

SIGLAS

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 3º trimestre de 2021 foi marcado pelo forte incremento da percentagem da população portuguesa com o processo vacinação completo no contexto do combate à situação pandémica da COVID-19. Esta evolução permitiu ao país passar por duas fases de desconfinamento proporcionando uma gradual redução das políticas de restrição e de controlo pandémico, bem como um progressivo crescimento das atividades económicas e sociais.

Apesar do avanço no processo de vacinação e da manutenção dos apoios das políticas económicas, o BdP mantém o crescimento do PIB previsto em junho de 2021, de 4,8% e de 5,6% para 2021 e 2022, respetivamente². Não obstante o PIB ter registado, no 1º semestre de 2021, uma variação ligeiramente acima da prevista, esta projeção do BdP é justificada com o maior abrandamento, no 2º semestre de 2021, do consumo privado e com o agravamento das perturbações do lado da oferta a nível mundial, com impacto no investimento e nas exportações. O BdP não antecipa 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. Recorde-se que nas previsões económicas do verão de 2021, a CE³ manteve inalteradas as previsões de crescimento do PIB português em 3,9% e 5,1% para 2021 e 2022, respetivamente (as previsões de outono serão comunicadas no início de novembro).

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, outubro de 2021](#)

³ [Previsões económicas de verão CE](#)

3º Trimestre 2021

DESTAQUES

- Em ambas as reuniões relativas a decisões de política monetária da zona euro que ocorreram no 3º trimestre de 2021, foram mantidas as condições de financiamento favoráveis, designadamente as taxas de juro diretoras e o plano de aquisições de ativos do PEPP.
- No 3º trimestre de 2021, os valores das taxas de inflação da zona euro e de Portugal, considerando as taxas de variação média anual, situaram-se em 1,362% e 0,234%, respetivamente, ilustrando, de uma forma geral a maior pressão inflacionista. Esta deve-se ao aumento dos preços das matérias-primas e dos serviços e aos constrangimentos nas cadeias de abastecimento globais face à reabertura das economias.
- No final de setembro de 2021, registaram-se valores de -0,545%, -0,528% e -0,488% nas taxas Euribor a 3, 6 e 12 meses, respetivamente. Estes apresentaram-se muito próximos dos valores mínimos históricos de -0,556%, -0,534% e -0,515% nas taxas a 3, 6 e 12 meses, respetivamente, observados no início de 2021.
- As *yields* das OT portuguesas a 2 e a 10 anos apresentam alguma volatilidade decorrente, em especial, das dúvidas sobre os efeitos da inflação. Este comportamento é transversal a vários países da zona euro.
- O 3.º trimestre é marcado pelo *upgrade* efetuado pela Moody's, em setembro, de Baa3 para Baa2. Esta agência justifica este incremento do *rating* com a melhoria das perspetivas económicas e financeiras do país.

2 EVOLUÇÃO DOS INDICADORES FINANCEIROS

TAXAS EURIBOR

O ano de 2021 é caracterizado por uma estabilidade das taxas EURIBOR, em torno dos valores mínimos históricos alcançados no final de 2020. O 1º trimestre de 2021 manteve a tendência de decréscimo das taxas EURIBOR observada a partir do início do 1º trimestre de 2020, alcançando-se novos valores mínimos no início de 2021: -0,556% (a 6 de janeiro), -0,534% (28 de janeiro), -0,515% (2 de fevereiro) nas taxas a 3, 6 e 12 meses, respetivamente.

A tendência de significativo decréscimo das taxas EURIBOR iniciou-se no 2º trimestre de 2019, interrompida a partir de setembro desse ano com a mudança da Presidência do BCE, que criou expectativa 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.

