

## 1 ENQUADRAMENTO

O presente boletim procura ser uma ferramenta para melhor compreender as variáveis financeiras que impactam na evolução tarifária dos setores elétrico e de gás, 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, consideradas no cálculo dos ajustamentos aos proveitos permitidos das atividades reguladas<sup>1</sup>, assim como na evolução das *yields* das OT, indexante das taxas de remuneração dos ativos regulados dos setores elétrico e de gás.

O presente boletim é realizado num ambiente de elevada instabilidade geopolítica e comercial, que pode afetar significativamente, a evolução das *yields* das OT, das obrigações empresariais e do crescimento económico. A política comercial agressiva por parte dos EUA, centrada na imposição de tarifas sobre produtos importados, gerará tensões comerciais significativas. Adicionalmente, os EUA retiraram o seu apoio direto à Ucrânia no conflito entre esse país e a Rússia. Este acontecimento marca um ponto de viragem na dinâmica internacional, enfraquecendo a resistência ucraniana na região.

O 2.º semestre de 2024 e o 1.º trimestre de 2025 indicam que o crescimento do nível de preços é agora próximo do objetivo de 2% definido pelo BCE. No entanto, surgiram novos

riscos associados à deterioração do comércio internacional.

### DESTAQUES

- No 1.º trimestre de 2025, o BCE reduziu, em duas ocasiões, a taxa de juro aplicável à facilidade permanente de depósito em 25 pontos base, face às perspetivas de estabilização da taxa de inflação em valores próximos do seu objetivo de 2%. As restantes taxas diretoras também desceram, em função do diferencial face à taxa de juro da facilidade permanente de depósito.
- No final do 1.º trimestre de 2025, as taxas de inflação da zona euro e de Portugal estabilizaram e registaram uma variação média anual de 2,20% e 2,69%, respetivamente.
- No final do 1.º trimestre de 2025, registaram-se valores de 2,336%, 2,336% e 2,306% nas taxas Euribor a 3, 6 e 12 meses, respetivamente.
- As *yields* das OT a 10 anos dos países europeus apresentaram um considerável aumento no mês de março, após terem verificado uma ligeira tendência de descida nos primeiros meses de 2025. Já as *yields* das OT de curto prazo mantiveram uma ligeira tendência de decréscimo durante todo o 1.º trimestre.

<sup>1</sup> Diferença entre o montante que a empresa regulada deve receber e o montante resultante da aplicação das tarifas em cada ano.

1.º TRIMESTRE 2025

## 2 EVOLUÇÃO DOS INDICADORES FINANCEIROS

### TAXAS EURIBOR

As taxas interbancárias da zona euro apresentaram uma tendência de redução no 1.º trimestre de 2025. Esta evolução é explicada, principalmente, pela diminuição gradual das taxas de juro diretoras do BCE, resultado da estabilização da taxa de inflação em valores próximos do *target* do BCE (2%) e do fraco crescimento económico perspetivado para as principais economias da zona euro.

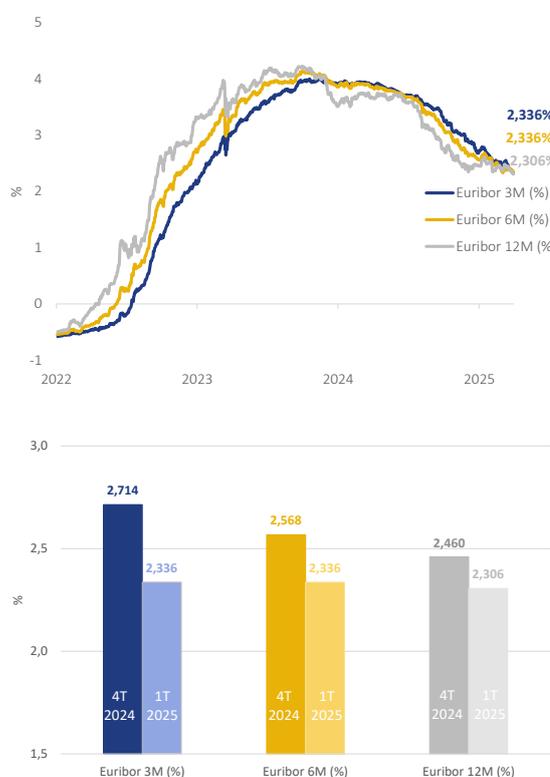
Tal como ilustrado na Figura 2-1, as taxas Euribor a 3, 6 e 12 meses registaram valores de, respetivamente, 2,336%, 2,336% e 2,306%, no final do 1.º trimestre de 2025, o que representa uma diminuição, face às verificadas no final do 4.º trimestre de 2024 de 2,714%, 2,568% e 2,460%, respetivamente.

