

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 3.º trimestre de 2022 foi marcado por um agravamento acentuado dos efeitos do conflito militar entre a Ucrânia e a Rússia. Tal como já tinha ocorrido no 1.º semestre, os impactes económicos deste acontecimento acresceram aos efeitos do fim da pandemia da doença COVID-19 nas cadeias de abastecimento. A conjugação destes dois fenómenos tem impulsionado um aumento do nível de preços.

Relativamente a perspetivas macroeconómicas, o BdP estimou, no boletim de outubro de 2022², um crescimento de 6,7% do produto interno bruto para 2022, o que constituiu uma revisão em alta (de 0,4 p.p.) face à variação esperada em junho³. A projeção de um crescimento na ordem dos 2,6% para 2023 foi mantida. O BdP destaca o crescimento económico robusto, em consequência da recuperação do turismo e do consumo privado. No entanto, alerta para os riscos à que economia portuguesa está sujeita: conflitos geopolíticos, aumento do nível de preços e deterioração das condições de financiamento.

DESTAQUES

- O BCE subiu as taxas diretoras em julho e setembro.
- No 3º trimestre de 2022, os valores das taxas de inflação da zona euro e de Portugal, considerando as taxas de variação média

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 - outubro de 2022, BdP](#)

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

3º Trimestre 2022

anual, prosseguiram a trajetória acentuadamente crescente e situaram-se em 7,057% e 6,025%, respetivamente.

- No final do terceiro trimestre de 2022, registaram-se valores de 1,173%, 1,809% e 2,556% nas taxas Euribor a 3, 6 e 12 meses, respetivamente, evidenciando o impacto da subida do nível de preços e das taxas diretoras.
- As *yields* das OT dos países europeus, a vários prazos, acentuam a tendência crescente observada no 2.º semestre, incorporando igualmente os efeitos da taxa de inflação.

2 EVOLUÇÃO DOS INDICADORES FINANCEIROS

TAXAS EURIBOR

No 3.º trimestre de 2022 observou-se a continuação do crescimento galopante das taxas de juro Euribor registada no trimestre anterior, consequência das pressões inflacionistas, da inversão da política monetária acomodatória do BCE e, principalmente, do procedimento de aumento das taxas de referência pelo Conselho do BCE iniciado em julho. No dia 21 deste mês, esta intuição, pela primeira vez em 11 anos, anunciou o aumento das três taxas de juro diretoras em 50 pontos base. A 8 de setembro, o BCE voltou a aumentar as três taxas em 75 pontos base. Na semana seguinte, o economista-chefe do BCE sinalizou a necessidade de futuras subidas para “travar o aumento” da taxa de inflação.

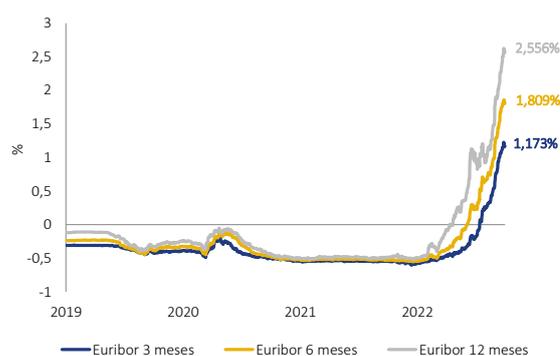
Deste modo, as taxas Euribor a 3, 6 e 12 meses registaram, respetivamente, 1,173%, 1,809% e 2,556%, no final do terceiro trimestre de 2022. Salienta-se que entre os dias 27 e 28 de setembro foram alcançados os máximos do ano para estas taxas de 1,228%, 1,858% e 2,625%, respetivamente. Em termos históricos, esta

magnitude de valores apenas se tinha observado até ao 1º semestre de 2009. Recorde-se que no 4º trimestre de 2021, as taxas de juro interbancárias tinham registado 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.

O final de 2021 marca 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 agravou-se durante o 1º semestre de 2022 com o início do conflito militar anteriormente referido, tendo as taxas Euribor a 3, 6 e 12 meses terminado este período nos valores de -0,195%, 0,263% e 1,037%, respetivamente.

