



**outubro | 2025**

(com informação até final de setembro de 2025)

## 1 ENQUADRAMENTO

O presente boletim procura ser uma ferramenta para melhor compreender as variáveis financeiras que influenciam a 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 da *yield* das OT, indexante das taxas de remuneração dos ativos regulados dos setores elétrico e do gás.

O atual boletim é caracterizado por um contexto mais favorável para a estabilidade macroeconómica, financeira e de crescimento de preços, comparativamente com o contexto que se verificou no 1.º e 2.º trimestres deste ano. Pese embora esta evolução positiva, subsistem riscos relacionados com a incerteza geopolítica e comercial prolongada.

### DESTAQUES

- No 3.º trimestre de 2025, o BCE manteve inalteradas as taxas de juro diretoras.** As taxas de juro aplicáveis à facilidade permanente de depósito, às operações principais de refinanciamento e à facilidade permanente de cedência de liquidez

encontram-se, respetivamente, em 2,00%, 2,15% e 2,40%.

- No final do 3.º trimestre de 2025, as taxas de inflação da zona euro e de Portugal estabilizaram** e registaram uma variação média anual de **2,02% e 2,40%**, respetivamente.
- Ao longo do 3.º trimestre de 2025, as taxas Euribor **a 3, 6 e 12 meses** registaram uma tendência de ligeiro crescimento e fixaram-se em valores de **2,032%, 2,096% e 2,193%**, respetivamente, a 30 de setembro.
- As yields das OT a 10 anos dos países europeus** verificaram uma ligeira tendência crescente no 3.º trimestre de 2025. Receios sobre a persistência do crescimento do nível de preços acima da meta do BCE, défices orçamentais e incerteza política colocaram pressão nas *yields* dos países da zona euro.

## 2 EVOLUÇÃO DOS INDICADORES FINANCEIROS

### TAXAS EURIBOR

As taxas interbancárias da zona euro inverteram a tendência de ligeira redução ao longo de 2025, observando-se uma ligeira subida no 3.º trimestre de 2025. Esta inversão na evolução nas taxas interbancárias é explicada pela pausa na redução das taxas de juro diretoras do BCE e sinalizou aos agentes que o Banco Central Europeu manterá as taxas estáveis, o que se

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



3.º TRIMESTRE 2025

refletiu nas expectativas dos mercados interbancários.

As taxas Euribor de maior maturidade voltaram a situar-se acima das taxas de menor maturidade, tal como ocorreu no 2.º trimestre, mas que representou uma inversão do que se verificou entre o final de 2023 e o início de 2025. As atuais circunstâncias correspondem a uma normalização da curva de rendimentos, em que prazos mais longos auferem rendimentos superiores comparativamente a prazos mais curtos.

Deste modo, e tal como ilustrado na Figura 2-1, no final do 3.º trimestre de 2025 as **taxas Euribor a 3, 6 e 12 meses registaram valores de, 2,032%, 2,096% e 2,193%, respetivamente**, o que representa um ligeiro aumento, face às verificadas no final do 2.º trimestre de 2025 de 1,944%, 2,049% e 2,072%, respetivamente.