Na última reunião do BCE<sup>2</sup>, o Conselho reforçou a ideia, transmitida em comunicados anteriores, de que o processo desinflacionista está bem encaminhado. Neste contexto, destacou que, de forma geral, a inflação continua a evoluir de acordo com as expeativas do BCE e perspetiva-se uma evolução futura alinhada com a meta de 2%. As projeções apontam para uma taxa de inflação média, na zona euro, de 2,3% em 2025, 1,9% em 2026 e 2,0% em 2027.

No entanto, face ao trimestre anterior, as previsões de crescimento económico na zona euro deterioraram-se. O BCE reviu as suas previsões para as taxas de crescimento económico designando uma previsão de 0,9% para 2025 e de 1,2% e 1,3% para 2026 e 2027,

respetivamente. O crescimento será impulsionado pelo crescimento do setor dos serviços, podendo ser condicionado pelas políticas comerciais anteriormente referidas. Estas políticas podem impactar negativamente as exportações e o investimento da área do euro. Em sentido contrário aos dados de inflação, os dados económicos podem colocar pressão na descida das taxas de juro diretoras<sup>3</sup>.

Figura 2-1 - Taxas Euribor a 3, 6 e 12 meses<sup>4</sup>



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

<sup>2</sup> [Decisões de Política Monetária -6 de março de 2025 - BCE](#)

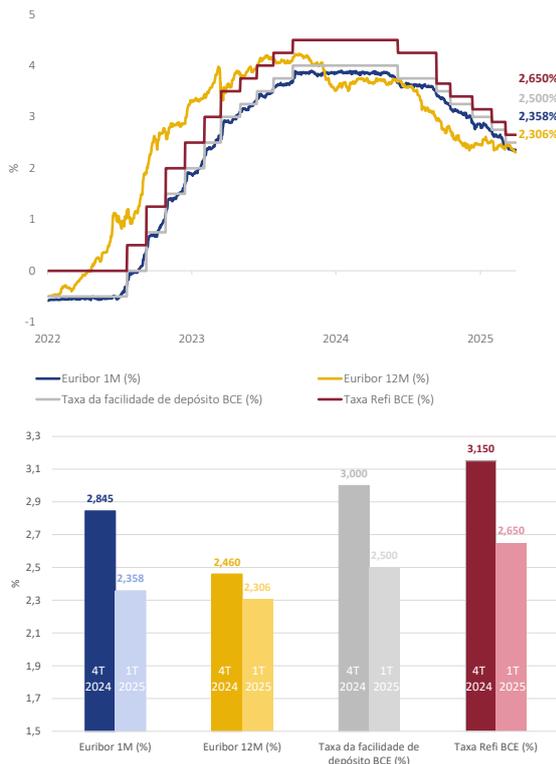
<sup>3</sup> [Projeções Macroeconómicas - março de 2025 - BCE](#)

<sup>4</sup> Os valores apresentados na segunda figura correspondem aos últimos valores observados no final do trimestre indicado.

1.º TRIMESTRE 2025

taxa de juro de refinanciamento do BCE<sup>5</sup> e pela taxa de juro da facilidade de depósito.

**Figura 2-2 - Taxas *refi* e da facilidade de depósito do BCE e taxas Euribor a 1 e 12 meses<sup>6</sup>**



Fonte: ERSE, Bloomberg.

Destacam-se os seguintes acontecimentos impactantes na evolução destas taxas:

- o forte crescimento, durante os anos de 2022 e no 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, refletiu a confiança comunicada pelo BCE de que as taxas já se encontram num

nível que permite a estabilização dos preços no médio prazo;

- a tendência de diminuição das taxas de juro Euribor, observada desde o 4.º trimestre de 2023, refletiu, numa primeira fase, a antecipação dos agentes na redução das taxas de juro diretoras e, numa segunda fase, a concretização da diminuição das taxas de juro.

