

SIGLAS

APP	– Asset Purchase Programme
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
CE	– Comissão 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 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, na taxa de remuneração dos ativos

regulados, a evolução da conjuntura económica e financeira.

O 4.º trimestre de 2021 foi caracterizado, a nível global, pelo incremento da propagação de casos positivos de COVID-19, fortemente determinada pela nova variante Ómicron. No caso português, esta evolução pandémica ocorreu apesar do contexto de uma elevada percentagem da população com a 2ª dose da vacina. Com objetivo de mitigar esta propagação, o país avançou para a dose de reforço e ao retorno às políticas de restrição e de controlo pandémico que tinham vindo a ser gradualmente reduzidas a partir do 2.º trimestre.

No 2º semestre de 2021, o BdP manteve a sua previsão, de junho de 2021, de crescimento do PIB de 4,8% para 2021. No entanto, subiu a previsão para 2022 em 0,2 pontos percentuais, prevendo um crescimento de 5,8%². O BdP manteve a sua projeção para 2021, apesar de assumir que a reintrodução das medidas restritivas associadas ao agravamento da situação pandémica. Em particular, medidas ao nível da mobilidade internacional que terão impactos sobre o ritmo de recuperação, particularmente, nos serviços relacionados com o turismo. No final de 2021, o BdP volta a não antecipar efeitos adversos significativos para a atividade económica em resultado do fim de alguns apoios temporários decorrentes de políticas orçamentais de apoio à economia, por estes serem substituídos por medidas mais direcionadas aos setores e às empresas mais afetados pela pandemia. Adicionalmente, o BdP

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, dezembro de 2021](#)

4º Trimestre 2021

antecipa uma dissipação do problema da escassez das matérias-primas nas cadeias de fornecimento na segunda metade de 2022. Nas previsões económicas de outono de 2021, a CE³ apresentou uma revisão mais otimista das previsões de crescimento do PIB português ao prever um crescimento de 4,5% e 5,3% para 2021 e 2022 face às previsões de verão (3,9% e 5,1%, respetivamente), pese embora em níveis inferiores às mais recentes atualizações do BdP.

DESTAQUES

- O BCE anunciou a extinção do programa de compra de ativos líquidos ao abrigo do programa PEPP para março de 2022, bem como uma redução do ritmo de aquisições no 1º trimestre de 2022. Adicionalmente, as taxas de juro diretas mantiveram-se inalteradas.
- No 4º trimestre de 2021, os valores das taxas de inflação da zona euro e de Portugal, considerando as taxas de variação média anual, subiram acentuadamente e situaram-se em 2,589% e 0,941%, respetivamente. Esta evolução deve-se ao aumento dos preços das matérias-primas e dos serviços, aos constrangimentos nas cadeias de abastecimento globais face à reabertura das economias, bem como ao aumento dos custos energéticos.
- No final do ano de 2021, registaram-se valores de -0,572%, -0,546% e -0,501% nas taxas Euribor a 3, 6 e 12 meses, respetivamente. Durante o último trimestre do ano verificaram-se valores mínimos históricos de -0,605%, -0,554% e -0,518%, nas taxas a 3, 6 e 12 meses, respetivamente.
- As *yields* das OT portuguesas a 2 e a 10 anos apresentam, à semelhança do que ocorre nos

restantes países da zona euro, uma tendência positiva, incorporando, deste modo, os efeitos da inflação.

2 EVOLUÇÃO DOS INDICADORES FINANCEIROS

TAXAS EURIBOR

O ano de 2021 é caracterizado pelo registo de valores mínimos históricos nas taxas Euribor nos primeiros meses deste ano e, posteriormente, no final do mesmo.

Recorde-se que a tendência de significativo decréscimo das taxas Euribor iniciou-se no 2.º trimestre de 2019, interrompida a partir de setembro desse ano com a mudança da Presidência do BCE, que criou expectativas de crescimento destas taxas. A manutenção das políticas monetárias, pela nova Presidência do BCE, fez retomar a tendência de decréscimo das taxas Euribor. Esta voltou a ser interrompida com o início da situação pandémica do COVID 19, em março de 2020, provocando um incremento das taxas Euribor para níveis observados em 2016.

