

## SIGLAS

<b>BCE</b>	– Banco Central Europeu
<b>BdP</b>	– Banco de Portugal
<b>Bunds</b>	– Obrigações da República Federal Alemã
<b>CE</b>	- Comissão Europeia
<b>DEE</b>	- Distribuição de Energia Elétrica
<b>INE</b>	– Instituto Nacional de Estatística
<b>IPC</b>	– Índice de Preços no Consumidor
<b>IGCP</b>	- Agência de Gestão da Tesouraria e da Dívida Pública
<b>PIB</b>	– Produto Interno Bruto
<b>OT</b>	– Obrigações do Tesouro
<b>RoR</b>	– Rate of Return
<b>S&amp;P</b>	– Standard & Poor's
<b>TEE</b>	- Transporte de Energia Elétrica
<b>UE</b>	– União 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<sup>1</sup>, com impacto direto no cálculo dos ajustamentos aos proveitos permitidos das atividades reguladas<sup>2</sup>, assim como na evolução das *yields* das OT, indexante das taxas de remuneração dos ativos regulados dos setores elétrico e de gás.

No 1.º trimestre de 2024, a tendência de desaceleração do nível de preços na zona euro, medida pelo índice harmonizado de preços no consumidor (IHPC), manteve-se influenciada pela redução dos preços de energia e dos alimentos. Atualmente, verifica-se que a pressão sobre o nível de preços está associada aos aumentos dos custos com serviços, em particular, na área do lazer e do turismo.

De acordo com o INE<sup>3</sup>, o PIB cresceu 2,3% em 2023. Neste contexto, a «procura interna apresentou um contributo positivo para a variação anual do PIB, embora inferior ao observado no ano anterior, verificando-se uma desaceleração do consumo privado e do investimento. O contributo da procura externa líquida também foi positivo em 2023, mas menos intenso que no ano anterior, tendo as exportações e as importações de bens e serviços em volume desacelerado significativamente.»

O BdP<sup>4</sup> projeta um abrandamento da variação anual do PIB de 2% em 2024 e uma ligeira aceleração do crescimento económico, em 2025, para 2,3%. O BdP destaca que o crescimento da economia portuguesa será baseado no crescimento das exportações e no aumento do investimento suportado pelas entradas de fundos europeus. Adicionalmente, a diminuição do endividamento dos vários setores institucionais contribui para a maior resiliência da

<sup>1</sup> Os gráficos apresentados neste boletim apresentam, de forma geral, dados compreendidos entre janeiro de 2020 e março de 2024.

<sup>2</sup> Diferença entre o montante que a empresa regulada deve receber e o montante resultante da aplicação das tarifas em cada ano.

<sup>3</sup> [Contas Nacionais Trimestrais 4T 2023 - fevereiro de 2024, INE](#)

<sup>4</sup> [Boletim Económico - março de 2024, BdP](#)

1.º TRIMESTRE 2024

economia num contexto de taxas de juro mais elevadas.

#### DESTAQUES

- O BCE decidiu manter inalteradas as taxas de juro diretoras, por considerar que estão em níveis que permitirão aproximar a taxa de inflação ao valor *target* (2%).
- No final do 1.º trimestre de 2024, os valores das taxas de inflação da zona euro e de Portugal, considerando as taxas de variação média anual, foram 4,39% e 4,24%, respetivamente.
- No final do 4.º trimestre de 2023, registaram-se valores de 3,892%, 3,851% e 3,669% nas taxas Euribor a 3, 6 e 12 meses, respetivamente.
- As *yields* das OT dos países europeus prosseguiram a tendência de ligeiro decréscimo, iniciada no 4.º trimestre de 2023.

## 2 EVOLUÇÃO DOS INDICADORES FINANCEIROS

#### TAXAS EURIBOR

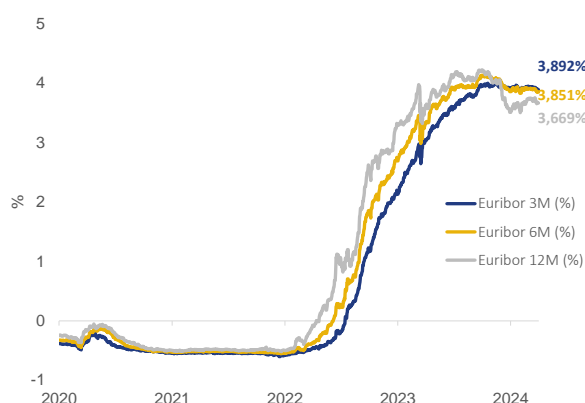
No 1.º trimestre de 2024, as taxas de juro Euribor mantiveram a tendência de ligeira redução, iniciada no 4.º trimestre de 2023, como se ilustra na Figura 2-1. Esta evolução corresponde a uma inversão da tendência de forte aumento, observada desde 2022. A diminuição das taxas de juro interbancárias da zona euro foi particularmente notória nos prazos mais longos.