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

3º Trimestre 2022

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

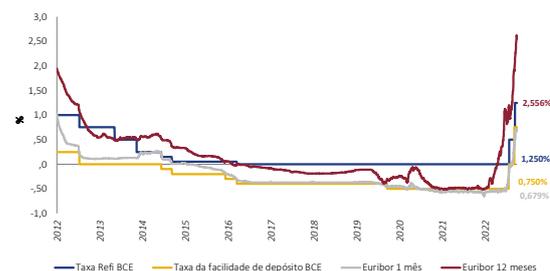
- A redução, em setembro de 2019, da taxa da facilidade de depósito em 10 pontos base, passando para -0,5%.
- O aumento esporádico, em março de 2020, que esteve relacionado com o incremento da incerteza provocado pela pandemia COVID-19. Após intervenção do BCE, as taxas rapidamente regressaram à tendência decrescente.

Face à incerteza, numa primeira fase provocada pela crise pandémica e posteriormente devido à invasão militar da Rússia à Ucrânia, o BCE, durante o ano de 2021 e início de 2022 optou por manter as taxas inalteradas. Contudo, em junho 2022, esta instituição anunciou a cessão das aquisições líquidas de ativos ao abrigo do seu programa de compra de ativos (*asset purchase programme – APP*) e a intenção de subir as taxas. Este intento começou a ser concretizado a partir de 21 julho, tal como referido anteriormente, com o anúncio do aumento das três taxas de juro diretoras em 50 pontos base. Nessa conformidade, 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 foram aumentadas para 0,50%, 0,75% e 0,00%, respetivamente. A 8 de setembro, um novo aumento em 75 pontos base determinou a fixação dos seguintes valores para as três taxas, respetivamente, 1,25%, 1,50% e 0,75%.

Contudo, durante o 3º trimestre de 2022, o BCE manteve a intenção de continuar a reinvestir, na

totalidade, os pagamentos de capital dos títulos vencidos adquiridos no âmbito do programa APP 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*”, bem como, do programa do programa de compra de ativos devido a emergência pandémica (*pandemic emergency purchase programme – PEPP*). Neste caso, esta atuação ocorrerá até ao final de 2024 e a “*futura descontinuação gradual da carteira do PEPP será gerida de modo a evitar interferências com a orientação de política monetária apropriada*”.

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 tendência de aumento do nível de preços, que atualmente se observa, se iniciou em 2021.

O aumento da taxa de inflação no primeiro semestre de 2022 decorreu, principalmente, dos conflitos geopolíticos na Europa, nomeadamente a invasão pela Rússia à Ucrânia, que fez aumentar os preços relativos aos bens alimentares e de energia.

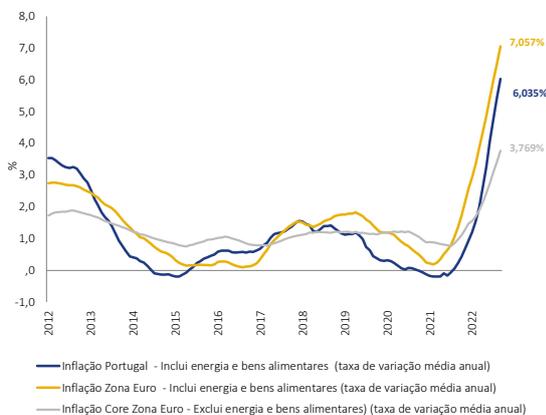
O terceiro trimestre de 2022 foi caracterizado pelo aumento do nível de preços, seguindo a tendência observada nos trimestres

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

3º Trimestre 2022

anteriores. Esta evolução, reflete, principalmente, as repercussões da invasão da Ucrânia, que mantém pressão nos preços da energia em alta. Simultaneamente, as pressões da procura em alguns setores, devido à reabertura da economia e constrangimentos do lado da oferta mantêm ainda influência na subida da taxa de inflação⁵.

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



Fonte: ERSE, Refinitiv Eikon

O Bdp⁶ espera uma inflexão, no final do ano, do impacto da forte procura dos bens e serviços condicionados pela pandemia. No entanto, o cenário geopolítico europeu e a evolução dos preços das *commodities*, em particular da energia, permanecem incertos.

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.