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 uma nova tendência de queda das taxas Euribor. Recorde-se que ao longo do ano de 2020, o BCE anunciou, gradualmente, o reforço no programa de compra de ativos em montantes na ordem dos 1 970 mil milhões, de forma a criar condições de financiamento favoráveis à economia que permitissem fazer face à crise pandémica.

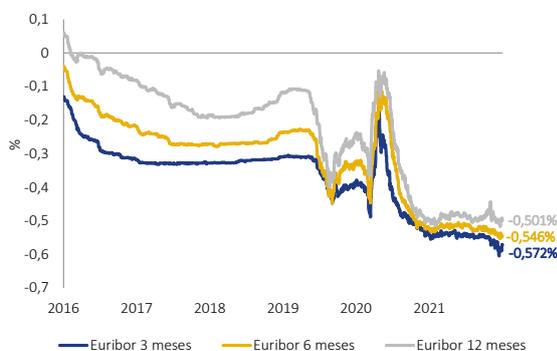
³ [Previsões económicas de outono CE](#)

4º Trimestre 2021

O ano de 2021, além dos valores históricos anteriormente referidos, foi caracterizado por uma estabilidade dos valores das taxas Euribor, principalmente, durante os primeiros nove meses. O início do 3º trimestre foi marcado por algumas expectativas de subida das taxas de juro por parte do BCE que impactou, particularmente, numa subida na taxa Euribor a 12 meses. Após as declarações da Presidente do BCE, referindo-se a uma improvável subida das taxas em 2022, esta taxa a 12 meses apresentou uma tendência de descida que se vinha a observar nas taxas a 3 e a 6 meses, culminando, em dezembro, na consecução dos valores históricos mínimos.

No final de 2021, registam-se os valores de -0,572%, -0,546% e -0,501% nas taxas a 3, 6 e 12 meses, respetivamente, valores abaixo do registado no final de 2020.

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

- Na sequência da crise financeira global marcada pela falência do banco *Lehman Brothers* e da crise do *subprime* verificou-se uma queda abrupta dos valores das taxas Euribor em todos os prazos, após 2008.
- 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, e de uma alteração de política monetária nos anos seguintes, assumidamente expansionista, observou-se uma tendência de quebras das taxas que se mantém até à presente data, ainda que menos acentuada nos últimos anos.

Nos últimos anos, ao nível das decisões de política monetária do BCE realça-se a redução, ocorrida em setembro de 2019, da taxa da facilidade de depósito em 10 pontos base, passando para -0,5%. Deste então, o BCE⁵ tem mantido inalteradas as taxas de juro diretas em resultado da situação pandémica que tem envolvido a zona euro. Esta situação tem levado o BCE a reforçar o programa de aquisição de ativos com a introdução do programa PEPP (*Pandemic Emergency Purchase Programme*) com o objetivo de mitigar os impactos económicos da COVID-19.

Em outubro e dezembro de 2021, o BCE anuncia o término do programa PEPP em março de 2022, apesar de manter o reinvestimento dos pagamentos de capital dos títulos vencidos adquiridos no contexto deste programa até, pelo menos, ao final de 2024. Adicionalmente, estabelece uma redução gradual das aquisições de ativos ao abrigo do programa de compra de

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

⁵ [Reunião BCE – 16 de dezembro de 2021](#)