Deste modo, as taxas Euribor a 3, 6 e 12 meses registaram, respetivamente, 3,892%, 3,851% e 3,669%, no final do 1.º trimestre de 2024, o que

representa uma ligeira diminuição, com exceção da Euribor a 12 meses, face às verificadas no final de 2023, com valores de 3,909%, 3,861% e 3,513%, respetivamente.

Após um período de aumento significativo das taxas, apenas comparável em termos históricos mais recentes, aos aumentos observados no período da crise financeira mundial iniciada em 2008, voltou-se a observar uma ligeira redução das taxas de juro Euribor. Esta evolução é fundamentada pela expectativa dos mercados financeiros de corte das taxas de juro diretoras em 2024. No entanto, a posição oficial do conselho do BCE não permite antecipar a redução das restrições às condições financeiras.

Figura 2-1 - Taxas Euribor a 3, 6 e 12 meses



Fonte: ERSE, Bloomberg.

A Figura 2-2 ilustra a evolução das taxas Euribor a 1 e 12 meses no enquadramento da política monetária, que se encontra representada pela taxa de juro de refinanciamento do BCE<sup>5</sup> e pela taxa de juro da facilidade de depósito. Destacam-se os seguintes acontecimentos impactantes na evolução destas taxas:

<sup>5</sup> Taxa de juro do BCE aplicável às operações principais de refinanciamento do Eurosistema.

1.º TRIMESTRE 2024

- O forte crescimento, durante os anos de 2022 e início de 2023, originado pelo aumento das taxas de juro diretoras em resposta ao aumento do nível de preços.
- A desaceleração do aumento das taxas de juro Euribor, a partir do 2.º trimestre de 2023, que reflete a confiança comunicada pelo BCE de que as taxas já se encontram num nível que permite a estabilização dos preços no médio prazo.
- A estagnação ou ligeira diminuição das taxas de juro Euribor observada no 4.º trimestre de 2023 e 1.º trimestre de 2024, que reflete a antecipação dos agentes na redução das taxas de juro diretoras em 2024.

Tal como referido nos anteriores boletins, as fortes pressões inflacionistas ocorridas levaram o BCE, a partir de julho de 2022, a inverter a política monetária expansionista que vinha a executar. Deste modo, foi anunciado o fim das aquisições líquidas de ativos (*asset purchase programme* – APP) e iniciado um processo continuado de aumento das taxas diretoras.

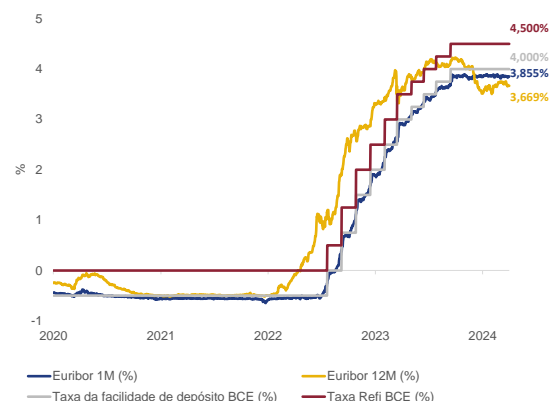
Do 3.º trimestre de 2022 até ao 3.º trimestre de 2023, verificaram-se 10 aumentos de taxas de juro diretoras do BCE, o que correspondeu a um aumento total de 4,5 p.p.

No 1.º trimestre de 2024, o conselho do BCE manteve inalteradas as taxas de juro diretoras, posição que já vinha a tomar desde o 4.º trimestre de 2023<sup>6</sup> <sup>7</sup>. Deste modo, nas reuniões ocorridas no 1.º trimestre de 2024<sup>8</sup> <sup>9</sup>, o conselho do BCE confirmou que está determinado a assegurar o retorno atempado da inflação ao seu objetivo de médio prazo de 2%. Neste contexto,

considera que as taxas de juro diretoras estão em níveis que, se forem mantidas por um período suficientemente longo, permitirão atingir esse fim. Adicionalmente, o BCE continuará a seguir uma abordagem com base na evolução dos dados económicos para determinar o nível e a duração das restrições financeiras.

