

## 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>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
<b>CE</b>	– 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 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, na taxa de remuneração dos ativos

regulados, a evolução da conjuntura económica e financeira.

O 1.º trimestre de 2022 foi, indubitavelmente, marcado pela invasão militar da Rússia à Ucrânia. Os impactes económicos deste acontecimento acresceram aos resultantes da persistência da situação pandémica decorrente do vírus COVID-19. A conjugação destes dois fenómenos tem impulsionado um aumento do nível de preços, via crescimento dos custos com a energia e dos constrangimentos ao nível da cadeia de abastecimento.

Relativamente a perspetivas macroeconómicas, o BdP estimou, no boletim de março de 2022<sup>2</sup>, um crescimento de 4,9% do produto interno bruto para 2022, o que constituiu uma revisão em baixa ( de 0,9 p.p.) face à variação esperada em dezembro<sup>3</sup>. A intensificação das pressões inflacionistas e a limitação do dinamismo económico provocado pelo conflito geopolítico europeu justificaram a redução do crescimento económico previsto para 2022.

De acordo ainda com o BdP, “a economia portuguesa deverá manter um perfil de crescimento no horizonte de projeção, num contexto em que a invasão militar da Rússia à Ucrânia introduz elevada incerteza”. Para os anos subsequentes, o BdP projeta uma taxa de crescimento do PIB de 2,9%, em 2023, e de 2%, em 2024.

<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 - Março de 2022, BdP](#)

<sup>3</sup> [Boletim Económico - Dezembro de 2021, BdP](#)

1º Trimestre 2022

## DESTAQUES

- O BCE confirmou a extinção do programa de compra de ativos líquidos ao abrigo do programa PEPP para março de 2022. O BCE reforçou que as aquisições ao abrigo do APP serão calibradas em função das perspetivas de inflação e de crescimento económico. Adicionalmente, as taxas de juro diretores mantiveram-se inalteradas.
- No 1º trimestre de 2022, os valores das taxas de inflação da zona euro e de Portugal, considerando as taxas de variação média anual, prosseguiram a trajetória acentuadamente crescente e situaram-se em 3,864% e 1,99%, respetivamente. A justificar esta tendência encontra-se os constrangimentos nas cadeias de abastecimento mundiais e o aumento dos custos energéticos, agravado pelo conflito militar entre a Rússia e a Ucrânia.
- No final do primeiro trimestre de 2022, registaram-se valores de -0,458%, -0,367% e -0,073% nas taxas Euribor a 3, 6 e 12 meses, respetivamente, evidenciando o impacto da subida do nível de preços e a perspetiva de início de um ciclo de política monetária menos expansionista.
- As *yields* das OT dos países europeus, a vários prazos, apresentam uma tendência crescente, incorporando igualmente os efeitos da taxa de inflação.

## 2 EVOLUÇÃO DOS INDICADORES FINANCEIROS

### TAXAS EURIBOR

O ano de 2022 tem vindo a ser caracterizado por um aumento das taxas de juro Euribor, consequência das pressões inflacionistas e

expetativas de inversão da política monetária acomodatória do BCE.

Recorde-se que no 4º trimestre de 2021, as taxas de juro interbancárias registaram os valores mínimos históricos de -0,605%, -0,554% e -0,518% nas taxas a 3, 6 e 12 meses, reflexo dos apoios monetários do BCE, nomeadamente o reforço no programa de compra de ativos em montantes na ordem dos 1970 mil milhões de euros, de forma a criar condições de financiamento favoráveis à economia que permitissem fazer face à crise pandémica.

