

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 2.º trimestre de 2022 foi marcado pelo agravamento dos efeitos do conflito militar entre a Ucrânia e a Rússia. Tal como já tinha ocorrido no 1.º trimestre, os impactes económicos deste acontecimento acresceram aos resultantes da pandemia da doença COVID-19, que persistem. 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 junho de 2022², um crescimento de 6,3% do produto interno bruto para 2022, o que constituiu uma revisão em alta (de 1,4 p.p.) face à variação esperada em março³⁴. Esta expectativa é justificada com uma dissipação dos impactos do conflito militar da Ucrânia, devido à recuperação das atividades mais afetadas pela situação pandémica, a qual se reflete na exportação de serviços e do consumo privado.

No entanto, o BdP reviu em baixa (em 0,3 p.p.), comparativamente a março, a projeção da taxa de crescimento do PIB para 2023, mantendo a projeção para 2024 de 2%. Estas projeções são justificadas com uma convergência do crescimento entre Portugal e a zona euro, resultante das normalizações previstas para o

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 - junho de 2022, BdP](#)

³ [Boletim Económico - março de 2022, BdP](#)

⁴ No presente mês de julho, a CE, nas suas previsões de verão, também procedeu a uma revisão em alta, da estimativa de crescimento do PIB português em 2022 de 5,8% para 6,5% refletindo o efeito *carry-over* acumulado e a recuperação do turismo.

2º Trimestre 2022

enquadramento internacional e para a situação pandémica.

DESTAQUES

- O BCE confirmou a cessão do programa de compra de ativos APP e a intenção de subir as taxas diretoras em julho e setembro.
- No 2º 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 5,427% e 4,068%, respetivamente. Tal como ocorrido no 1º trimestre, esta tendência é resultado dos constrangimentos nas cadeias de abastecimento mundiais e do aumento dos custos energéticos, agravados pelo conflito militar entre a Rússia e a Ucrânia.
- No final do segundo trimestre de 2022, registaram-se valores de -0,195%, 0,263% e 1,037% nas taxas Euribor a 3, 6 e 12 meses, respetivamente, evidenciando o impacto da subida do nível de preços e o início de um ciclo de política monetária menos expansionista.
- As *yields* das OT dos países europeus, a vários prazos, acentuam a tendência crescente observada no 1.º trimestre, incorporando igualmente os efeitos da taxa de inflação.

2 EVOLUÇÃO DOS INDICADORES FINANCEIROS

TAXAS EURIBOR

No 2.º trimestre de 2022 observou-se um agravamento da tendência registada no trimestre anterior, de forte aumento das taxas de juro Euribor, consequência das pressões inflacionistas, da inversão da política monetária acomodatória do BCE e do anúncio desta

instituição, a 9 de junho, da possibilidade de aumentar as taxas de referência em 25 pontos base na próxima reunião de julho e de efetuar um segundo aumento (não quantificado e dependente das perspetivas para a inflação no médio prazo) em setembro.

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.

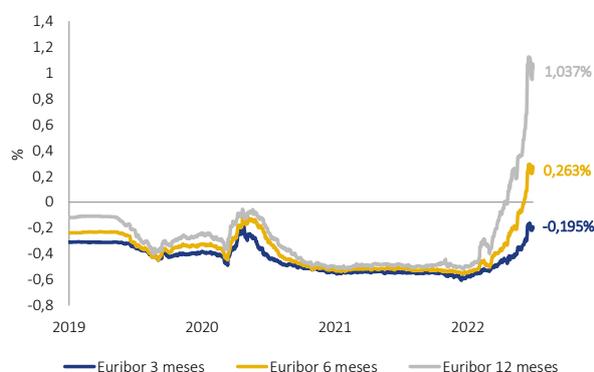
No final de 2021 e início de 2022 observa-se o início da subida das taxas Euribor em resultado da pressão inflacionista ligada à recuperação da atividade económica mundial e ao nível de poupança acumulada, conjugada com as restrições nas cadeias de abastecimento e aumentos do custo da energia.

