

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 4.º trimestre de 2022 foi marcado pela continuação dos efeitos do conflito militar entre a Ucrânia e a Rússia que tem resultado, em conjunto com os constrangimentos do lado da oferta (cadeias de abastecimento), num aumento dos preços relativos da energia e dos bens.

Relativamente a perspetivas macroeconómicas, o BdP estimou, no boletim de dezembro de 2022², um crescimento de 6,8% do produto interno bruto para 2022, o que constituiu uma ligeira revisão em alta (de 0,1 p.p.) face à variação esperada em outubro³. Contudo, reviu em baixa a projeção de outubro de um crescimento para 2023, de 2,6% para 1,5%. O BdP destaca a elevada incerteza associada a estas projeções. Nomeadamente, a continuação da guerra da Ucrânia pode provocar maiores constrangimentos de fornecimento de gás, originando, por sua vez, novas subidas de preços. Acresce o risco de uma forte subida dos salários e das margens de lucro das empresas implicar uma maior persistência das pressões inflacionistas.

DESTAQUES

- O BCE voltou a subir as taxas diretoras em outubro e dezembro.
- No 4º 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 – dezembro de 2022, BdP](#)

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

4º Trimestre 2022

anual, prosseguiram a trajetória acentuadamente crescente e situaram-se em 8,385% e 8,103%, respetivamente.

- No final de 2022, registaram-se valores de 2,132%, 2,693% e 3,291% 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.

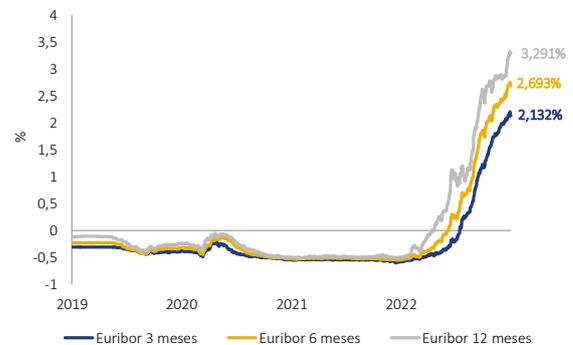
2 EVOLUÇÃO DOS INDICADORES FINANCEIROS

TAXAS EURIBOR

No 4.º trimestre de 2022 observou-se a continuação do crescimento das taxas de juro Euribor ocorrido ao longo do ano 2022.

As taxas Euribor a 3, 6 e 12 meses registaram, respetivamente, 2,132%, 2,693% e 3,291%, no final de 2022. Salienta-se que no dia 28 de dezembro foram alcançados os máximos do ano para estas taxas de 2,202%, 2,752% e 3,325%, respetivamente. Em termos históricos, esta magnitude de valores apenas se tinha observado em 2009. Recorde-se que no final 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.

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 BCE⁴ 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, em março de 2020, que esteve relacionado com o incremento da incerteza provocada pela pandemia COVID-19. Após intervenção do BCE, as taxas rapidamente regressaram à tendência decrescente.
- O forte crescimento durante o ano de 2022 devido às razões anteriormente elencadas.

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 resposta às fortes pressões inflacionistas, o 2.º

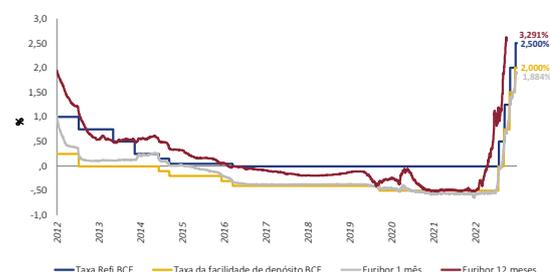
⁴ Taxa de juro do BCE aplicável às operações principais de refinanciamento do Eurosistema.

4º Trimestre 2022

semestre de 2022 é marcado pela inversão da política monetária do BCE. Neste período, esta instituição anunciou a cessão das aquisições líquidas de ativos ao abrigo do seu programa de compra de ativos (*asset purchase programme – APP*) e quatro aumentos das taxas de juro diretas: 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, 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 de 2022, os valores de 2,50%, 2,75% e 2,00%, respetivamente.

Na reunião de dezembro, o BCE manteve a intenção de continuar a reinvestir, na totalidade, os pagamentos de capital dos títulos vincendos adquiridos no âmbito do programa APP apenas até ao final de fevereiro de 2023, quando em outubro tinha anunciado a intenção de manter esta operação durante um período prolongado. A partir desta data, ocorrerá uma diminuição do investimento em 15 mil milhões de euros por mês até ao final de 2º trimestre de 2023. Por outro lado, o BCE manteve os termos e a data de referência de 2024 do programa de compra de ativos devido a emergência pandémica (*pandemic emergency purchase programme – PEPP*).

