

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 aos 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. 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.

Após um início de 2021 caracterizado pelo expressivo agravamento da situação pandémica do país provocada pela pandemia da COVID-19 e, conseqüentemente, a adoção de fortes medidas de confinamento, o começo do 2º trimestre foi assinalado por uma gradual redução das políticas de restrição e de controlo pandémico, sujeitas a uma avaliação de incidência pandémica por concelho. Verificou-se, por este motivo, uma progressiva abertura das atividades económicas e sociais, condicionada pelo surgimento de vários focos de contágio com variantes do coronavírus SARS-COV-2, que não permitiram determinados concelhos avançar no processo de desconfinamento, ou inclusive obrigaram-nos a recuar nesse processo.

No atual contexto de avanços na vacinação e de manutenção dos apoios das políticas económicas, o BdP reviu o crescimento previsto em alta, apontando um aumento do nível de atividade económica portuguesa de 4,8%². Relativamente a 2022, a mesma instituição, prevê um crescimento do PIB em cerca de 5,6%, o que constitui a recuperação do nível de atividade económica de 2019 no início de 2022. Fatores como a exogeneidade do choque, a resposta tempestiva da política orçamental e monetária, bem como a transmissão limitada ao sistema financeira, favorecem o otimismo na recuperação do PIB. Noutro registo a CE³ manteve inalteradas as previsões de crescimento do PIB português em 3,9% e 5,1% para 2021 e 2022, respetivamente.

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

² [Boletim Económico do Banco de Portugal, junho de 2021](#)

³ [Previsões económicas de verão CE](#)

DESTAQUES

- Em ambas as reuniões relativas a decisões de política monetária da zona euro que ocorreram no 2º trimestre de 2021, foram mantidas as condições de financiamento favoráveis, designadamente as taxas de juro diretoras e o plano de aquisições de ativos do PEPP. Deste modo, o BCE reiterou a posição muito acomodática da intervenção monetária.
- A taxas de inflação da zona euro e de Portugal, considerando-se a variação média anual, registadas no final do 2º trimestre de 2021 foram de 0,649% e -0,164%, respetivamente. Esta variação demonstra uma maior pressão inflacionista na zona euro face a Portugal, consequência, em parte, da falta de sincronia dos impactes da pandemia entre países e de alterações de medidas de política fiscal com impacte positivo na inflação, em particular na Alemanha.
- Os valores das taxas Euribor de -0,542%, -0,515%, -0,483% nas taxas a 3, 6 e 12 meses, respetivamente, registados no final do 2º 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.
- As *yields* das OT portuguesas a 2 e a 10 anos continuam com tendência de ligeira subida, após, no início do ano, se terem temporariamente posicionado em valores negativos. Esta evolução decorre, em especial, da expectativa do aumento da inflação e é transversal a vários países da zona euro.
- No decorrer do 2º trimestre foi aprovado formalmente pela CE, o Plano de Resiliência e Recuperação português, que

prevê projetos de 16,6 mil milhões de euros, dos quais 13,9 mil milhões de euros terão subvenções a fundo perdido.

2 EVOLUÇÃO DOS INDICADORES FINANCEIROS

TAXAS EURIBOR

Após um ano de 2019 caracterizado por um decréscimo das taxas Euribor, no ano de 2020 as taxas de juro interbancário revelaram um comportamento mais errático, muito por força da situação pandémica. Desta forma, 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.

No entanto, os primeiros impactes económicos e financeiros da crise pandémica fizeram-se observar no final de março e abril, verificando-se uma tendência de forte 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. Valores semelhantes só são possíveis de encontrar se se recuar a 2016.