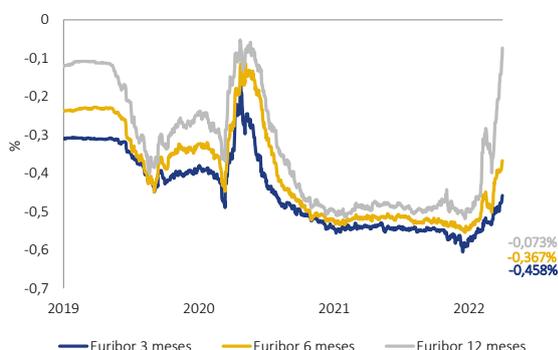
No final de 2021, surgem as primeiras expetativas inflacionistas, ligadas à recuperação da atividade económica mundial e ao nível de poupança acumulada, conjugadas com as restrições nas cadeias de abastecimento e aumentos do custo da energia, que promoveram o início da subida das taxas Euribor.

No 1º trimestre de 2022, observou-se um aumento do nível de preços, agravado pelo conflito geopolítico europeu, que teve reflexo, principalmente, nos custos de produção por via do aumento dos preços da energia. Esta tendência tem pressionado as taxas de juro interbancárias. Face a este cenário, a expetativa dos agentes é que o BCE possa, em breve, começar a subir as taxas de juro diretores.

Deste modo, as taxas Euribor a 3, 6 e 12 meses registaram, respetivamente, um valor de -0,458%, -0,367% e -0,073%, no final do primeiro trimestre de 2022 correspondendo aos valores máximos observados neste período.

1º Trimestre 2022

**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 BCE<sup>4</sup> e pela taxa de juro da facilidade de depósito. Da figura, destacam-se os seguintes acontecimentos impactantes na evolução das taxas:

- Redução, em setembro de 2019, da taxa da facilidade de depósito em 10 pontos base, passando para -0,5%. Face à incerteza, numa primeira fase provocada pela crise pandémica e posteriormente devido à invasão militar da Rússia à Ucrânia, o BCE tem optado por manter as taxas inalteradas<sup>56</sup>.
- O aumento esporádico, em março de 2020, esteve relacionado com o incremento da incerteza provocado pela pandemia COVID-19. Após intervenção do BCE, as taxas rapidamente regressaram à tendência decrescente.

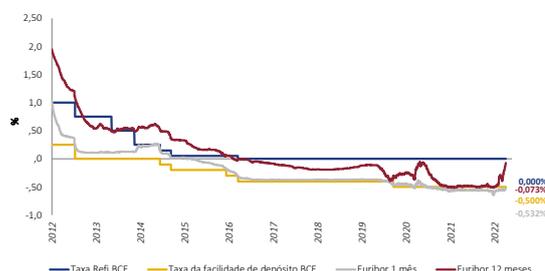
No primeiro trimestre de 2022, o BCE<sup>78</sup> reiterou que assegurará as condições de liquidez

regulares, bem como tomará as medidas necessárias para cumprir o objetivo de manutenção da estabilidade de preços e garantir a estabilidade financeira. Adicionalmente, confirmou a decisão de descontinuar as aquisições líquidas de ativos no âmbito do PEPP até ao final do presente ano. No entanto, indicou que estas compras “podem também ser retomadas, se necessário, para contrariar choques negativos relacionados com a pandemia”.

Ao nível do programa do APP, a instituição referiu que calibrações das aquisições líquidas em termos de ritmo e duração seriam realizadas em função das perspetivas de inflação no médio prazo.

À semelhança das reuniões anteriores, o BCE decidiu manter inalteradas as taxas de juro diretoras, referindo que “quaisquer ajustamentos das taxas de juro diretoras do BCE ocorrerão algum tempo após o termo das aquisições líquidas ao abrigo do APP efetuadas pelo Conselho do BCE e serão graduais”.

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



Fonte: ERSE, Refinitiv Eikon

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

<sup>5</sup> [Reunião BCE – 16 de dezembro de 2021](#)

<sup>6</sup> [Reunião BCE - 3 de fevereiro de 2022](#)

<sup>7</sup> [Reunião BCE - 10 de março de 2022](#)

<sup>8</sup> [Na reunião de 14 de abril de 2022](#), o BCE manteve inalteradas as taxas das operações de refinanciamento. Admitiu ainda a possibilidade do fim do programa APP no terceiro trimestre de 2022.