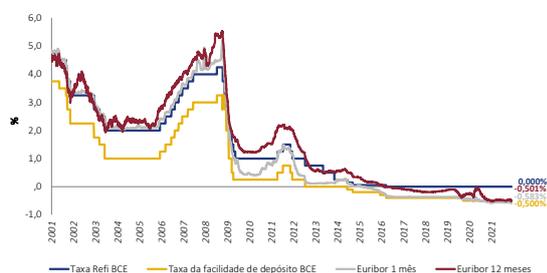
4º Trimestre 2021

ativos (*Asset Purchase Programme – APP*) ao longo de 2022, para assegurar que a orientação da política monetária permaneça coerente com a estabilização da inflação no seu objetivo no médio prazo. Durante o 4º trimestre de 2021, o BCE manteve inalterada a sua estratégia de política monetária por considerar que a mesma se encontra em linha com o seu objetivo simétrico de inflação de 2%. Adicionalmente, o BCE considera que os progressos realizados em termos de inflação subjacente estão suficientemente avançados para serem consentâneos com uma estabilização da inflação em 2% no médio prazo. No entanto, admite que, durante um período transitório, a inflação se possa situar moderadamente acima do objetivo.

aumento substancial da taxa de inflação⁶. A nível nacional (representada pela linha azul) a taxa de inflação tem acompanhado a evolução do indicador análogo na zona euro, pese embora se tenha situado em níveis inferiores aos da média dos restantes países da moeda única.

Desta forma, no final do 4º trimestre de 2021, os valores das taxas de inflação da Zona euro e Portugal, considerando as taxas de variação média anual, situaram-se em 2,589% e 0,941%, respetivamente, ilustrando, de uma forma geral uma maior pressão inflacionista. Destaque-se que, no final do 3º trimestre de 2021 e do ano de 2020, os valores eram, respetivamente, de 1,362% e 0,252% (para a inflação da Zona euro) e 0,234% e -0,120% (para o caso português).

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

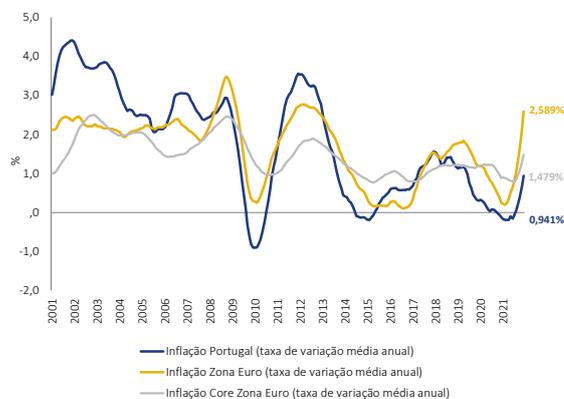


Fonte: ERSE, Refinitiv Eikon

A Figura 2-3 mostra que a partir de 2021 a taxa de inflação aumenta na zona euro, excluindo energia e bens alimentar (representada pela linha cinza). Este aumento é fomentado pelos preços das matérias-primas e dos serviços e pelos os constrangimentos nas cadeias de abastecimento globais decorrentes da reabertura das economias.

Quando se incluem as variações dos preços de energia e bens alimentares na zona euro (representados pela linha amarela) verifica-se um

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



Fonte: ERSE, Refinitiv Eikon

Adicionalmente, o BdP⁷ prevê que a taxa de inflação acelere em 2022, reduzindo ligeiramente nos anos seguintes e “*com um perfil muito influenciado pela evolução dos preços dos bens energéticos*”.

