

## SIGLAS

<b>APP</b>	– Asset Purchase Programme
<b>BCE</b>	– Banco Central Europeu
<b>BdP</b>	– Banco de Portugal
<b>Bunds</b>	– Obrigações da República Federal Alemã
<b>CE</b>	– Comissão Europeia
<b>GGND</b>	– Galp Gás Natural Distribuição
<b>INE</b>	– Instituto Nacional de Estatística
<b>OT</b>	– Obrigações da República Portuguesa
<b>PEPP</b>	– Pandemic Emergency Purchase Programme
<b>QE</b>	– Quantitative Easing
<b>RoR</b>	– Rate of Return
<b>S&amp;P</b>	– Standard & Poor's
<b>UE</b>	– 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 reguladas<sup>1</sup>, 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 1.º trimestre de 2023 verificou-se o início da tendência de desaceleração do aumento do nível de preços na zona euro, com as perspetivas para os próximos trimestres a apontarem para uma redução gradual, motivada pela redução dos preços de energia. A manutenção da elevada taxa de inflação observada decorre dos efeitos do conflito militar entre a Ucrânia e a Rússia e dos constrangimentos das cadeias de abastecimento.

Relativamente ao desempenho económico, destaca-se que a economia portuguesa registou um crescimento de 6,7% do produto interno bruto para 2022, de acordo com o BdP<sup>2</sup>. Para 2023 estima-se um aumento do nível de atividade económica em 1,8%, antes de acelerar para 2% em 2024 e 2025. A contribuir para esta evolução encontram-se a dissipação dos constrangimentos nas cadeias de fornecimento, a redução da incerteza, a recuperação do rendimento real das famílias e o recebimento dos fundos europeus, que deverão ser parcialmente contrariados por condições financeiras mais restritivas.

### DESTAQUES

- O BCE voltou a subir as taxas diretoras em fevereiro e março.
- No final do 1º trimestre de 2023, os valores das taxas de inflação da zona euro e de Portugal, considerando as taxas de variação

<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 – dezembro de 2022, BdP](#)

1º Trimestre 2023

média anual, foram 8,825% e 9,074%, respetivamente.

- No final de 2022, registaram-se valores de 3,038%, 3,341% e 3,622% nas taxas Euribor a 3, 6 e 12 meses, respetivamente.
- As *yields* das OT dos países europeus, a vários prazos, acentuam a tendência crescente observada nos trimestres anteriores.

## 2 EVOLUÇÃO DOS INDICADORES FINANCEIROS

### TAXAS EURIBOR

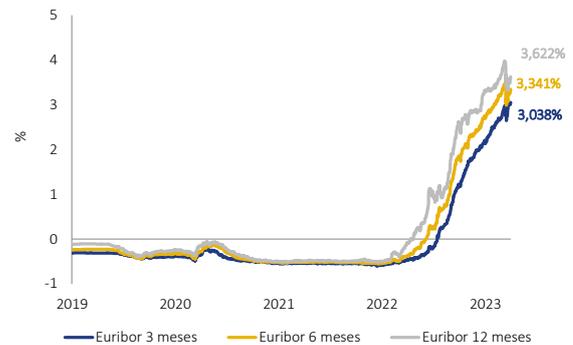
No 1.º trimestre de 2023, observou-se a continuação do crescimento das taxas de juro Euribor ocorrido ao longo de 2022, embora a um ritmo inferior.

As taxas Euribor a 3, 6 e 12 meses registaram, respetivamente, 3,038%, 3,341% e 3,622%, no final do 1.º trimestre de 2023, o que representa um aumento face às verificadas no final de 2022. Recorde-se que no final de 2022, as taxas de juro interbancárias tinham registado os valores de 2,132%, 2,693% e 3,291% nas taxas a 3, 6 e 12 meses. Destaca-se, em 2023, a inversão da tendência observada em 2022 do aumento do diferencial entre os vários prazos das taxas Euribor.

No dia 9 de março de 2023 foram alcançados os máximos do trimestre para as taxas Euribor a 6 e 12 meses de 3,461% e 3,978%, respetivamente, enquanto o máximo de 3,052% da taxa Euribor a 3 meses foi alcançado a 30 de março. 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 diretoras.

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 representada pela taxa de juro de refinanciamento do BCE<sup>3</sup> 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.

<sup>3</sup> Taxa de juro do BCE aplicável às operações principais de refinanciamento do Eurosistema.