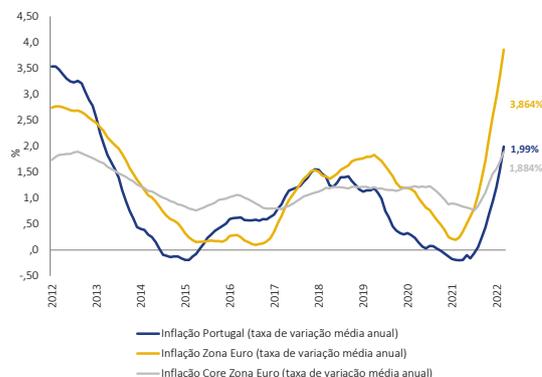
1º Trimestre 2022

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 estrangimentos nas cadeias de abastecimento globais, bem como pela recuperação da procura dos serviços mais afetados pela pandemia.

A invasão militar da Rússia à Ucrânia veio provocar um aumento significativo dos custos da energia e, conseqüentemente, quando se considera as variações dos preços de energia e bens alimentares na zona euro (representados pela linha amarela) verifica-se um aumento substancial da taxa de inflação. Portugal segue a tendência do aumento do nível de preços observado no resto da Europa, no entanto, em valores substancialmente inferiores aos valores médios verificados na zona euro<sup>9</sup>.

Desta forma, no final do 1º trimestre de 2022, os valores das taxas de inflação da zona euro e de Portugal, considerando as taxas de variação média anual, situaram-se em 3,864% e 1,99%, respetivamente, refletindo os atuais choques nos custos da produção. Recorde-se que, no final do ano de 2021, os valores eram, respetivamente, de 2,589% (para a inflação da zona euro) e 0,941% (para o caso português).

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



Fonte: ERSE, Refinitiv Eikon

Relativamente à evolução futura da taxa de inflação, o BdP<sup>10</sup> prevê uma desaceleração do aumento do nível de preços para 2023 e 2024, à medida que os efeitos dos atuais *drivers* se dissipem, no entanto “são parcialmente contrabalançados por pressões acrescidas sobre salários e preços, num contexto de utilização mais intensiva dos recursos na economia portuguesa”.

#### YIELDS DAS 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*. A partir de 2019, as *yields* das obrigações do tesouro alemãs entram em terreno negativo, mantendo-se num nível estável até 2021. Em 2022, devido às pressões inflacionistas, existe uma inversão da tendência observada nos anos anteriores.

<sup>9</sup> Eurostat - Flash estimate - March 2022

<sup>10</sup> Boletim Económico - Março de 2022, BdP

1º Trimestre 2022

O valor máximo das *yields* das obrigações do tesouro portuguesas é atingido em meados de 2012, consequência da crise da dívida pública que atingiu o país e que motivou o pedido de resgate financeiro de Portugal, em abril de 2011.

Ainda em 2012, surgiu o anúncio do BCE, no sentido de fazer “*tudo o que for preciso*”<sup>11</sup> 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 que se verificaram no passado mais recente:

- 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.
- O BCE decidiu reforçar a política acomodatória que tinha vindo a ser seguida nos anos anteriores, por forma a combater os

impactos da crise pandémica. Esta intervenção resultou numa tendência de descidas das *yields* da dívida pública portuguesa, a partir de abril de 2020, tendo inclusive registado valores negativos no final de 2020 e início de 2021.

- No final de 2021 e durante o 1º trimestre de 2022, as pressões inflacionistas influíram numa tendência de crescimento das *yields*. Num primeiro momento, por efeito dos constrangimentos nas cadeias de abastecimento e, posteriormente, por efeito do conflito geopolítico e militar entre a Ucrânia e a Rússia.

No 1º trimestre de 2022, as *yields* das OT a 10 anos têm apresentado uma tendência crescente, consequência da concretização das expectativas de aumento do nível de preços conjeturado no final de 2021. Tal como referido, a invasão da Rússia à Ucrânia colocou ainda uma pressão maior sobre os custos de energia e, consequentemente, sobre os preços de todos os bens e serviços.