⁶ Eurostat - Flash Estimate Inflation Rate - DEcember 2021

⁷ Boletim Económico do Banco de Portugal, dezembro de 2021

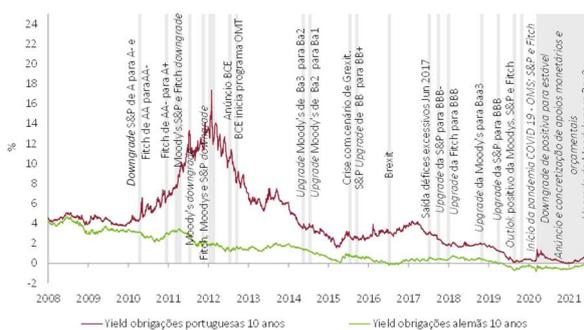
4º Trimestre 2021

YIELDS OBRIGAÇÕES DE ESTADOS

Na Figura 2-4 pode observar-se 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, até meados de 2019, uma tendência decrescente das *yields* das *Bunds*, mesmo durante o período da crise financeira iniciada em 2008. Recorde-se que esta crise motivou o pedido de resgate financeiro de Portugal, em abril de 2011, e impactou significativamente 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*”⁸ para salvar o euro, o que resultou numa trajetória de pronunciada redução do *spread* entre as OT e as *Bunds* relativamente aos máximos atingidos no início de 2012.

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



Fonte: ERSE, Refinitiv Eikon, IGCP

Desde então, tem-se observado uma tendência de decréscimo das *yields* das OT da República Portuguesa sujeita a oscilações em resultado de impactes dos seguintes eventos políticos e económicos:

- Entre o 2.º trimestre de 2015 e início do 2.º trimestre de 2017 verificou-se uma ligeira tendência positiva das *yields* dos títulos de dívida soberana portuguesa, fruto de alguma instabilidade política percecionada pelos mercados.
- A saída de Portugal da situação de défices excessivos, consolidação orçamental e os *upgrades* do *rating* da dívida pública portuguesa, a partir da segunda metade de 2017, impactaram na retoma da tendência de descida das *yields* portuguesas, atingido, em agosto de 2019.
- No 1.º trimestre de 2020 emergem os primeiros efeitos da situação pandémica COVID-19, que resultaram numa subida acentuada da *yield* das OT a 10 anos, tendo-se alcançado o valor de 1,403%, o mais elevado dos últimos dois anos.
- A partir de abril de 2020, observou-se, em resultado das políticas de apoio do BCE e da UE, uma tendência de descidas *yields* da dívida pública portuguesa e um regresso aos valores observados no início de 2020. Esta evolução culminou no acontecimento histórico, ocorrido na 2ª semana de dezembro de 2020, do registo de taxas negativas das OT a 10 anos e consequente valor mínimo de -0,052%.

No primeiro mês de 2021, ainda se observaram valores das *yields* da dívida portuguesa historicamente baixos. Neste mês, 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%⁹. Recorde-se que nas emissões de dívida com a maturidade inferiores a 10 anos já

⁸ Draghi, Mario, 2012.

⁹ IGCP, 13 janeiro.

4º Trimestre 2021

tinha ocorrido colocações a valores negativos em 2020 (564 milhões de euros a -0,05%, em fevereiro, e 430 milhões a -0,108%, em julho), repetindo-se em 2021 (625 milhões de euros e 300 milhões de euros, em março e junho, às taxas negativas de 0,086% e 0,162%, respetivamente).

Em fevereiro de 2021, o Parlamento Europeu aprovou o pacote de relançamento da economia europeia - Mecanismo de Recuperação e Resiliência (MRR). Este mecanismo tendo sido o principal instrumento no âmbito do *Next Generation EU*, o plano da UE para ajudar a Europa a recuperar do impacto económico e social da pandemia e ajudará a tornar as economias e sociedades da UE mais resilientes e seguras nas transições ecológica e digital.

Até maio de 2021, observou-se uma tendência de crescimento das *yields*, com as OT a atingirem o valor máximo do ano no final deste mês. No final do 3.º trimestre e início do 4º trimestre de 2021 volta-se a observar uma tendência de subida das *yields*. No final de 2021, à semelhança do ocorrido ao longo do ano, as *yields* apresentam alguma volatilidade.

Esta instabilidade nas *yields* da dívida pública decorre, por um lado, das expectativas de crescimento da taxa de inflação, por sua vez, pressionarem o crescimento das *yields* e, por outro, da instabilidade da situação económica associada à situação pandémica. Apesar do avanço do processo de vacinação, ao longo de 2021 assistiu-se a diferentes momentos de reforço ou alívio das medidas de confinamento em resultado dos diferentes níveis de propagação do COVID 19.