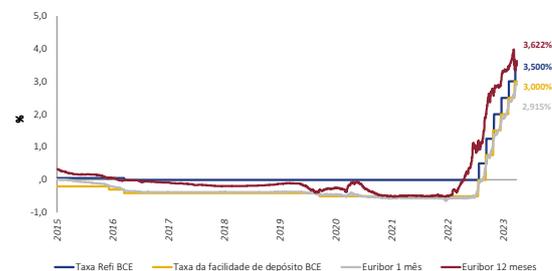
1º Trimestre 2023

Em função das fortes pressões inflacionistas que se materializaram ao longo de 2022, o BCE decidiu inverter a política monetária expansionista que vinha a executar. Deste modo, a partir do 2.º semestre de 2022, a autoridade monetária da zona euro anunciou a cessão das aquisições líquidas de ativos ao abrigo do seu programa de compra de ativos (*asset purchase programme* – APP) e encetou um processo continuado de aumento das taxas diretoras. No 1.º trimestre de 2023, verificaram-se novos aumentos das taxas de juro diretoras em 50 pontos bases, anunciados na reunião do BCE a 2 de fevereiro<sup>4</sup> e a 16 de março<sup>5</sup>, 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 3,50%, 3,75% e 3,00%, respetivamente.

Recorde-se que durante 2022 já tinham ocorrido quatro aumentos das taxas de juro diretoras: 50 pontos base a 21 julho, 75 pontos base a 8 de setembro, 75 pontos base a 27 de outubro e 50 pontos base a 15 de dezembro. Desta forma, as taxas diretoras supraindicadas apresentavam, no final de 2022, os valores de 2,50%, 2,75% e 2,00%, respetivamente.

Na última reunião, e face a tensões verificadas no sistema financeiro, o BCE assegurou que se encontra disponível para utilizar o conjunto de instrumentos de política monetária que permita, se necessário, o apoio à liquidez do sistema financeiro, bem como preservar a transmissão regular da política monetária.

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

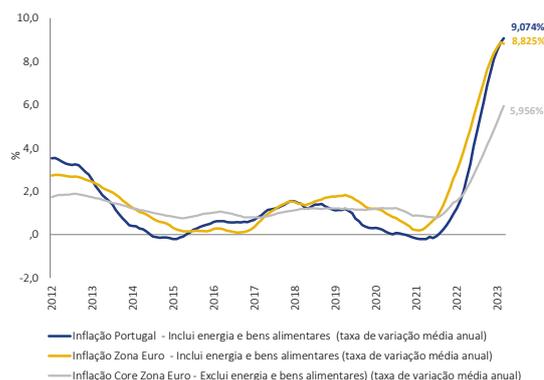


Fonte: ERSE, Refinitiv Eikon

A Figura 2-3 mostra que a forte tendência de aumento do nível de preços verificado na UE em 2022 poderá já ter sido atingido<sup>6</sup>.

Para 2023 e 2024, o BdP<sup>7</sup> aponta para uma redução gradual da inflação, assente na redução dos custos das matérias-primas energéticas, na melhoria dos termos de troca da economia e na consequente redução das pressões externas sobre os preços no consumidor.

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



Fonte: ERSE, Refinitiv Eikon

<sup>4</sup> [Decisões de Política Monetária - 2 de fevereiro 2023 - BCE](#)

<sup>5</sup> [Decisões de Política Monetária - 16 de março 2023 - BCE](#)

<sup>6</sup> [Previsões de Inverno, fevereiro de 2023, CE](#)

<sup>7</sup> [Boletim Económico – março de 2023, BdP](#)

1º Trimestre 2023

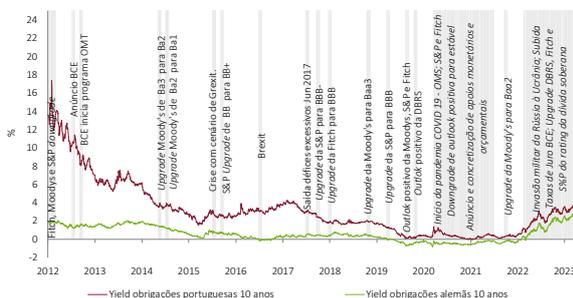
### YIELDS DAS OBRIGAÇÕES DE ESTADOS

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 1.º trimestre de 2023, as *yields* das OT a 10 anos estabilizaram face ao observado no último trimestre de 2022, embora com alguma volatilidade. Deste modo, o valor de fecho a 31 de março de 2023 (3,158%) é ligeiramente inferior ao observado no final de 2022 (3,599%). Esta evolução é justificada pela garantia, por parte do BCE, da robustez do sistema financeiro na zona euro, e por se começar a perspetivar um abrandamento das restrições monetárias e financeiras<sup>8</sup>.