Tal como mencionado nos anteriores boletins<sup>7</sup>, as fortes pressões inflacionistas ocorridas até ao final do 2.º semestre de 2022 levaram o BCE, a partir de julho desse ano, 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.

Do 3.º trimestre de 2023 até ao 1.º trimestre de 2024, as taxas de juro diretoras mantiveram-se inalteradas. A partir do 3.º trimestre de 2024, o Banco Central Europeu (BCE) **iniciou uma redução gradual das taxas de juro diretoras, com base numa reavaliação das perspetivas de inflação, da evolução da inflação subjacente e da eficácia da transmissão da política monetária**. A 6 de junho de 2024<sup>8</sup>, as três taxas diretoras foram reduzidas em 25 pontos base. Nos meses

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

<sup>6</sup> Os valores apresentados na segunda figura correspondem aos últimos valores observados no final do trimestre indicado.

<sup>7</sup> [Boletim de Indicadores Financeiros - ERSE](#)

<sup>8</sup> [Decisões de Política Monetária - 6 de junho de 2024 -BCE](#)

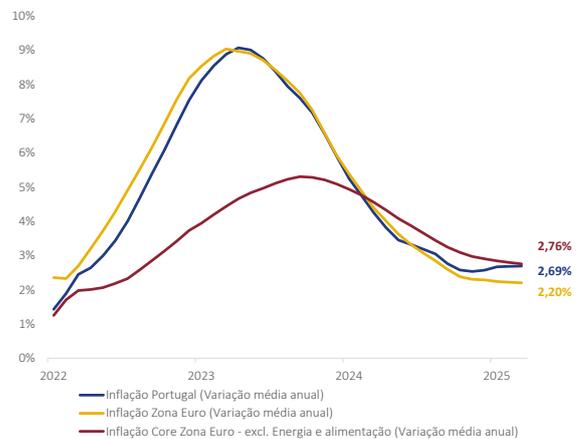
1.º TRIMESTRE 2025

seguintes, o BCE<sup>9,10,11</sup> prosseguiu com cortes graduais, e no final do ano as taxas de juro da facilidade permanente de depósito, das operações principais de refinanciamento e da facilidade permanente de cedência de liquidez situavam-se, respetivamente, em 3,00%, 3,15% e 3,40%. Em 2025, o BCE<sup>12,13,14</sup> voltou a reduzir estas taxas por duas vezes, em cortes de 25 pontos base, **fazendo com que, no final do primeiro trimestre de 2025, as taxas aplicáveis se fixassem em 2,50%, 2,65% e 2,90%, respetivamente.**

Na Figura 2-3 observa-se que, **atualmente, as taxas de inflação de Portugal e da zona Euro (variação média anual) encontram-se ligeiramente acima da meta de 2% do BCE.** A inflação *core* da zona euro permanece ainda elevada porque os salários e os preços em determinados setores ainda estão a ajustar-se, com desfasamento, à subida acentuada do nível de preços nas outras componentes. No entanto, já se verifica uma moderação do crescimento dos salários e dos lucros.

**Para 2025, o BdP<sup>15</sup> projeta que a inflação deverá reduzir-se para 2,3% e situar-se em 2% em 2026 e 2027.** Os riscos de subida da inflação podem-se materializar em subidas dos preços das matérias-primas ou dos preços de importação pelo impacto das tarifas comerciais. Adicionalmente, o dinamismo dos salários poderá também persistir, o que se refletirá nos preços dos serviços, o que pode comprometer o ritmo projetado de redução da inflação.

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



Fonte: ERSE, Bloomberg.

#### **YIELDS DAS OBRIGAÇÕES DE ESTADOS**

As *yields* portuguesas a 10 anos são as variáveis determinantes para o cálculo da variação implícita no mecanismo de indexação do custo de capital das atividades reguladas. 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, assinalando-se, igualmente, as alterações de notação de *rating* da dívida portuguesa e outros fatores determinantes para a evolução das *yields* das obrigações ocorridas a partir de janeiro de 2022.