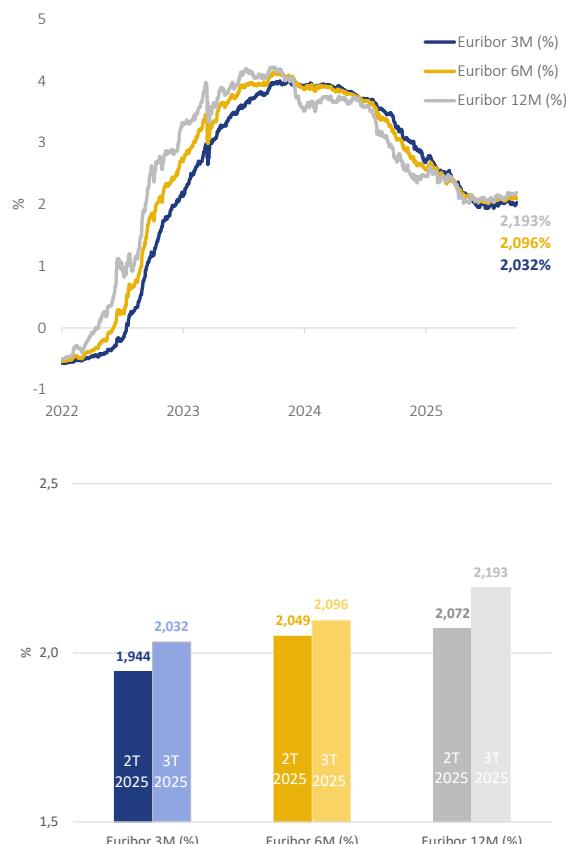
Na última reunião<sup>2</sup>, o Conselho do BCE afirmou que, atualmente, a inflação se situa em torno do objetivo de médio prazo de 2%, perspetivando que, em 2026 e 2027, se mantenha ligeiramente abaixo deste limiar.

Adicionalmente, o BCE reviu em alta o crescimento económico para a zona euro<sup>3</sup>, apontando para um aumento de 1,2% para 2025 e de 1% e 1,3% para 2026 e 2027, respetivamente, apoiado pelo maior rendimento disponível das famílias, pela menor incerteza nas tarifas comerciais e nos conflitos geopolíticos, pela procura externa mais forte e por estímulos orçamentais relacionados com a defesa.

Ao nível do crescimento dos preços, a **inflação global<sup>3</sup> deverá ser, em média, de 2,1% em 2025**

e 1,7% em 2026, subindo depois ligeiramente para 1,9% em 2027.

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

<sup>2</sup> [Decisões de Política Monetária - 11 de setembro de 2025 - BCE](#)

<sup>3</sup> [Projeções macroeconómicas para a área do euro - BCE - setembro de 2025](#)

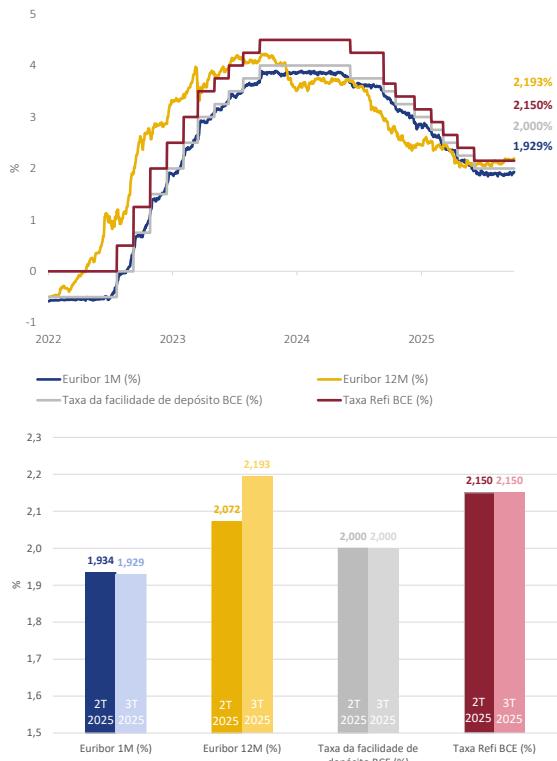
<sup>4</sup> Os valores apresentados na segunda figura correspondem aos últimos valores observados no final do trimestre indicado.

