0,243% e -0,195%, respetivamente. No final de 2020 estes valores tinham sido, respetivamente, 0,252% e -0,121%. A evolução observada entre o final de 2020 e o final do 1º trimestre de 2021 na Zona Euro é justificada, maioritariamente pela descida dos preços dos serviços resultantes da quebra acentuada na procura devido à situação pandémica<sup>7</sup>.

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



Fonte: ERSE, Refinitiv Eikon

<sup>5</sup> [UE - European Economic Forecast, winter 2021.](#)

<sup>6</sup> exclui os preços mais voláteis da energia e produtos alimentares não transformado.

<sup>7</sup> [UE - European Economic Forecast, winter 2021.](#)

1.º Trimestre 2021

### **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.

Posteriormente ao anúncio do BCE, em julho de 2012, no sentido de fazer “*tudo o que for preciso*”<sup>8</sup> para salvar o euro, o *spread* entre as OT e as *Bunds* apresentou uma trajetória de pronunciada redução relativamente aos máximos atingidos no início de 2012.

A tendência de decréscimo das *yields* das OT da República Portuguesa, foi interrompida entre o 2.º trimestre de 2015 e início do 2.º trimestre de 2017, período em que se verificou uma ligeira tendência positiva das *yields* dos títulos de dívida soberana portuguesa.

Subsequentemente, este indicador retomou a tendência de decréscimo, principalmente em 2019, ano em que alcançou, em agosto, o valor mínimo de 0,081% para as *yields* das OT a 10 anos. Para esta evolução contribuíram o esforço na consolidação orçamental, refletido nos *upgrades* da dívida pública portuguesa.

A evolução estável das *yields* das OT a 10 anos, verificada nos últimos quatro meses e início de 2020, após o registo do valor mínimo de agosto de 2019, foi cessada, pelos efeitos da COVID-19, que resultou numa subida acentuada no final de março, tendo-se alcançado o valor de 1,403%, o mais elevado dos últimos dois anos. No entanto as políticas de apoio do BCE e da UE, aliadas à resiliência, em termos macroeconómicos, adquirida por Portugal em anos anteriores,

permitiram o rápido regresso aos valores observados no início de 2020 e desencadear uma tendência de decréscimo. Neste sentido, na 2ª semana de dezembro de 2020 alcançou-se o momento histórico de registo de taxas negativas das OT a 10 anos, observando-se o valor mínimo de -0,052%. Deste modo, apesar da *yield* das OT a 10 anos ter registado um valor médio de 0,413%, em 2020, devido aos efeitos iniciais da atual situação pandémica, o valor médio terminou o ano com um valor de 0,061%.

Recorde-se que no último trimestre de 2020, destacou-se a aprovação final do pacote de relançamento da economia europeia que combina o orçamento plurianual 2021-2027, num montante a rondar os 1 074 mil milhões de euros, com o Fundo de Recuperação (*Next Generation EU*) no montante de 750 mil milhões. Recorde-se que este processo se iniciou em julho de 2020 com a aprovação inicial deste pacote pelo Conselho Europeu.<sup>9</sup>

Neste âmbito, em fevereiro de 2021, foi criado o Mecanismo de Recuperação e Resiliência (MRR), instrumento que prestará apoio financeiro em larga escala às reformas e aos investimentos realizados pelos Estados-Membros “*com o objetivo de atenuar o impacto económico e social da pandemia de coronavírus*”.<sup>10</sup>

No primeiro trimestre de 2021, três das quatro principais agências de notação (Moody’s, S&P e DBRS) decidiram manter inalteradas as suas avaliações relativamente à dívida soberana portuguesa. Os principais fatores apontados pelas agências para a manutenção do *rating* no atual contexto de crise pandémica foram a melhoria dos indicadores chave nos anos anteriores à crise sanitária, o decursivo plano de vacinação, e o acesso aos fundos europeus para

<sup>8</sup> Draghi, Mario, 2012.

<sup>9</sup> Conselho da União Europeia.

<sup>10</sup> Eurocid.