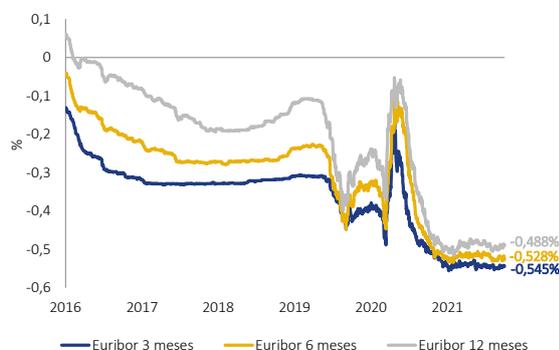
Recorde-se que ao longo do ano de 2020, o BCE anunciou, gradualmente, o reforço no programa de compra de ativos, de forma a criar condições de financiamento favoráveis à economia que permitissem fazer face à crise pandémica. Nomeadamente, foi anunciado um total de 1 850 mil milhões de euros em compra de ativos no

3º Trimestre 2021

âmbito do programa da crise pandémica⁴ (PEPP), com sucessivos alargamentos do período de aquisições, que, neste momento, se prolonga até março de 2022. No entanto, em setembro de 2021, além do nível das taxas de juro diretoras, o BCE decidiu diminuir moderadamente as aquisições líquidas de ativos ao abrigo do programa de compra de ativos, comparativamente ao ocorrido nos dois trimestres anteriores⁵.

No final de setembro de 2021, registam-se os valores de -0,545% (igual ao ocorrido no final de 2020), -0,528% e -0,488% nas taxas a 3, 6 e 12 meses, respetivamente. A taxa a 6 meses encontra-se ligeiramente abaixo do valor observado em dezembro de 2020, ocorrendo o oposto na taxa a 12 meses.

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 BCE⁶ 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 BCE⁷ tem mantido inalteradas as taxas de juro diretoras 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 o objetivo de mitigar os impactes económicos da COVID-19. Tal como referido, este programa manter-se-á até março de 2022.

Em setembro de 2021, o BCE volta a reforçar a mensagem, à semelhança do ocorrido nos comunicados anteriores, de que a meta de inflação de 2% é simétrica, admitindo um período de transição durante o qual a inflação se possa

⁴ Refira-se que o BCE, anteriormente e no âmbito da crise pandémica, já tinha reforçado o plano de intervenção em vigor em 120 mil milhões de euros.

⁵ [Reunião BCE – 9 de setembro de 2021](#)

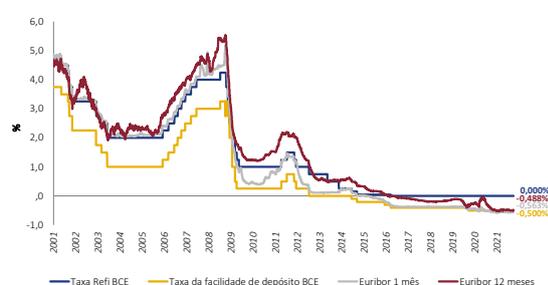
⁶ Taxa de juro do BCE aplicável às operações principais de refinanciamento do Eurosistema.

⁷ [Reunião BCE – 9 de setembro de 2021](#)

3º Trimestre 2021

situar moderadamente acima do objetivo. Recorde-se que o posicionamento estratégico do BCE relativamente à meta de inflação tem o objetivo de permitir a manutenção dos níveis de taxas de juros em valores baixos, face a pressões inflacionistas moderadas, em resposta aos efeitos provocados pela situação pandémica da COVID-19.

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



Fonte: ERSE, Refinitiv Eikon

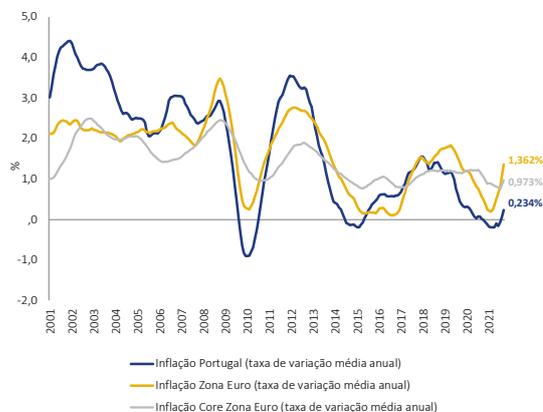
Na Figura 2-3 verifica-se que a taxa de inflação em Portugal e na zona euro se encontrava em declínio no período precedente à crise pandémica, nomeadamente a partir de 2019. A propagação da pandemia COVID-19, durante 2020, acentuou a tendência de declínio em consequência da diminuição da procura de bens e serviços (em particular turismo e bens industriais), de uma estagnação do mercado de trabalho e de uma forte taxa de câmbio⁸.