É ao longo do ano de 2020, que o BCE anuncia, gradualmente, o reforço no programa de compra de ativos, de forma a criar condições de financiamento favoráveis à economia e que permitissem fazer face à crise pandémica. Deste modo, durante o ano de 2020 foi anunciado um total de 1 850 mil milhões de euros em compra de ativos no âmbito do programa da crise

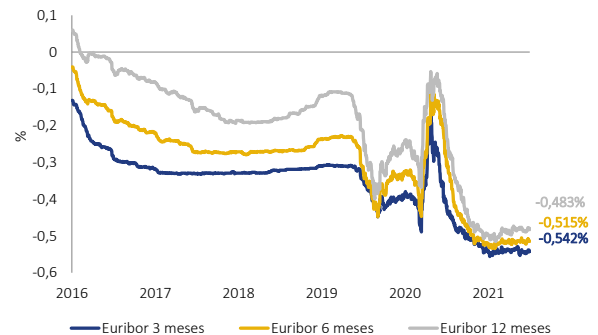
2.º Trimestre 2021

pandémica⁴ (PEPP), com sucessivos alargamentos do período de aquisições, que, neste momento, se prolonga até março de 2022⁵. A referida instituição manteve as taxas de juro inalteradas em 2020, e complementarmente incluiu também linhas de crédito mais baratas e requisitos de capital menos exigentes.

O progressivo desconfinamento, com pontuais adaptações, ocorrido em diversos países ao longo de 2020, o início do processo de vacinação e a política monetária muito acomodatória do BCE, promoveram a queda verificada das taxas Euribor. Consequentemente, no final desse ano, verificaram-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 10 de junho de 2021 manteve inalteradas as decisões supra referenciadas. Em 2021 as taxas de juro interbancária têm registado uma ligeira tendência de subida. As incertezas relacionadas com a evolução da pandemia e da resposta da economia após a reabertura, bem como a recente subida da inflação, são os fatores explicativos dessa tendência.

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



Fonte: ERSE, Refinitiv Eikon

A Figura 2-2 ilustra a evolução, para uma série mais longa, das taxas Euribor a 1 e 12 meses no enquadramento da política monetária, que se encontra representado pela taxa de juro de refinanciamento do BCE⁶ e pela taxa de juro da facilidade de depósito. Após valores máximos atingidos em 2008, na sequência da crise financeira marcada pela falência do banco Lehman Brothers, verificou-se uma queda abrupta dos valores das taxas Euribor em todos os prazos. Em 2012, a crise da dívida pública verificada em vários países da zona euro, inverteu temporariamente essa tendência. Após o anúncio de Mario Draghi, em 2012, de que o BCE faria tudo para salvar o euro, conjugado com uma alteração de política monetária nos anos seguintes, assumidamente expansionista, registaram-se novamente movimentos de queda nas taxas de juro interbancário da zona euro.

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,

⁴ Refira-se que o BCE, anteriormente e no âmbito da crise pandémica, já tinha reforçado o plano de intervenção em vigor em 120 mil milhões de euros.

⁵ [Reunião BCE - 10 de junho de 2021](#)

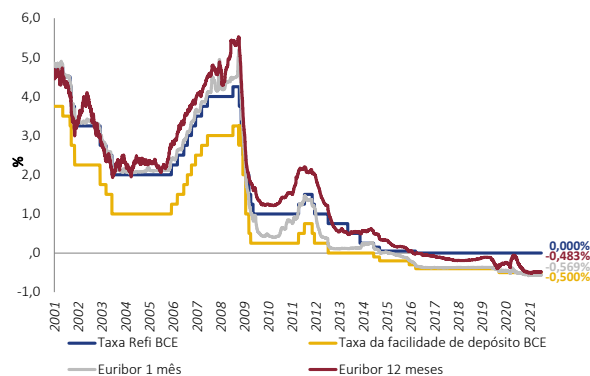
⁶ Taxa de juro do BCE aplicável às operações principais de refinanciamento do Eurosistema.

2.º Trimestre 2021

ocorrida em setembro, da taxa da facilidade de depósito em 10 pontos base, passando para -0,5%. O BCE⁷, face à atual situação excepcional que envolve a Zona Euro em resultado da pandemia da COVID-19, tem vindo a manter inalteradas as taxas de juro diretoras. De igual modo, o programa de aquisição de ativos, em particular o realizado no âmbito do combate aos impactes económicos da COVID-19, manter-se-ão, como anteriormente referido, até março de 2022, e os respetivos pagamentos de capital serão reinvestidos, pelo menos, até ao final de 2023.