Desta forma, as taxas de juro aplicáveis às operações principais de refinanciamento, à facilidade permanente de cedência de liquidez e à facilidade permanente de depósito apresentavam, no final do 1.º trimestre, os valores de 4,50%, 4,75% e 4,00%, respetivamente.

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



Fonte: ERSE, Bloomberg.

A Figura 2-3 mostra uma inversão, em 2023, da tendência de aumento do nível de preços verificado na UE desde o início de 2022. Assim, no 1.º trimestre de 2024, observou-se a manutenção da tendência de desaceleração do crescimento do nível de preços na zona euro. Para este comportamento contribuíram, tanto a nível nacional como a nível europeu, a redução

<sup>6</sup> [Decisões de Política Monetária - 26 de outubro de 2023 - BCE](#)

<sup>7</sup> [Decisões de Política Monetária - 14 de dezembro de 2023 - BCE](#)

<sup>8</sup> [Decisões de Política Monetária - 25 de janeiro de 2024 - BCE](#)

<sup>9</sup> [Decisões de Política Monetária - 7 de março de 2024 - BCE](#)

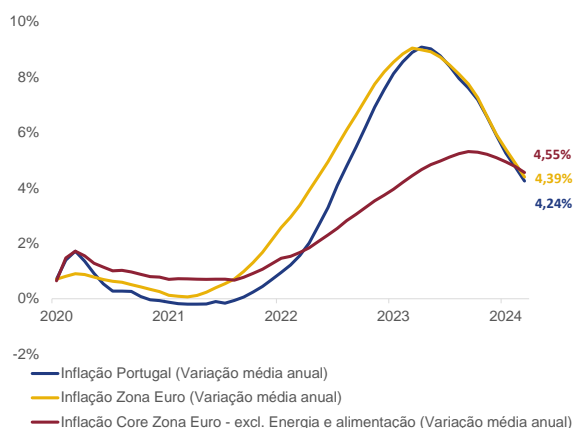
1.º TRIMESTRE 2024

significativa dos preços dos produtos energéticos, bem como dos produtos alimentares não transformados. Em sentido oposto, os serviços são agora o setor onde se verifica o maior crescimento de preços<sup>10</sup>.

No 1.º trimestre de 2024, o BdP<sup>11</sup> destacou que, ao longo de 2024, a inflação ainda será afetada por efeitos temporários sobre as componentes mais voláteis (devido, por exemplo, ao término do IVA zero). O BdP projeta que a taxa de inflação atinja valores próximos de 2% no início de 2025.

Neste âmbito, importa também destacar as previsões do BdP para o deflator do PIB, valor que é utilizado nas metodologias de definição dos proveitos permitidos das atividades reguladas do tipo *revenue cap* e *price cap*. Esta instituição antecipa para 2024, 2025 e 2026, valores do deflator do PIB de 3,2%, 2,6% e 2,4%, respetivamente.

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



Fonte: ERSE, Bloomberg.

### YIELDS DAS OBRIGAÇÕES DE ESTADOS

Na Figura 2-4 pode observar-se a evolução de longo prazo das *yields* das OT portuguesas a 10 anos e das *Bunds* para a mesma maturidade, onde se encontram assinaladas as alterações de notação de *rating* da dívida portuguesa e outros fatores determinantes para a evolução das *yields* das obrigações ocorridos desde janeiro de 2022.

O ano de 2022 e o início de 2023 foram caracterizados por um aumento significativo das *yields* das OT a 10 anos, do respetivo aumento das restrições nas condições de financiamento provocadas pelo aumento das taxas de referência do BCE para combater a inflação.

No último trimestre de 2023, as *yields* das OT a 10 anos estabilizaram em valores próximos dos 3%. No entanto, o ano fechou com uma queda pontual e significativa das *yields* das OT a 10 anos. Em 2024, apesar do valor de fecho de dezembro de 2023 ser o ponto mais baixo desde o terceiro trimestre 2022, observa-se uma ligeira tendência de diminuição das *yields* das OT.

Assim, o valor de fecho das *yields* das OT portuguesas, a 31 de março de 2024 (2,993%), foi ligeiramente superior ao valor observado a 31 de dezembro de 2023 (2,626%).

Destaca-se, neste trimestre, a emissão de obrigações do tesouro português, no montante de 800 milhões de euros a uma taxa de 3,149%, com maturidade em 2034.