No início de 2021, observou-se na zona euro um incremento acentuado devido ao aumento dos preços da energia, a ajustes técnicos no cabaz de consumo utilizado para calcular a inflação e à entrada em vigor de um imposto sobre o carbono na Alemanha⁹. No caso português, o incremento da taxa de inflação ocorreu apenas a partir do 2.º trimestre de 2021. Esta diferença temporal da

inversão comparativamente à zona euro é justificada pelo INE¹⁰ com a falta de sincronia dos impactos da pandemia nos diferentes países. As previsões para a inflação este ano e no próximo também foram revistas a um valor mais elevado.

Desta forma, no final do 3º trimestre de 2021, os valores das taxas de inflação da Zona Euro e Portugal, considerando as taxas de variação média anual, situaram-se em 1,362% e 0,234%, respetivamente, ilustrando, de uma forma geral uma maior pressão inflacionista. Destaque-se que, no final do 2º trimestre de 2021 e do ano de 2020, os valores eram, respetivamente, de 0,648% e 0,252% (para a inflação da Zona Euro) e -0,164% e -0,120% (para o caso português).

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



Fonte: ERSE, Refinitiv Eikon

YIELDS OBRIGAÇÕES DE ESTADOS

Na Figura 2-4 pode-se observar 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

⁸ [Previsões Económicas Outono 2020 da CE](#)

⁹ [Comissão Europeia, maio de 2021](#)

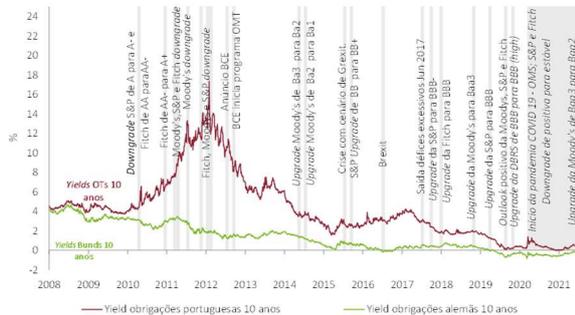
¹⁰ [INE, junho 2021](#)

3º Trimestre 2021

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*”¹¹ 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, atingindo, em agosto de 2019, o valor mínimo histórico, à data, de 0,081% para as *yields* das OT a 10 anos.
- 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, com o registo de taxas negativas das OT a 10 anos, observando-se o valor mínimo de -0,052%.

Recorde-se que, na sequência da aprovação do pacote de relançamento da economia europeia, foi criado, em fevereiro de 2021, o Mecanismo de Recuperação e Resiliência (MRR), instrumento que prestará apoio financeiro em larga escala às reformas e aos investimentos realizados pelos Estados-Membros “*com o objetivo de atenuar o impacto económico e social da pandemia de coronavírus*”.¹²

Em janeiro de 2021, Portugal conseguiu, pela primeira vez, financiar a sua dívida soberana a 10 anos com juros negativos, tendo emitido 500

¹¹ [Draghi, Mario, 2012.](#)

¹² [Eurocid.](#)

3º Trimestre 2021

milhões com uma taxa de juro de -0,012%¹³. Nas emissões de dívida com a maturidade inferiores a 10 anos já 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).