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



Fonte: ERSE, Refinitiv Eikon

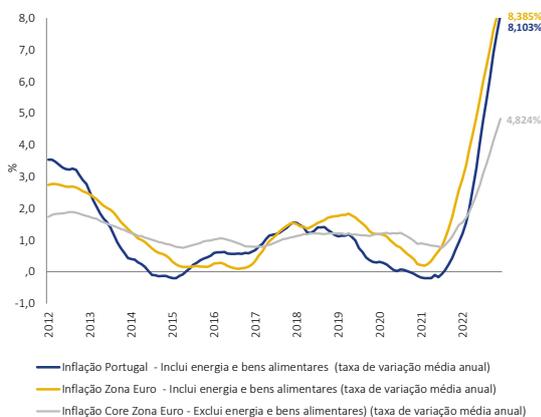
A Figura 2-3 mostra a tendência de forte aumento do nível de preços ocorrida durante o ano de 2022 e iniciada em 2021.

Esta tendência observada em 2022 deveu-se aos conflitos geopolíticos na Europa, nomeadamente a invasão pela Rússia à Ucrânia, que fez aumentar os preços relativos aos bens alimentares e de energia. Este acontecimento manteve, ao longo de 2022, uma pressão nos preços da energia em alta. Simultaneamente, as pressões da procura em alguns setores, devido à reabertura da economia e aos constrangimentos do lado da oferta mantiveram também uma influência na subida da taxa de inflação. O BdP⁵ aponta para uma redução gradual da inflação durante o ano de 2023.

⁵ [Boletim Económico – dezembro de 2022, BdP](#)

4º Trimestre 2022

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



Fonte: ERSE, Refinitiv Eikon

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.

Figura 2-4 - Yields das OT e das Bunds



Fonte: ERSE, Refinitiv Eikon, IGCP

No 4º trimestre as *yields* das OT a 10 anos mantiveram a sua tendência de crescimento, tendo-se atingido o valor máximo do ano, 3,599%, a 30 de dezembro. Esta tendência foi menos acentuada comparativamente ao ocorrido no 3.º trimestre de 2022, período caracterizado por uma aceleração da evolução crescente das *yields* das OT a 10 anos culminando no final deste trimestre com um valor de 3,357%. Em termos históricos, estes valores são comparáveis aos ocorridos no 2.º trimestre de 2017. Esta evolução é justificada pelos fatores anteriormente referidos.

No 4.º trimestre de 2022, a Fitch⁶ procedeu a um *upgrade* do *rating* da dívida portuguesa de BBB para BBB+. Recorde-se que durante o 3.º trimestre de 2022, duas (DBRS e S&P)⁷ das principais quatro agências de *rating* tinham subido a avaliação da dívida soberana portuguesa. À semelhança das suas congéneres, a Fitch aponta os seguintes fatores positivos para a melhoria do *rating* português: bom desempenho orçamental suportado no compromisso de uma política orçamental prudente, declínio sustentado da dívida pública, melhoria dos indicadores de governação e PIB

⁶ Upgrade Fitch

⁷ Upgrade DBRS e Upgrade S&P.

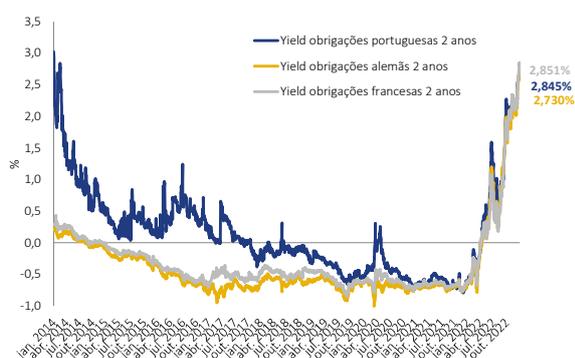
4º Trimestre 2022

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. No entanto, destaca-se o facto das *yields* francesas terem, durante o 4º trimestre de 2022, ultrapassado as *yields* portuguesas. 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.

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 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 4.º trimestre de 2022, a REN teve um *upgrade* da Fitch⁹ para “BBB+”. Recorde-se que no terceiro trimestre de 2022 já tinha existido uma melhoria na nota atribuída pela Moody’s. Ambas as agências justificaram as suas subidas 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 pela confiança nas metodologias a vigorar no

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

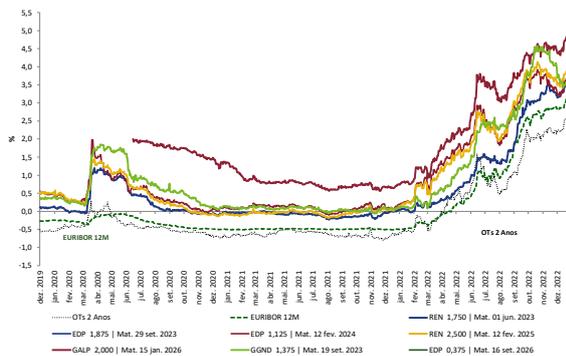
compromissos financeiros assumidos e não as condições de financiamento atualmente em vigor.

⁹[Fitch Upgrades REN's Senior Unsecured Rating to 'BBB+](#)

4º Trimestre 2022

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 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. Neste trimestre a S&P manteve a classificação da GGND (atualmente, Floene) em “BBB-”¹⁰, “destacando a natureza estável dos negócios da FLOENE que dispõe de uma rede moderna para distribuir os novos gases renováveis e o forte compromisso dos seus acionistas em manter o rating investment grade”. 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 (Floene)



Fonte: ERSE, Refinitiv Eikon

¹⁰ [S&P - Rating GGND 4T 2022](#)

¹¹ [Rating - GALP.](#)