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

<sup>9</sup> [Decisões de Política Monetária - 12 de setembro de 2024 -BCE](#)

<sup>10</sup> [Decisões de Política Monetária - 17 de outubro de 2024 - BCE](#)

<sup>11</sup> [Decisões de Política Monetária - 12 de dezembro de 2024 - BCE](#)

<sup>12</sup> [Decisões de Política Monetária - 12 de setembro de 2024 -BCE](#)

<sup>13</sup> [Decisões de Política Monetária - 17 de outubro de 2024 - BCE](#)

<sup>14</sup> [Decisões de Política Monetária - 12 de dezembro de 2024 - BCE](#)

<sup>15</sup> [Boletim Económico - março de 2025 - BdP](#)

1.º TRIMESTRE 2025

O ano de 2024 foi marcado pela volatilidade nas *yields* das obrigações dos países na zona euro, embora seja visível uma ligeira tendência decrescente destas taxas.

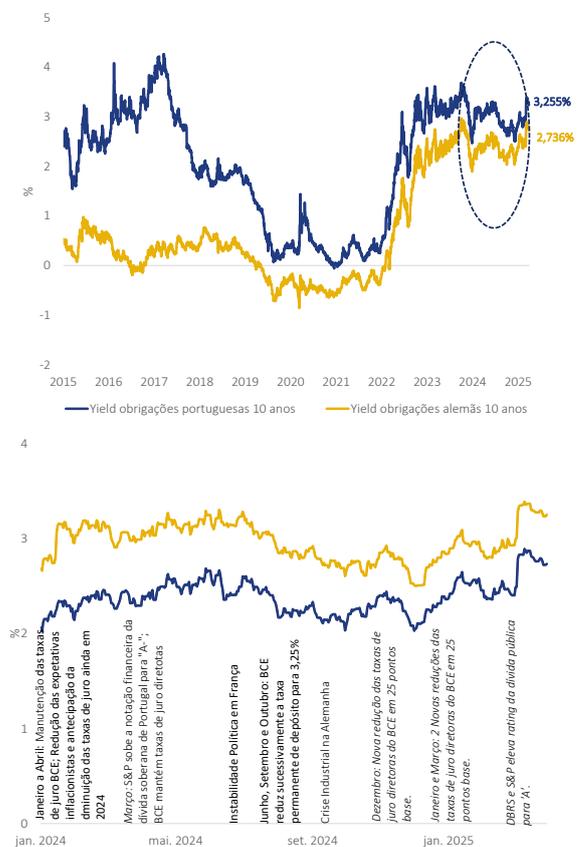
O ano de 2025 iniciou-se com uma tendência de manutenção das *yields* das OT, com alguma volatilidade, embora se verifique, no mês de março, um aumento significativo das *yields*, que incorporam o aumento de risco associado às fricções do comércio internacional, em particular, o aumento de tarifas comerciais por parte dos EUA.

Verifica-se que o *spread* entre as *yields* das obrigações portuguesas e alemãs tem vindo a diminuir desde 2018. Esta tendência mantém-se em 2025. Este comportamento está relacionado com a *performance* macroeconómica de ambos os países: enquanto Portugal apresenta um crescimento económico estável, a Alemanha teve uma diminuição da atividade económica em 2024. De acordo com a CE<sup>16</sup>, para 2025, a principal economia da zona euro terá um crescimento reduzido do seu PIB (0,7%). A fraca procura externa, em particular, para os bens industriais, bem como a elevada incerteza no consumo e no investimento são os principais fatores que impactam negativamente no desempenho da economia alemã. No caso português, observa-se um crescimento económico acima da zona euro, com um *superavit* orçamental que permitirá a redução da dívida pública.

O valor de fecho das *yields* das OT portuguesas, a 31 de março de 2025, foi de 3,255%. A média do trimestre foi de 3,040%, ligeiramente acima da média do ano de 2024 (2,950%). No âmbito do financiamento da dívida pública, destaca-se a mais recente emissão de obrigações do tesouro

com a maturidade de 10 anos, a 12 de março de 2025, onde foram colocados cerca de 563 milhões de euros à taxa de juro de 3,381%<sup>17</sup>. No mesmo período do ano anterior, a emissão de obrigações de tesouro com a mesma maturidade rendia aos investidores uma taxa de 3,149%.