De acordo com o comunicado realizado a 8 de julho de 2021⁸, o BCE reforçou a mensagem de que a meta de inflação de 2% é simétrica, afirmando que eventuais desvios positivos temporários e moderados face ao *target* serão avaliados como um fenómeno a tolerar, por forma a assegurar um objetivo de inflação de 2% a médio prazo. Neste novo cenário, os agentes económicos têm a expectativa de que o BCE consiga prolongar a atual política acomodatória por mais tempo do que nas anteriores circunstâncias.

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



Fonte: ERSE, Refinitiv Eikon

A alteração estratégica do BCE relativamente à meta de inflação permitirá ao BCE maior flexibilidade na preservação das condições de financiamento apropriados às economias europeias, em resposta aos efeitos provocados pela situação pandémica da COVID-19, permitindo a manutenção dos níveis de taxas de juros em valores baixos, face a pressões inflacionistas moderadas.

Na Figura 2-3 verifica-se que a taxa de inflação em Portugal e na Zona Euro se encontrava em declínio no período precedente à crise pandémica, notadamente a partir de 2019. O acentuar desta evolução observou-se a partir da propagação da pandemia COVID-19, consequência da diminuição da procura de bens serviços (em particular turismo e bens industriais), uma estagnação do mercado de trabalho e uma forte taxa de câmbio⁹. Destaque-se que, nos primeiros seis meses de 2020, se registou uma estabilização dos valores da taxa de inflação Core¹⁰ da Zona Euro em torno de 1,21%, e que durante o 2º semestre de 2020, este indicador apresentou uma ligeira tendência de descida, para valores a rondar os 1,07%. Em 2021

⁷ [Reunião BCE - 10 de junho de 2021](#)

⁸ [Comunicado BCE - 8 de julho de 2021](#)

⁹ [Previsões Económicas Outono 2020 da CE](#)

¹⁰ exclui os preços mais voláteis da energia e produtos alimentares não transformado.

2.º Trimestre 2021

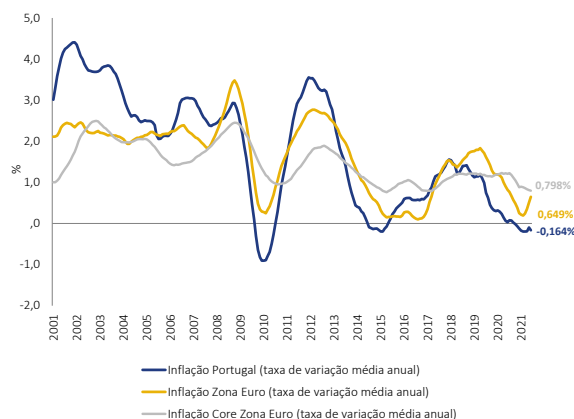
a tendência de decréscimo continua a observar-se, verificando-se no primeiro semestre uma média de 0,85%, com o último mês do semestre a fechar em valores próximos dos 0,80%.

No final 2º trimestre de 2021, os valores das taxas de inflação da Zona Euro e Portugal, considerando as taxas de variação média anual, situaram-se em 0,649% e -0,164%, respetivamente, ilustrando, de uma forma geral uma maior pressão inflacionista no total dos países de moeda única face à realidade portuguesa. Destaque-se que no final do 1º trimestre de 2021, os valores eram de 0,243% (para a inflação da Zona Euro) e -0,195% (para o caso português).

De acordo com a CE¹¹ os principais fatores para o aumento da inflação, além do aumento dos preços de energia e motivos técnicos (alteração de ponderação das mercadorias no cabaz de consumo), foram as derrogações das taxas reduzidas no IVA e a taxa sobre o carbono que entrou em vigor na Alemanha.