Esta tendência da subida do nível de preços agravou-se durante o 2º trimestre de 2022 devido ao conflito militar na Ucrânia, que teve reflexo, principalmente, nos custos de produção por via do aumento dos preços da energia. Estes efeitos, em conjunto com as alterações das políticas monetárias do BCE anteriormente referidas, têm pressionado fortemente as taxas de juro interbancárias.

Deste modo, as taxas Euribor a 3, 6 e 12 meses registaram, respetivamente, -0,195%, 0,263% e 1,037%, no final do segundo trimestre de 2022.

2º 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 BCE⁵ 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 inalteradas⁶ 7.
- 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.

Na reunião ordinária de 9 de junho de 2022, além do anúncio da intenção de subir as taxas diretoras em julho e setembro, o BCE⁸ comunicou

a cessão, a partir de 1 de julho, das aquisições líquidas de ativos ao abrigo do seu programa de compra de ativos (*asset purchase programme – APP*). Contudo, o BCE pretende continuar a reinvestir, na totalidade, os pagamentos de capital dos títulos vencidos adquiridos no âmbito deste programa durante um período prolongado, após o aumento das taxas de juro diretoras do BCE, enquanto for “*necessário para manter condições de liquidez amplas e uma orientação de política monetária adequada*”.

No caso do programa de compra de ativos devido a emergência pandémica (*pandemic emergency purchase programme – PEPP*), o BCE comunicou a sua intenção de reinvestir os pagamentos de capital dos títulos vencidos adquiridos no contexto do programa até, pelo menos, ao final de 2024 e que a “*futura descontinuação gradual da carteira do PEPP será gerida de modo a evitar interferências com a orientação de política monetária apropriada*”.

Face à desvalorização do euro face ao dólar e à subida dos juros da dívida de vários países europeus (Itália, Portugal, etc), o BCE, na sua reunião de emergência de 15 de junho, comprometeu-se a atuar contra o ressurgimento de riscos de fragmentação resultantes de impactes desiguais nas diferentes jurisdições do processo de normalização da política monetária. Estes impactes distintos são resultantes das vulnerabilidades duradouras na economia da área do euro decorrentes da pandemia.

⁵ Taxa de juro do BCE aplicável às operações principais de refinanciamento do Eurosistema.

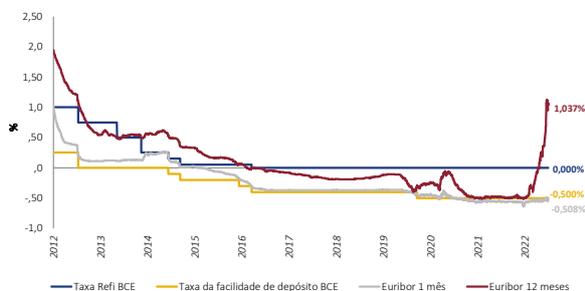
⁶ [Reunião BCE – 16 de dezembro de 2021](#)

⁷ [Reunião BCE - 3 de fevereiro de 2022](#)

⁸ [Reunião BCE - 9 de junho de 2022](#)

2º Trimestre 2022

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



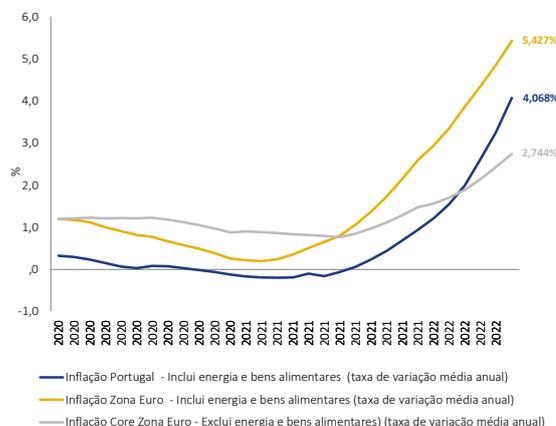
Fonte: ERSE, Refinitiv Eikon

A Figura 2-3 mostra que, a partir de 2021, a taxa de inflação aumentou na zona euro, excluindo energia e bens alimentares. Este aumento é fomentado pelos preços das matérias-primas e dos serviços e pelos constrangimentos nas cadeias de abastecimento globais, bem como pela recuperação da procura dos serviços mais afetados pela pandemia.