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



Fonte: ERSE, Bloomberg, IGCP

No 1.º trimestre de 2025 houve duas revisões em alta do *rating* da dívida pública portuguesa<sup>18</sup>:

- A DBRS subiu o *rating* de 'A' para 'A high' e manteve o *outlook* estável. A agência destacou a notável redução da dívida pública de Portugal,

<sup>16</sup> [Previsões Económicas de Outono- CE - novembro de 2024](#)

<sup>17</sup> [IGCP - Resultados leilões Obrigações do Tesouro](#)

<sup>18</sup> [Ratings - IGCP - Março 2025](#)

1.º TRIMESTRE 2025

consequência do forte desempenho orçamental e que reforçou a sua qualidade de crédito. Do lado das vulnerabilidades, a DBRS destacou a manutenção do elevado nível de dívida pública e privada externa e referiu que o crescimento económico, embora seja robusto e estável, é relativamente baixo. Por último, destacaram a resiliência do sistema bancário português no contexto de elevadas taxas de juro.

- A 28 de fevereiro de 2025 a **S&P subiu o rating de 'A-' para 'A'**, com uma perspetiva para a sua evolução “positiva”. Além dos fatores apresentados pela DBRS, destacou que a elevada incerteza no contexto geopolítico e comercial ainda não tiveram impactos negativos significativos na posição externa da economia portuguesa. No entanto, a S&P alerta para a necessidade de uma execução rápida do PRR.

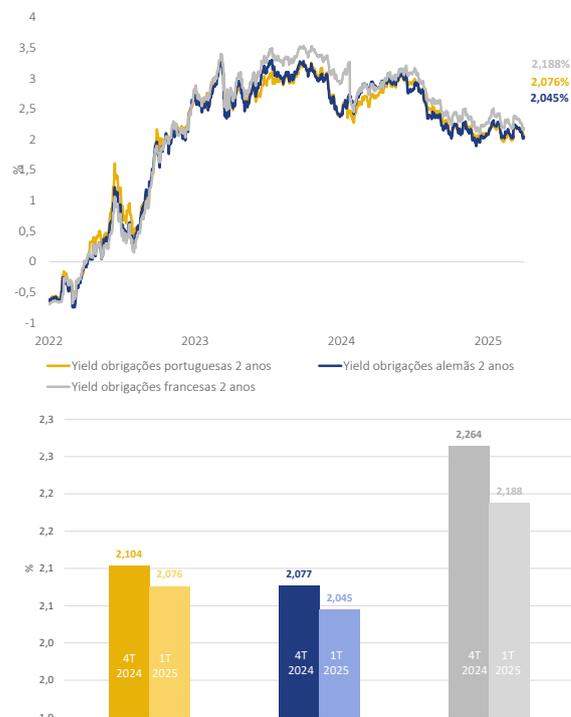
Pese embora a evolução positiva dos mercados face à evolução da qualidade da dívida portuguesa (privada ou pública), é de destacar que ambas as revisões ocorreram antes do período de instabilidade política que levou à marcação de eleições antecipadas. Por último, deve-se assinalar o incremento da pressão para o aumento da despesa com defesa, que pode impactar nos orçamentos públicos<sup>19</sup>.

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

**No 1.º trimestre de 2025, verifica-se a manutenção de circunstâncias caracterizadas pelo reduzido diferencial entre as *yields* de curto prazo dos principais países da zona euro.**

Observa-se que as *yields* a 2 anos tiveram um comportamento estável no 1.º trimestre de 2025. Em particular, em março de 2025 não se verificaram substanciais aumento das *yields* a 2 anos, o que evidenciou a menor sensibilidade da rentabilidade destes ativos face aos que apresentam maturidades mais longas, em que os investidores reavaliam as expectativas para a inflação e crescimento. Por outro lado, obrigações de curto prazo tendem a refletir, com maior peso, as decisões de políticas monetárias imediatas.

Figura 2-5 - *Yields* das obrigações a 2 anos<sup>20</sup>



Fonte: ERSE, Bloomberg.

<sup>19</sup> [S&P sobe rating de Portugal para A com "outlook" positivo - Jornal de Negócios - Fevereiro 2025](#)

<sup>20</sup> Os valores apresentados na segunda figura correspondem aos últimos valores observados no final do trimestre a que respeita este boletim.