No que concerne às pressões oriundas da taxa de inflação, os bancos centrais têm optado por manter as políticas monetárias sustentada na

presunção de que a recente subida da taxa de inflação se deve, essencialmente, a efeitos temporários associados ao preço das matérias-primas, a constrangimentos nas cadeias de abastecimento globais face à reabertura das economias, bem como ao aumento dos preços de energia.

Durante o ano de 2021, apenas a Moody's procedeu a alteração do *rating* da dívida portuguesa. Nomeadamente, efetuou, em setembro, um *upgrade* da dívida de Baa3 para Baa2. Este incremento do *rating* foi justificado com a melhoria das perspetivas de crescimento de longo prazo resultante da utilização dos fundos *Next Generation EU*, a implementação de reformas estruturais e as expectativas de redução do peso da dívida nos próximos anos.

Recorde-se que os principais fatores apontados pelas agências para a não revisão em baixo do *rating* no atual contexto de crise pandémica, foram: *i)* a melhoria dos indicadores chave nos anos anteriores à crise sanitária, *ii)* o plano de vacinação, *iii)* o acesso aos fundos europeus para a retoma da economia portuguesa no período pós-pandemia, *iv)* a expectativa de uma 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 final do 4.º trimestre de 2021, a *yield* das OT a 10 anos registou o valor de 0,485%, situando-se em níveis superiores aos dos valores médios de 2020 e 2021 que foram, respetivamente, de 0,413% e 0,292%.

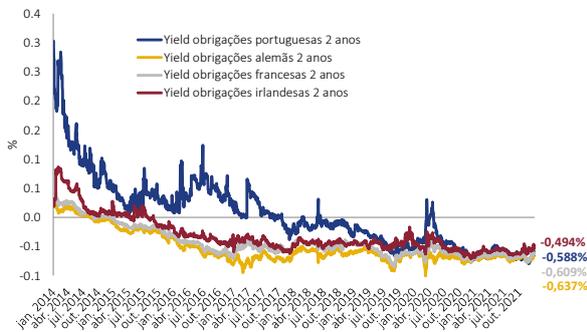
Em termos de comparação entre as *yields* a 10 anos da dívida pública portuguesa e as respetivas *Bunds*, durante o ano de 2021 observou-se um

4º Trimestre 2021

comportamento muito semelhante originando uma manutenção do *spread* entre estas duas taxas. O valor médio trimestral deste diferencial variou ao longo de 2021, entre 0,552% e 0,649%.

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

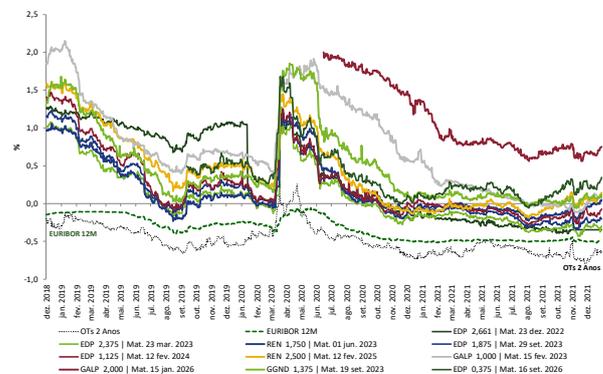
YIELDS DAS OBRIGAÇÕES DAS EMPRESAS

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, 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 o seu custo médio de financiamento¹⁰. Após uma subida bastante acentuada no final do 1.º trimestre de 2020, devido ao surgimento da situação pandémica, a partir de maio de 2020 observou-se uma tendência progressiva de descida dos valores dessas taxas até ao final de 2020 e uma estabilização ao longo do 1º semestre de 2021, convergindo para valores pré-crise pandémica. Na segunda metade do 3º trimestre, observou-se uma nova tendência de decréscimo. No 4.º trimestre observa-se uma tendência de subida das taxas.

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

¹⁰ 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.