O INE¹² aponta como explicação para o diferencial da inflação em território português face à Zona Euro a “falta de sincronia dos impactos da pandemia nos vários países, que geram efeitos de base de diferentes magnitudes”.

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



Fonte: ERSE, Refinitiv Eikon

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.

Nesta figura observa-se, ao longo do período em análise, a tendência decrescente das *yields* das *Bunds*, mesmo durante o período da crise financeira iniciada a partir de 2008. Por outro lado, esta crise que motivou o pedido de resgate financeiro de Portugal em abril de 2011, teve fortes efeitos nas *yields* das OT que atingiram os valores máximos no ano de 2012. Nesse ano, surgiu o anúncio do BCE, no sentido de fazer “*tudo o que for preciso*”¹³ para salvar o euro que impactou numa trajetória de pronunciada redução do *spread* entre as OT e as *Bunds* relativamente aos máximos atingidos no início de 2012.

¹¹ [Previsões de Primavera 2021 da CE](#)

¹² [Índice de Preços no Consumidor - INE](#)

¹³ [Draghi, Mario, 2012.](#)

2.º Trimestre 2021

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



Fonte: ERSE, Refinitiv Eikon, IGCP

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. Recorde-se que o final de 2015 ocorreu alguma instabilidade política que culminou com a tomada de posse governativa de uma coligação partidária.

A partir do 2º semestre de 2017 observou-se a retoma da tendência de decréscimo das *yields*. Em 2019 alcançou-se, 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.

Após o registo do valor mínimo de agosto de 2019, observou-se uma evolução estável das *yields* das OT a 10 anos até ao final do 1º trimestre de 2020. Nesta data emerge os primeiros efeitos da situação pandémica COVID-19, impactando numa subida acentuada dessa taxa no final de março, tendo-se alcançado o valor de 1,403%, o mais elevado dos últimos dois anos. Após esta data, observou-se, em resultado das políticas de apoio do BCE e da UE, aliadas à resiliência, em termos macroeconómicos, adquirida por Portugal em anos anteriores, um

rápido regresso aos valores observados no início de 2020 e uma tendência de decréscimo das *yields*. Esta tendência culminou no acontecimento histórico ocorrido na 2ª semana de dezembro de 2020 com o 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.

Para este efeito, 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*”.¹⁴

Durante o 2º semestre de 2021 as quatro principais agências de notação não procederam a qualquer alteração do *rating* da dívida portuguesa. A *Moody's* e a *S&P* optaram por não fazer qualquer anúncio nas respetivas datas de avaliação, emitindo apenas alguns comentários nos dias posteriores, enquanto a *DBRS*, no primeiro trimestre de 2021, e a *Fitch*, no 2º trimestre, confirmaram a manutenção das avaliações anteriores. 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

¹⁴ Eurocid.

2.º Trimestre 2021

anteriores à crise sanitária, o decursivo plano de vacinação, e o acesso aos fundos europeus para a retoma da economia portuguesa no pós-pandemia.

A *Fitch* prevê a retoma da trajetória descendente da dívida soberana portuguesa sustentada nas melhores perspetivas de crescimento, em condições de financiamento favoráveis e no compromisso com a prudência fiscal. No entanto, esta agência projeta uma recuperação mais lenta da economia portuguesa, em comparação com a Zona Euro, suportada fundamentalmente numa fraca recuperação do turismo internacional. Não é esperado que Portugal recupere os níveis de 2019 até 2023 implicando também uma recuperação mais lenta do mercado de trabalho, onde o emprego relacionado com o turismo é elevado. Esta agência considera que os fundos da bazuca europeia são um fator que contribui para as perspetivas de crescimento nos próximos anos. No entanto, alerta que o impacto dos fundos europeus dependerá do sucesso da implementação dos projetos de investimento, sendo que Portugal tem apresentado níveis de execução dos investimentos abaixo dos padrões europeus.