No final de 2023 e no início de 2024, o risco da dívida portuguesa continuou a comprimir-se e situa-se já em linha com a de países *core* do euro, de acordo com os fatores salientados pelas agências de notação financeira, descritos de seguida.

<sup>10</sup> [Taxa de variação homóloga do IPC, março de 2024 - INE](#)

<sup>11</sup> [Boletim Económico, março de 2024, BdP](#)

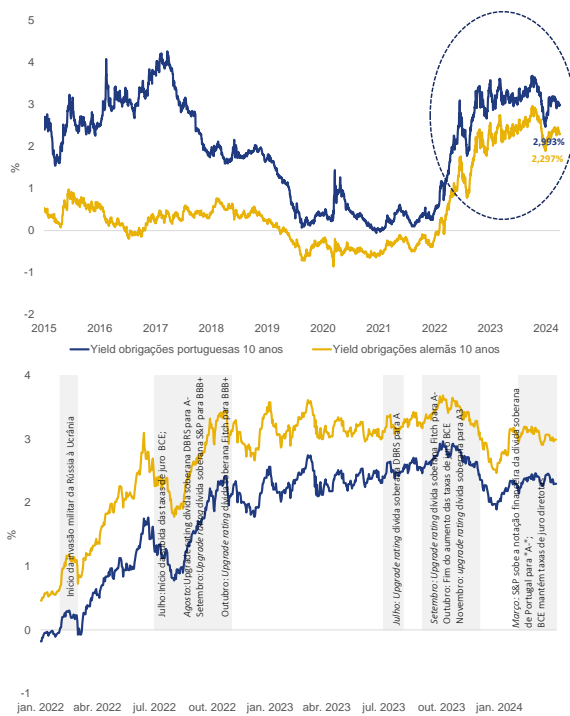
1.º TRIMESTRE 2024

As yields portuguesas a 10 anos, apresentadas na Figura 2-4, são as relevantes para o cálculo da variação implícita no mecanismo de indexação do custo de capital. No 1.º trimestre de 2024, verifica-se que o *spread* médio entre as OT portuguesas e as *bunds* foi de 71 pp. Este valor é ligeiramente acima da média do último trimestre de 2023 (66 pp), mas inferior à média de 2023 (76 pp).

rácio da dívida pública em relação ao PIB, apoiada por um forte desempenho orçamental está a alimentar uma melhoria significativa e contínua da posição financeira externa do país e a aliviar os riscos de liquidez externa<sup>12</sup>».

Adicionalmente, esta agência refere ainda a robustez do mercado de trabalho suportado pela atração de investimento direto estrangeiro, o acesso aos fundos do Plano de Recuperação e Resiliência, bem como a diminuição da inflação.

Figura 2-4 - Yields das OT e das Bunds a 10 anos



Fonte: ERSE, Bloomberg, IGCP

Com esta subida, a dívida nacional apresenta notações em patamares de investimento de qualidade em todas as principais agências de notação financeira.

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.

Após um período de acentuado aumento das *yields*, transversal a estes países europeus, observa-se uma tendência de ligeira diminuição das *yields* das OT, não obstante o ligeiro aumento verificado no final do 1.º trimestre de 2024. Deste modo, as *yields* das OT a 2 anos alemãs, francesas e portuguesas registaram, no final do 1.º trimestre de 2024, o valor de 2,846%, 2,831% e 2,717%, respetivamente. No final do ano de 2023 tinham registado o valor de 2,392%, 2,928% e 2,405%, respetivamente.

A 1 de março de 2024, a agência S&P subiu a notação de risco da dívida soberana portuguesa para "A-" e manteve a perspetiva em positivo, o que poderá significar uma nova melhoria em breve caso seja mantida a trajetória económica.

Verifica-se, no entanto, ainda alguma volatilidade e riscos associados à evolução da inflação, que poderão ter impacto sobre a evolução futura das *yields*.

A justificar esta decisão, a agência norte-americana destaca que «a rápida redução do

<sup>12</sup> [A agência S&P subiu a notação de risco de Portugal para "A-"](#)

1.º TRIMESTRE 2024

Figura 2-5 - *Yields* das obrigações a 2 anos



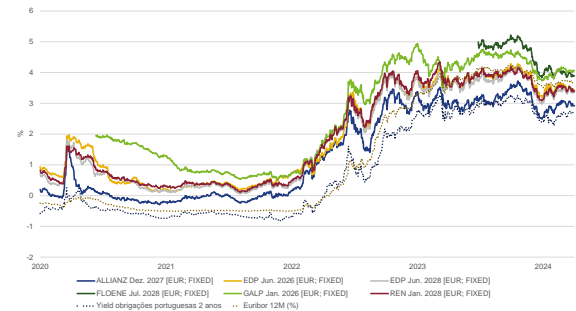
Fonte: ERSE, Bloomberg.