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



3.º TRIMESTRE 2025

**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 observado durante o ano de 2022 e no início de 2023, 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 refletiu a confiança comunicada pelo BCE de que as taxas já se encontram num nível que permite a estabilização dos preços;
- a tendência de diminuição das taxas de juro Euribor, observada desde o 4.º trimestre de

<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](#)

2023, que refletiu, numa primeira fase, a antecipação dos agentes da redução das taxas de juro diretoras e, numa segunda fase, a concretização dessa redução;

- tendência de ligeiro aumento das Euribor no 3.º trimestre 2025, reação dos agentes dos mercados interbancários à manutenção das taxas de juro diretoras por parte do BCE.

Tal como mencionado nos anteriores boletins<sup>7</sup>, as fortes pressões inflacionistas até ao final do 2.º semestre de 2022 levaram o BCE a inverter a política monetária expansionista, iniciando um ciclo de aumentos das taxas diretoras a partir de julho desse ano. Entre o 3.º trimestre de 2022 e o 3.º trimestre de 2023, registaram-se dez aumentos consecutivos, totalizando 4,5 pontos percentuais. As taxas mantiveram-se estáveis até ao 1.º trimestre de 2024, momento a partir do qual, o BCE, após reavaliar as perspetivas de inflação e a eficácia da política monetária, iniciou uma redução gradual das taxas, até atingirem no final do 2.º trimestre de 2025, 2,00%, 2,15% e 2,40%, para a facilidade permanente de depósito, as operações principais de refinanciamento e a facilidade permanente de cedência de liquidez, respetivamente.

Estas taxas mantiveram-se inalteradas até ao 3.º trimestre de 2025<sup>8,9</sup>, pelo Conselho do BCE. O Conselho do BCE destacou neste trimestre que a inflação se situa próxima do objetivo de médio prazo de 2% e que as perspetivas inflacionistas permanecem globalmente inalteradas.

O BCE reiterou a sua abordagem, sem se comprometer com uma trajetória específica de taxas.

<sup>8</sup> [Decisões de Política Monetária - BCE - 24 de julho de 2025](#)

<sup>9</sup> [Decisões de Política Monetária - BCE - 11 de setembro de 2025](#)



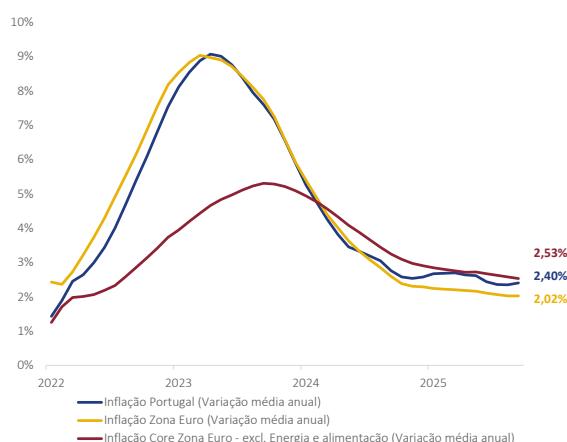
Face a estas decisões, os mercados financeiros decidiram rever as suas previsões, eliminando a perspetiva de mais cortes nas taxas de juro até ao último trimestre de 2026.<sup>10</sup>.

Na Figura 2-3 observa-se que, em 2025, as taxas de variação média anual da inflação de Portugal e da zona euro encontram-se alinhadas com o objetivo de médio prazo do BCE. Esta estabilização é resultado da política monetária mais restritiva implementada nos anos anteriores, da diminuição dos custos energéticos, da normalização das cadeias de abastecimento e da diminuição gradual dos aumentos do rendimento do trabalho.

As projeções do BCE<sup>3</sup>, anteriormente referidas, para o crescimento dos preços, são fortemente influenciadas por efeitos na componente de preços dos produtos energéticos, cujos preços se antecipam que caiam em 2026, seguido de uma recuperação em 2027. Adicionalmente, o BCE prevê uma desaceleração do crescimento dos preços nas componentes de serviços e produtos alimentares. Estas perspetivas para a inflação são compatíveis com a estabilização da inflação em torno do objetivo de médio prazo de 2%.