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%¹⁵. Nas emissões de dívida com a maturidade para 2027 de 625 milhões de euros e 300 milhões de euros, em março e junho, também ocorreu colocações a taxas negativas de 0,086% e 0,162%, respetivamente.

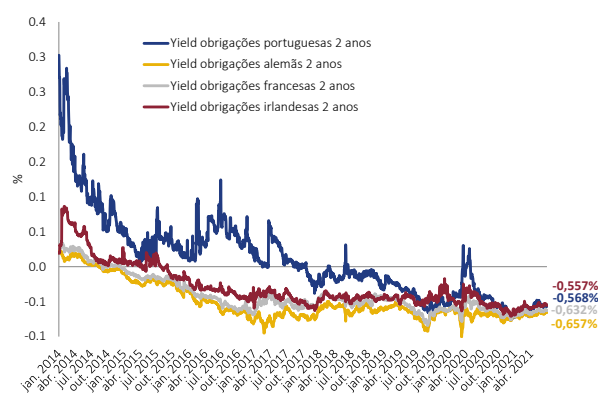
Nos últimos meses, a expectativa do aumento da inflação¹⁶, provocada pela conjugação da liquidez

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, resultou num aumento das *yields* das OT a 10 anos. No final do 2º trimestre de 2021, o indicador da dívida soberana portuguesa registou o valor de 0,408% quando no final do 1º trimestre se tinha registado o valor de 0,227%, situando-se em níveis iguais ao do valor médio de 2020.

Em termos de comparação entre as *yields* a 10 anos da dívida pública portuguesa e as respetivas *Bunds*, pode-se observar que o valor médio deste diferencial aumentou no 2º trimestre de 2021 comparativamente ao registado no 1º trimestre e no ano de 2020. Durante o 2º trimestre, o diferencial médio foi de 0,650% que compara com os diferenciais médios do 1º trimestre e do ano de 2020, de 0,551% e 0,558%, respetivamente.

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

¹⁵ [IGCP, 13 janeiro](#).

¹⁶ Tal como anteriormente referido, em julho de 2021, o BCE efetuou a primeira alteração, em 18 anos, à sua estratégia relativa à meta de inflação

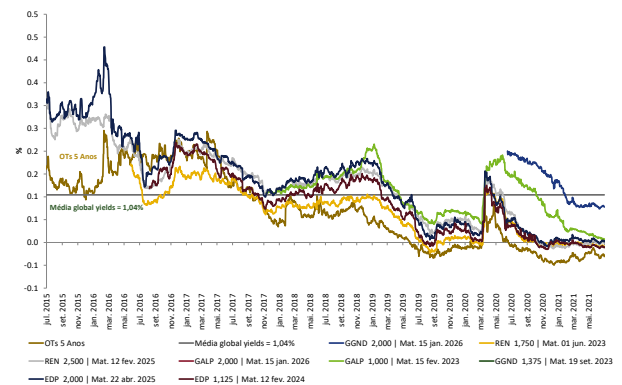
2.º Trimestre 2021

YIELDS OBRIGAÇÕES DAS EMPRESAS

Tendo em conta a evolução dos custos de financiamento das empresas, os Regulamento 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, 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, da GALP e da GGND. Recorde-se que as *yields* destas obrigações refletem as condições de financiamento destas empresas no curto prazo, não representando, sublinhe-se, o seu custo médio de financiamento¹⁷. Após uma subida bastante acentuada no final do 1º trimestre de 2020 devido ao surgimento da situação pandémica, a partir de maio de 2020, observou-se uma tendência progressiva de descida dos valores das empresas até ao final de 2020 e uma estabilização ao longo do 1º semestre de 2021, convergindo para valores pré-crise pandémica. Esta evolução manteve-se no primeiro trimestre de 2021. Destaque-se a aproximação da Galp aos valores dos restantes grupos e a exceção da GGND que apresenta valores acima. Neste âmbito, importa recordar 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, GALP e GGND



Fonte: ERSE, Refinitiv Eikon

¹⁷ 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.