No 2.º trimestre observa-se a manutenção da tendência acentuada de crescimento da taxa de inflação, que começou no 1º trimestre, em resultado do início do conflito militar entre a Ucrânia e a Rússia. Este acontecimento tem provocado um aumento significativo dos custos da energia e dos cereais. Portugal segue a tendência do aumento do nível de preços observado no resto da Europa⁹.

Desta forma, no final do 2º 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 5,427% e 4,068%. Recorde-se que, no final do ano de 2021 e do 1º trimestre de 2022, os valores eram, respetivamente, de 2,589% e 3,864% (para a inflação da zona euro), 0,941% e 1,99% (para o caso português).

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



Fonte: ERSE, Refinitiv Eikon

O BdP prevê que a atual situação de incerteza crescente, o incremento das taxas de inflação, em particular, nas componentes energética e alimentar, e o acentuar das disrupções nas cadeias de produção globais continuem a contribuir para um abrandamento da procura externa. Segundo esta instituição, apenas a partir de meados de 2022 se começará a observar uma dissipação gradual destes efeitos¹⁰.

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 observa-se, até meados de 2019, uma tendência decrescente das *yields* das *Bunds*, desde o valor máximo atingido em 2012, tendência que se deveu ao anúncio por parte do BCE de que faria “*tudo o que for preciso*”¹¹ para

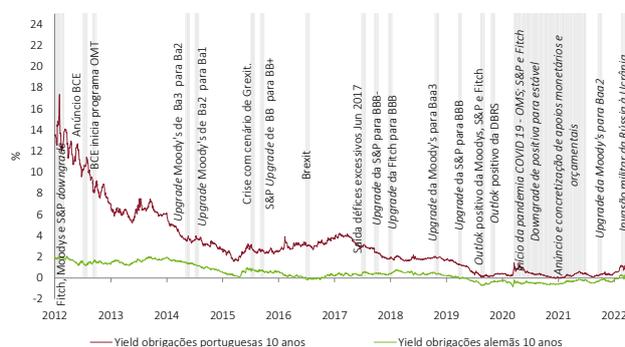
⁹ Eurostat - Flash estimate - June 2022

¹⁰ Boletim Económico - junho de 2022, BdP

2º Trimestre 2022

salvar o euro. A partir de 2019, as *yields* das obrigações do tesouro alemãs entram em terreno negativo, mantendo-se nesse nível até 2021. Em 2022, devido às pressões inflacionistas, verifica-se uma inversão da tendência observada nos anos anteriores, de forma mais acentuada no 2.º trimestre.

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



Fonte: ERSE, Refinitiv Eikon, IGCP

Destacam-se as seguintes circunstâncias que influenciaram a evolução das *yields* das OT no passado mais recente:

- No 1.º trimestre de 2020, emergem os primeiros efeitos da situação pandémica COVID-19, que resultaram numa subida acentuada das *yields* 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, as *yields* das OT a 10 anos registado valores negativos no final de 2020 e início de 2021.
- No final de 2021 e durante o 1.º trimestre de 2022, as pressões inflacionistas influíram

numa tendência de crescimento das *yields*. Num primeiro momento, por efeito dos estrangulamentos nas cadeias de abastecimento e, posteriormente, por efeito do conflito geopolítico e militar entre a Ucrânia e a Rússia.