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



Fonte: ERSE, Refinitiv Eikon, IGCP

No primeiro 1º trimestre de 2023 não se observaram novas revisões das classificações da dívida portuguesa pelas agências de rating, após em 2022, a Fitch<sup>9</sup>, a DBRS<sup>10</sup> e S&P<sup>11</sup> terem procedido a um upgrade do rating da dívida portuguesa. No entanto, a DBRS, agência que atribui a Portugal a melhor nota de investimento, manteve a classificação em A (*low*), destacando que os riscos externos ao desempenho económico são equilibrados pela melhoria persistente das principais métricas de finanças públicas.

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 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 1.º trimestre de 2023, as *yields* das OT apresentadas estabilizaram, com uma ligeira

<sup>8</sup> [Euro zone bond yields drop after Fed flags just one more rate hike - Reuters](#)

<sup>9</sup> [Upgrade Fitch](#)

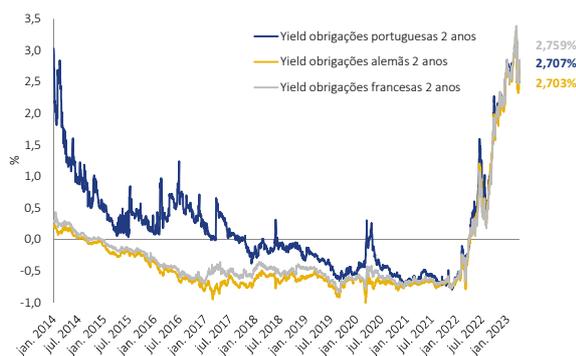
<sup>10</sup> [Upgrade DBRS.](#)

<sup>11</sup> [Upgrade S&P](#)

1º Trimestre 2023

tendência de decréscimo no final de março. Esta evolução é justificada pelos fatores anteriormente referidos.

**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, 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 financiamento<sup>12</sup>.

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 1.º trimestre de 2023, observa-se uma ligeira diminuição das *yields*, com o custo marginal de endividamento a situar-se, a 31 de março de 2023, entre os 3,27% da Allianz e os 4,38% da Galp. O custo de endividamento é agora superior ao de anos anteriores, no entanto, o *spread* face às Euribor a 12 meses e às OT a 2 anos portuguesas permanece estável.

No 1.º trimestre de 2023, a S&P<sup>13</sup> manteve a notação financeira em BBB da EDP, com *Outlook* estável. A agência de notação financeira destacou positivamente a estratégia de investimento apresentada no plano estratégico de 2023-2026, que aloca 85% dos recursos financeiros à produção renovável e 15% ao investimento em redes elétricas. Adicionalmente, a S&P nota que os investimentos serão realizados em países europeus e da América do Norte com boa classificação financeira. Estes motivos permitem à S&P afirmar que as perspetivas associadas à evolução das métricas financeiras da EDP são adequadas à classificação BBB.

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

<sup>12</sup> 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

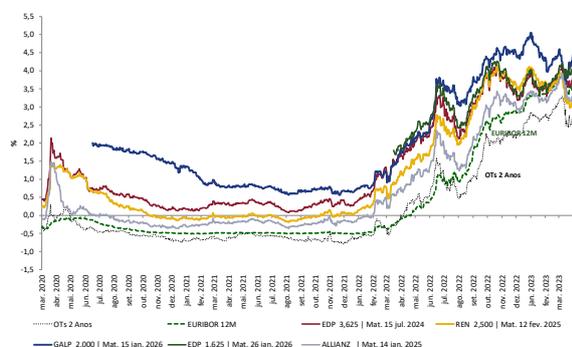
compromissos financeiros assumidos e não as condições de financiamento atualmente em vigor.

<sup>13</sup> [S&P - Rating EDP 1T2023](#)

1º Trimestre 2023

No caso Floene, não se verificaram alterações na sua classificação financeira e manteve-se em “BBB-”<sup>14</sup> atribuído pela S&P. De acordo com a informação disponibilizada no site<sup>15</sup>, 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, Refinitiv Eikon

<sup>14</sup> [Rating – Floene.](#)

<sup>15</sup> [Rating - GALP.](#)