1.º Trimestre 2021

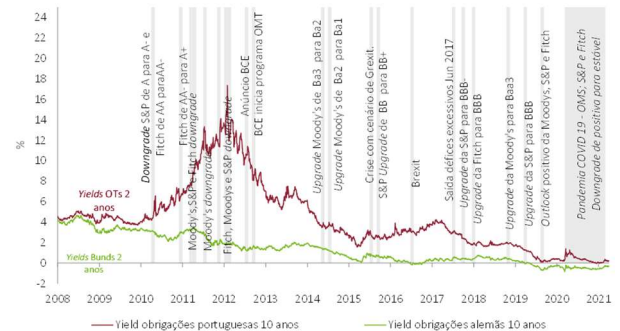
a retoma da economia portuguesa no pós-pandemia. Neste âmbito, destaque-se que a *Fitch*, apesar de ainda não se ter pronunciado este ano sobre a dívida soberana portuguesa, referiu que antevê uma descida do rácio da dívida pública face ao PIB, a partir de 2020.

Em janeiro de 2021, Portugal conseguiu, pela primeira vez, financiar a sua dívida soberana a 10 anos com juros negativos, tendo emitido 500 milhões com uma taxa de juro de  $-0,012\%$ <sup>11</sup>.

Nos últimos meses, a expectativa do aumento da inflação, provocada pela conjugação da liquidez fornecida pelos bancos centrais e do provável aumento do consumo no período pós-pandemia, bem como o aumento da preferência por ativos financeiros com maior risco, originaram um aumento das yields das OT a 10 anos, tendo este indicador, no caso da dívida soberana portuguesa, registado, no final do primeiro trimestre de 2021, o valor de  $0,227\%$ , abaixo do valor médio de 2020, embora acima do observado no final de 2020.

Em termos de comparação entre as *yields* a 10 anos da dívida pública portuguesa e as respetivas *Bunds*, pode-se observar que este diferencial, após ter momentaneamente aumentado devido à pandemia, registou o valor médio  $0,551\%$  no primeiro trimestre de 2021, significativamente abaixo do verificado no período homólogo anterior ( $0,840\%$ ).

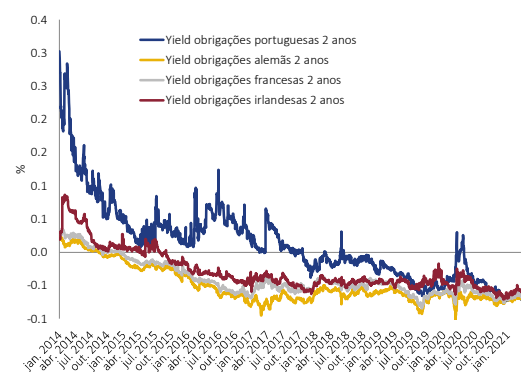
**Figura 2-4 - Yields das OT e das Bunds**



Fonte: ERSE, Refinitiv Eikon, 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.

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



Fonte: ERSE, Refinitiv Eikon

### 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, 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

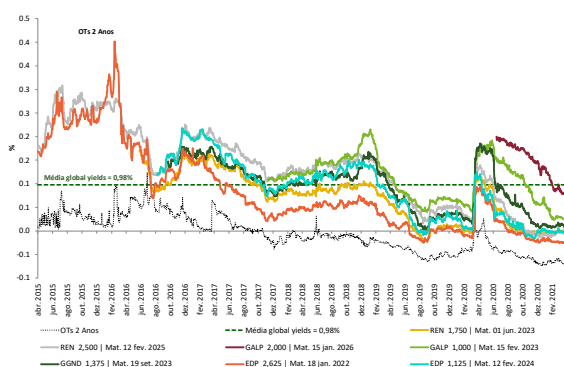
<sup>11</sup> [IGCP, 13 janeiro](#).

1.º Trimestre 2021

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 GGND. As *yields* destas obrigações refletem as condições de financiamento destas empresas no curto prazo, não representando, sublinhe-se, o seu custo médio de financiamento<sup>12</sup>. A partir de maio de 2020, pode-se observar uma tendência de progressiva descida dos valores das empresas, convergindo para valores pré-crise pandémica. Esta evolução manteve-se no primeiro trimestre de 2021. No caso da GALP, a recuperação do preço do petróleo, também contribuiu para esta evolução. Destaque-se ainda, neste âmbito, a venda de 75% do capital da GGND, da GALP Energia, SGPS, S.A. à Allianz Capital Partners.

**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, Refinitiv Eikon

<sup>12</sup> É de realçar que as *yields* das obrigações das empresas apresentadas na **Erro! A origem da referência não foi encontrada.** 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.