1.º TRIMESTRE 2025

### YIELDS DAS OBRIGAÇÕES DAS EMPRESAS

Existe naturalmente um desvio entre os proveitos permitidos definidos pela ERSE, que foram recuperados pelas tarifas, e os custos efetivamente ocorridos pelas empresas reguladas aceites para efeitos tarifários, cujo impacte financeiro nos consumidores e nas empresas é necessário anular. Deste modo, os Regulamentos Tarifários em vigor, quer no setor elétrico, quer no setor do gás, estabelecem que aos ajustamentos dos proveitos permitidos sejam aplicadas taxas de juro que correspondam às médias das taxas Euribor a 12 meses acrescidas de um *spread*.

Na definição dos *spreads* a aplicar a estas taxas torna-se relevante o acompanhamento da evolução das taxas de juro de financiamento a curto e médio prazo dessas empresas ou dos grupos em que se inserem.

Na

**Figura 2-6 é possível observar a evolução das yields de curto prazo das obrigações da EDP, da REN, da Floene e da ALLIANZ (detentora maioritária da Floene)<sup>21</sup>.** Recorde-se que as *yields* destas obrigações refletem as condições de financiamento destas empresas no médio 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 2 e 4 anos de ALLIANZ, EDP, FLOENE e REN



Fonte: ERSE, Bloomberg.

Observa-se que **as yields das obrigações empresariais, no 1.º trimestre de 2025, permaneceram relativamente estáveis**, pese embora os aumentos observados em março de 2025.

A 31 de março de 2025, os valores máximos e mínimos do custo marginal de financiamento observados nas empresas reguladas ou nas suas *Holdings*, situou-se entre 2,42%, da Allianz (maturidade em dezembro de 2027), e os 3,35%, da Floene (maturidade em julho de 2028).

O diferencial mínimo e máximo entre as Euribor a 12 meses e as *yields* das empresas reguladas ou suas detentoras, situou-se, no final do 1.º trimestre de 2025, entre 0,09 p.p. (face à ALLIANZ) e 1,05 p.p. (relativamente à obrigação da Floene).

**No 1.º trimestre de 2025, não houve alterações no rating de crédito das empresas nacionais do setor energético**, como ilustrado no Quadro 2-1, que resume os *long-term ratings* (superior a 1 ano), os *outlooks* e a data da última revisão atribuída pelas principais agências de notação financeira às empresas energéticas nacionais, à Allianz e à RAM.

<sup>21</sup> No presente boletim retirou-se a série da GALP, uma vez que a maturidade da obrigação disponível da empresa termina a janeiro de 2026.

1.º TRIMESTRE 2025

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

	Fitch			Moody's			S&P		
	Classificação	Outlook	Última nota de rating	Classificação	Outlook	Última nota de rating	Classificação	Outlook	Última nota de rating
Allianz	-	-	-	Aa2	Estável	26/09/2023	AA	Estável	20/06/2024
EDA	-	-	-	Ba1	Estável	07/10/2024	-	-	-
EDP	BBB	Estável	15/05/2024	Baa2	Estável	25/04/2024	BBB	Estável	18/02/2025
Floene	-	-	-	-	-	-	BBB-	Estável	02/05/2024
Galp	-	-	-	-	-	-	-	-	-
RAM	BBB+	Estável	18/10/2024	-	-	-	-	-	-
REN	BBB	Estável	05/09/2024	Baa2	Estável	22/12/2023	BBB	Estável	06/09/2024

Nota: Não sendo publicados *rating* da EEM, apresenta-se o *rating* da RAM, proprietária da EEM, como avaliação do contexto onde as atividades desta empresa são desenvolvidas.

Fonte: ERSE, Allianz, EDA, EDP, Fitch, Floene, GALP, Moody's, S&P e REN.

Quanto aos *ratings* apresentados, realça-se:

- no caso da EDP, a S&P<sup>22</sup>, a 18 de fevereiro de 2025, manteve a classificação de “BBB” à qualidade do crédito de longo prazo da empresa. A S&P destacou no relatório que a EDP demonstra um forte compromisso com sua política financeira. A agência espera que existam melhorias futuras na estrutura de capital, através do refinanciamento de instrumentos híbridos de forma a recuperar a sua forma de capital. Adicionalmente, a S&P destacou a política de diversificação de investimentos e de rotação de ativos, focado na produção de fonte renovável.