Após o 1º semestre de 2021 ter decorrido sem qualquer alteração do *rating* da dívida portuguesa por parte das quatro principais agências de notação, o 3º trimestre é marcado pelo *upgrade* efetuado pela Moody's, em setembro, de Baa3 para Baa2. Esta agência justifica este incremento do *rating* à melhoria das perspetivas de crescimento de longo prazo resultante da utilização dos fundos *Next Generation EU*, à implementação de reformas estruturais e às expectativas de redução do peso da dívida nos próximos anos devido a um crescimento económico mais forte e à maior eficácia da formulação de políticas orçamentais. Recorde-se que os principais fatores apontados pelas agências para a manutenção do *rating* no atual contexto de crise pandémica, foram a melhoria dos indicadores chave nos anos anteriores à crise sanitária, o plano de vacinação, e o acesso aos fundos europeus para a retoma da economia portuguesa no período pós-pandemia.

Estas conclusões da Moody's vieram corroborar as conclusões da *Fitch* relativas à 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 entanto, a *Fitch* também projetava uma recuperação mais lenta da economia portuguesa, em comparação com a

zona euro, suportada fundamentalmente numa fraca recuperação do turismo internacional.

Durante o ano de 2021 observou-se alguma instabilidade nas *yields* da dívida pública, em resultado das expectativas de crescimento da taxa de inflação pressionarem o crescimento das *yields*. A manutenção das políticas monetárias pelos bancos centrais, que sustentam que a recente subida da taxa de inflação se deve, essencialmente, a efeitos temporários associados ao preço das matérias-primas e a estrangimentos nas cadeias de abastecimento globais face à reabertura das economias, tem mitigado estas pressões de crescimento das *yields*.

No final do 3.º trimestre de 2021, a *yield* das OT a 10 anos registou o valor de 0,370%, quando no final do 1º e 2º trimestre se tinham registado valores de 0,408% e de 0,227%, respetivamente, situando-se em níveis ligeiramente inferiores aos do valor médio de 2020.

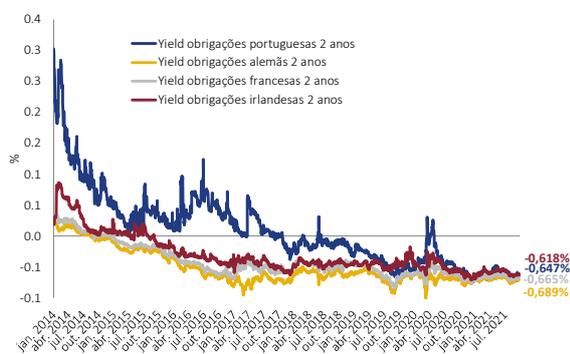
Em termos de comparação entre as *yields* a 10 anos da dívida pública portuguesa e as respetivas *Bunds*, pode-se observar que o valor médio deste diferencial (0,594%) diminui comparativamente ao observado no 2º trimestre de 2021.

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.

¹³ [IGCP, 13 janeiro](#).

3º Trimestre 2021

Figura 2-5 - Yields das obrigações a 2 anos



Fonte: ERSE, Refinitiv Eikon

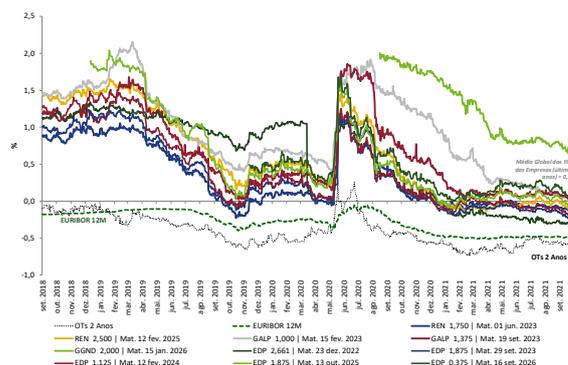
YIELDS DAS OBRIGAÇÕES DAS EMPRESAS

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 perspectivas 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 financiamento¹⁴. 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, observa-se uma nova tendência de decréscimo.

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

¹⁴ 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.