Neste contexto, os bancos centrais têm começado a adotar medidas mais restritivas ao nível de liquidez nos mercados financeiros. O FED anunciou a primeira subida das taxas de juro desde 2018, em cerca de 0,25 p.p. para um patamar 0,25-0,5 p.p. Esta tendência verificou-se em vários outros países da Europa fora da zona euro. Ao nível do BCE, embora não haja já orientações no sentido de aumentar as taxas de juro diretoras, a confirmação da descontinuidade do PEPP, bem como as recalibrações do APP, permite indiciar o início de um ciclo de políticas mais contracionistas. Neste âmbito, o BCE salientou que o aumento das taxas será realizado com um desfasamento face ao término dos programas de *quantitative easing*.

<sup>11</sup> [Draghi, Mario, 2012.](#)

1º Trimestre 2022

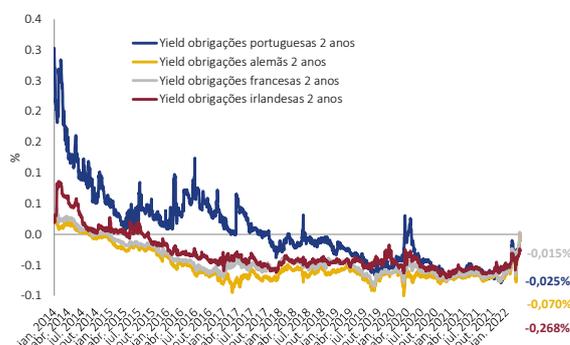
Relativamente ao *rating* da dívida soberana portuguesa, durante o 1º trimestre de 2022, apenas a DBRS, agência que atribui a melhor classificação, subiu o *outlook* de estável para positivo. Recorde-se que a última alteração da *rating* ocorreu em setembro de 2021 quando a Moody's efetuou um *upgrade* da dívida de Baa3 para Baa2. Esta decisão foi justificada 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. Esta subida colocou a cotação da dívida portuguesa pela Moody's no mesmo patamar do que as da Fitch e da S&P (penúltimo nível de investimento de qualidade).

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.

Na Figura 2-5 apresenta-se a evolução das *yields* das obrigações de dívida soberana com maturidade a 2 anos da Alemanha, da França, da Irlanda e de Portugal.

Pode-se observar que no primeiro de trimestre de 2022, a evolução das *yields* é semelhante entre esses países europeus, verificando-se, deste modo, uma estabilidade ao nível do *spread*.

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 financiamento<sup>12</sup>. 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,

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

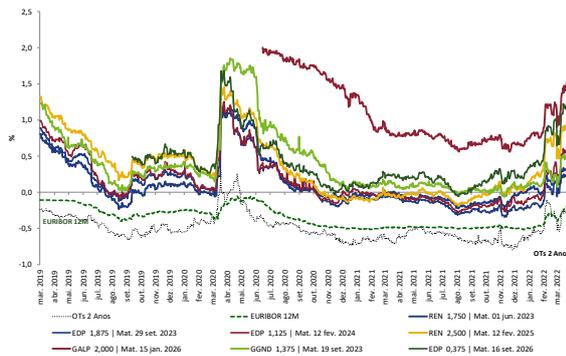
<sup>12</sup> É de realçar que as *yields* das obrigações das empresas apresentadas na Figura 2-6 são atualmente claramente mais baixas do que o custo médio de financiamento das respetivas empresas, por esta última variável refletir as

1º Trimestre 2022

convergiendo para valores pré-crise pandémica. Na segunda metade do 3º trimestre, observou-se uma nova tendência de decréscimo.

Na figura pode-se observar, no final do ano de 2021 e durante o 1º trimestre de 2022, o impacto que as pressões inflacionistas tiveram na subida das *yields* das empresas, verificando-se simultaneamente um aumento da volatilidade.

**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