No 2.º trimestre de 2022, acentuou-se a tendência crescente das *yields* das OT a 10 anos. A 14 de junho, as *yields* alcançaram o valor máximo do ano, 3,106%. Este valor não se observava desde julho de 2017. Após este máximo, observou-se um alívio da tendência de crescimento resultante da reunião de emergência, a 15 de junho, do BCE para análise da situação nos mercados. Nesta reunião, o Conselho do BCE comprometeu-se a atuar contra o ressurgimento de riscos de fragmentação.

Relativamente ao *rating* da dívida soberana portuguesa, durante o 2º trimestre de 2022, apenas a *Fitch* subiu o *outlook* de estável para positivo. Desta forma, observa-se que as agências de *rating* continuam a considerar como válidos, apesar da guerra na Ucrânia, os fatores que tinham sido apontados para a não revisão em baixo do *rating* durante a crise pandémica, designadamente: *i)* a melhoria dos indicadores chave nos anos anteriores à crise sanitária, *ii)* o acesso aos fundos europeus para a retoma da economia portuguesa no período pós-pandemia, *iii)* 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.

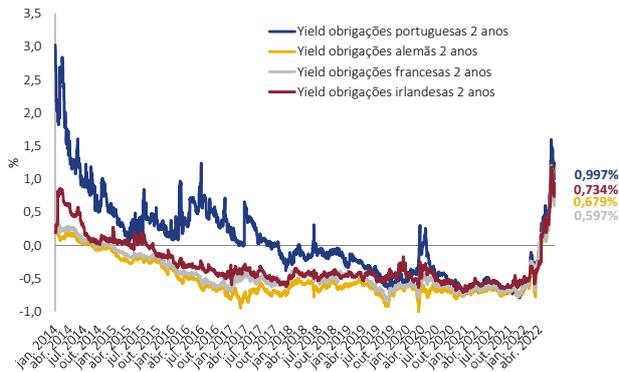
Na Figura 2-5 apresenta-se a evolução das *yields* das obrigações de dívida soberana com maturidade a 2 anos da Alemanha, da França, da Irlanda e de Portugal.

Pode-se observar no segundo de trimestre de 2022, um acentuado crescimento das *yields* dos países europeus e uma maior volatilidade ao nível

2º Trimestre 2022

do *spread*, deixando de observar-se *yields* com valores negativos.

Figura 2-5 - Yields das obrigações a 2 anos



Fonte: ERSE, Refinitiv Eikon

YIELDS DAS OBRIGAÇÕES DAS EMPRESAS

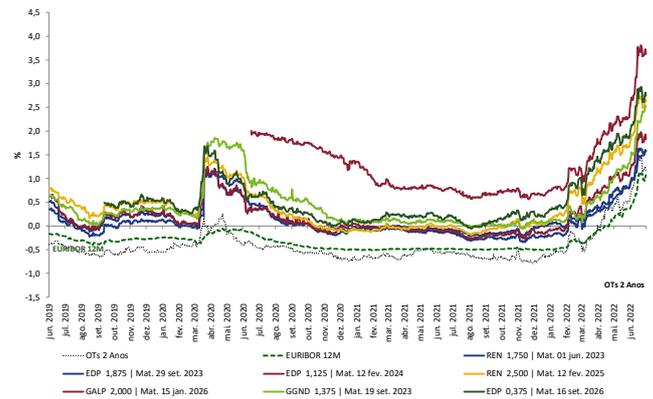
Tendo em conta a evolução dos custos de financiamento das empresas, os Regulamentos Tarifários em vigor, quer no setor elétrico, quer no setor do gás, estabelecem que seja aplicado um *spread* para cada ano de cálculo dos ajustamentos dos proveitos permitidos. Neste sentido, na definição do *spread* 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 financiamento¹². Na figura, pode-se observar que 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.

A partir final do ano de 2021 observa-se uma tendência de subida das *yields* das empresas e da volatilidade em resultado do impacto das pressões inflacionistas. Esta tendência é fortemente acentuada no 2º trimestre de 2022.

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

¹² 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.