Após um período entre 2012 e 2021, em que se verificou uma tendência decrescente das *yields* das obrigações do tesouro nacionais, em 2022, devido às pressões inflacionistas, verifica-se uma inversão da tendência observada nos anos anteriores, e que se acentuou no terceiro trimestre de 2022

Figura 2-4 - Yields das OT e das Bunds



Fonte: ERSE, Refinitiv Eikon, IGCP

No 3.º trimestre de 2022, verificou-se uma aceleração da evolução crescente das *yields* das OT a 10 anos, justificado pelos fatores anteriormente referidos. Deste modo, no final de setembro do presente ano, os valores das *yields* a 10 anos atingiram o valor máximo de 3,357%

Nesse trimestre, três (DBRS, Moody's, S&P)⁷ das principais quatro agências de rating subiram a avaliação da dívida soberana portuguesa. Pese embora o atual contexto geopolítico europeu e a crise energética, as agências de notação consideram que existem vários fatores que concorrem para que se verifique um excedente orçamental em 2022 e a respetiva redução da dívida pública face a anos anteriores, designadamente: i) o aumento do nível de preços, que originou uma cobrança de impostos

⁵ [Decisões de Política Monetária - setembro de 2022, BCE](#)

⁶ [Boletim Económico - outubro de 2022, BdP](#)

⁷ [Upgrade DBRS; Upgrade Moody's e Upgrade S&P.](#)

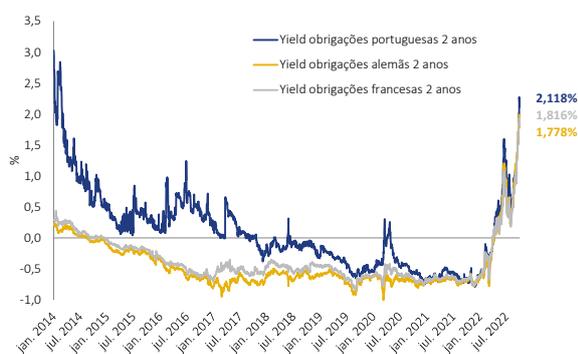
3º Trimestre 2022

acima do esperado, ii) o forte crescimento económico e iii) o controlo de gastos públicos.

Deste modo, os agentes consideram que a atual resiliência e estabilidade macroeconómica portuguesa permitirão fazer face a choques externos negativos, em particular a subida das taxas de juro e dos preços de energia. 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 encontram-se em máximos históricos, enquanto as portuguesas atingiram valores equiparados aos que se observavam em 2014, período no qual Portugal estava a terminar o seu programa de assistência económico-financeira.

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 (atualmente, 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 financiamento⁸.

À semelhança do que ocorreu com as taxas de juro interbancárias da zona euro e as *yields* das OT, verifica-se um forte aumento das *yields* de curto prazo das principais empresas do setor elétrico e do gás em 2022. 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.

Relativamente à classificação da dívida das empresas, destaca-se que no 3.º trimestre de 2022, a REN teve um upgrade da Moody's⁹ de "Baa3" para "Baa2", justificado pela capacidade da empresa em manter os principais indicadores de crédito em níveis adequados face aos novos parâmetros (em particular o custo de capital) e metodologias a vigorar no período de regulação que se iniciou em 2022. No caso da EDP, a empresa não teve revisões de classificação de dívida em 2022, permanecendo como

⁸ 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

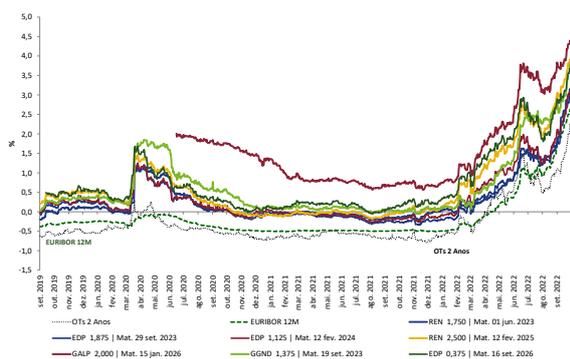
compromissos financeiros assumidos e não as condições de financiamento atualmente em vigor.

⁹ [Moody's upgrades REN's ratings](#)

3º Trimestre 2022

investimento seguro, em função da avaliação positiva do novo plano estratégico, que combina o investimento em energia renováveis, o desenvolvimento de atividades de redes elétricas e a diversificação geográfica. A GGND (atualmente, Floene) tem mantido a classificação “BBB-“atribuído pela S&P, em função do enquadramento regulatório e da confiança nos acionistas¹⁰. De acordo com a informação disponibilizada no site¹¹, 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 GGND



Fonte: ERSE, Refinitiv Eikon

¹⁰ [S&P - Rating GGND - 2021](#)

¹¹ [Rating - GALP.](#)