### 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 o acompanhamento da evolução 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, da Floene e da ALLIANZ (detentora maioritária da 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 financiamento.

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 ALLIANZ, EDP, FLOENE, GALP e REN



Fonte: ERSE, Bloomberg.

A evolução recente observada nas *yields* das obrigações das empresas é semelhante à evolução das *yields* das OT, descrita anteriormente. Desta forma, as *yields* das empresas, após verificarem um forte aumento em 2022, retomaram a tendência de ligeira diminuição, a partir do 4.º trimestre de 2023. A 31 de março de 2024, o custo marginal de financiamento situou-se entre os 2,92%, da Allianz (maturidade em dezembro de 2027), e os 4,06%, da Galp (maturidade em janeiro de 2026).

No final de 2022 e início de 2023 verificou-se uma redução significativa do *spread* entre a Euribor a 12 meses e as *yields* das obrigações das empresas. Este comportamento, deveu-se ao forte aumento das taxas de juro interbancárias que não foi acompanhado, de forma proporcional, pelos custos de financiamento das empresas.

O diferencial reduzido entre as Euribor 12 meses e *yields* das empresas manteve-se no início de 2024, sendo que, no caso de algumas obrigações selecionadas da ALLIANZ, EDP e REN este diferencial foi negativo.

No 1.º trimestre de 2024, não houve alterações no *rating* de crédito das empresas energéticas nacionais (e Allianz):



1.º TRIMESTRE 2024

- No caso da EDP, a S&P manteve atribuída, no 1.º trimestre de 2024, a classificação de “BBB”, com perspetiva de estável. Como pontos fortes foram identificados o elevado peso dos cahs-flows resultantes das atividades reguladas de redes (em Brasil, Espanha e em Portugal, na qual é a *utility* dominante) e dos contratos de longo-prazo associados à produção renovável (eólica e solar), bem como a diversidade geográfica dos investimentos. Do lado dos riscos, a S&P destacou o ambicioso plano de investimentos da EDP focado na produção renovável que pode enfrentar desafios na sua execução devido a restrições na cadeia de fornecimentos.
- No caso da REN, a informação disponibilizada no site da empresa<sup>13</sup>, indica que a S&P manteve a notação financeira em “BBB” a 1 de março de 2024. Da parte da Moody’s e da Fitch não foi realizada classificação neste trimestre.
- A Floene<sup>14</sup> e a Allianz<sup>15</sup> não tiveram atualizações de notação financeira, mantendo-se com uma classificação atribuída pela S&P de “BBB-” e “AA”, respetivamente. Ambas apresentam *outlook* estável.
- De acordo com a informação disponibilizada no site<sup>16</sup>, o risco de crédito da GALP não se encontra avaliado por agências de notação.

Os *long-term ratings* (superior a 1 ano), *outlooks* e a data de última revisão da classificação atribuída pelas principais agências de notação

financeira às empresas energéticas nacionais e à Allianz, encontram-se resumidos no quadro seguinte.

**Quadro 2-1 – Classificação, *Outlook* e data da última revisão de *rating* da Allianz, EDP, Floene, Galp e REN**

	Fitch			Moody's			S&P		
	Classificação	Outlook	Última avaliação	Classificação	Outlook	Última avaliação	Classificação	Outlook	Última avaliação
Allianz	-	-	-	Aa2	Estável	26/09/2023	AA	Estável	26/06/2023
EDP	BBB	Estável	13/07/2021	Baa2	Estável	15/05/2023	BBB	Estável	01/02/2024
Floene	-	-	-	-	-	-	BBB-	Estável	12/06/2023
Galp	-	-	-	-	-	-	-	-	-
REN	BBB	Estável	21/11/2023	Baa2	Estável	22/12/2023	BBB	Estável	01/03/2024

Fonte: ERSE, Allianz, EDP, Floene, GALP e REN.

<sup>13</sup> [Rating REN](#)

<sup>14</sup> [Rating – Floene - BBB-](#)

<sup>15</sup> [Rating Allianz: Moody's - Aa2; S&P - AA](#)

<sup>16</sup> [Rating - GALP.](#)