- No 1.º trimestre de 2025 não houve revisões no *rating* da dívida da REN. Como referido no boletim relativo ao 3.º trimestre, a S&P e a Fitch mantiveram a avaliação da dívida da REN em “BBB” com perspectiva estável<sup>23</sup>. De acordo com a Fitch, a avaliação reflete o perfil de negócios da REN inalterado no seu novo plano estratégico (2024-2027), apoiado por um perfil de risco financeiro baixo e o segundo maior distribuidor de gás em Portugal, num contexto de quadro regulatório favorável. Adicionalmente, a Fitch destacou o posicionamento favorável da REN comparativamente aos seus *peers* europeus (é o único operador de rede na zona euro que controla o transporte de gás e eletricidade, beneficiando, igualmente, de um quadro regulatório estável e independente, apresentando uma menor vulnerabilidade face à inflação). Por outro lado, a REN está sujeita a períodos de regulação inferiores aos dos seus *peers*.
- A Floene<sup>24</sup> e a Allianz<sup>25</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>26</sup>, o risco de crédito da GALP não se encontra avaliado por agências de notação.
- No caso da EDA, a notação financeira, atribuída pela Moody's, tem-se mantido

<sup>22</sup> [Rating - EDP - S&P](#)

<sup>23</sup> [Rating - REN - Fitch, Moody's e S&P](#)

<sup>24</sup> [Rating - Floene](#).

<sup>25</sup> [Rating - Allianz](#)

<sup>26</sup> [Rating - GALP](#).

em “Ba1”<sup>27</sup>. A EDA desenvolve atividades reguladas verticalmente integradas, o que permite que as receitas apresentem uma maior previsibilidade. Por outro lado, a EDA desenvolve as suas atividades num contexto insular de pequena escala e remoto.

- **No caso da RAM, à semelhança do que aconteceu para a dívida da república portuguesa, a DBRS melhorou o rating da região, para BBB (*low*) a 25 de janeiro de 2025**<sup>28</sup>. A agência afirmou que esta melhoria reflete a melhoria que existiu no rating de Portugal, que também se verifica na Madeira, principalmente na área fiscal.

#### SIGLAS

**BCE** – Banco Central Europeu  
**BdP** – Banco de Portugal  
**Bunds** – Obrigações da República Federal Alemã  
**DEE** - Distribuição de Energia Elétrica  
**EDA** – Eletricidade dos Açores  
**EEM** – Empresa de Eletricidade da Madeira  
**EUA** – Estados Unidos da América  
**INE** – Instituto Nacional de Estatística  
**IPC** – Índice de Preços no Consumidor  
**IGCP** - Agência de Gestão da Tesouraria e da Dívida Pública  
**IHPC** - Índice Harmonizado de Preços no Consumidor  
**OT** – Obrigações do Tesouro  
**PIB** – Produto Interno Bruto  
**PRR** – Plano de Recuperação e Resiliência  
**RAM** – Região Autónoma da Madeira  
**RoR** – Rate of Return  
**S&P** – Standard & Poor’s  
**TEE** - Transporte de Energia Elétrica  
**UE** – União Europeia

#### Aviso (*Disclaimer*)

O presente documento tem como único objetivo disponibilizar informação obtida a partir de diversas fontes, incluindo fontes oficiais, meios de informação especializados e outras fontes consideradas fidedignas e credíveis. Os valores ocorridos e as previsões, são meramente informativos apresentando uma tendência dos mercados e, quer os valores, quer as opiniões e análises, não podem, em qualquer circunstância, responsabilizar a ERSE pela informação, ou por análises, erros, omissões ou inexatidões destas informações constantes neste documento ou que resultem do uso dado a essa informação, designadamente, de decisões de negociação, investimento ou contratação que tenham sido tomadas tendo por base os elementos contidos neste documento. Cabe ao leitor tomar as suas decisões, à luz do seu perfil e objetivos de investimento, negociação e análise, e tendo em conta a legislação e regulamentação aplicável.

<sup>27</sup> [Rating - EDA - Moody's RC 2023](#)

<sup>28</sup> [Rating - RAM - Jornal Económico](#)