A nível nacional, o CFP.<sup>11</sup> projeta uma redução gradual na taxa de inflação em linha com o objetivo de política monetária do BCE (variação do IHCP de 2,3% para 2025 e de 2,1% para 2026).

**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 da taxa de remuneração aplicada aos ativos 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 ocorridos 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.

O ano de 2024 foi marcado pela volatilidade nas *yields* das obrigações dos países na zona euro,

<sup>10</sup> [Goldman Sachs e BNP Paribas afirmam que não haverá mais cortes nas taxas de juro por parte do BCE em 2025 - Reuters - Julho de 2025](#)

<sup>11</sup> [Perspetivas macroeconómicas - CFP - setembro de 2025](#)



3.º TRIMESTRE 2025

embora seja visível uma ligeira tendência decrescente destas taxas.

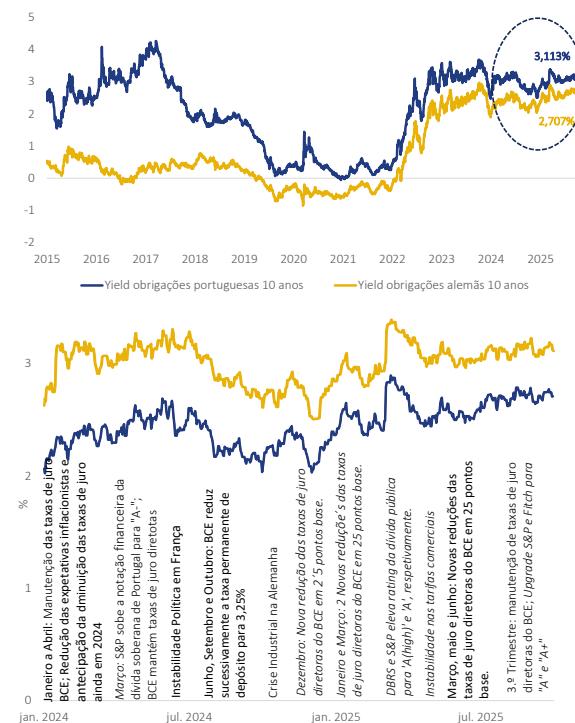
O ano de 2025 tem sido caracterizado por uma tendência de ligeiro aumento das *yields* das OT, acompanhada de alguma volatilidade. Esta tendência é consequência da incerteza relacionada com as tarifas comerciais<sup>12</sup>, de preocupações com a situação orçamental alemã<sup>13</sup>, da persistência da inflação em valores ligeiramente acima do *target* do BCE<sup>14</sup> e pela revisão das expectativas dos agentes, que, tal como referido acima, não perspetivam novos cortes nas taxas de juro diretoras.

Verifica-se que o *spread* entre as *yields* das obrigações portuguesas e alemãs tem vindo a diminuir desde 2018. Esta tendência tem-se mantido ao longo de 2025. Os principais motivos para este comportamento incluem o desempenho positivo da atividade económica portuguesa, regularmente acima da zona euro, bem como, a trajetória positiva apresentada pela dívida pública portuguesa. Em 2024, a dívida pública portuguesa situou-se nos 94,9%<sup>14</sup>, substancialmente abaixo do valor máximo anual de 134,1%<sup>14</sup> observado durante o período da crise pandémica. Adicionalmente, o CFP<sup>11</sup> prevê que este valor fique abaixo dos 85% em 2029.

O valor de fecho das *yields* das OT portuguesas, a 30 de setembro de 2025, foi de 3,113%, ligeiramente acima do valor de fecho do 2.º trimestre (3,053%). No âmbito do financiamento da dívida pública, destaca-se a mais recente emissão de obrigações do tesouro com a maturidade de 10 anos, a 10 de setembro de 2025, onde foram colocados cerca de 621 milhões de euros à taxa de juro de 3,059%<sup>15</sup>,

ligeiramente acima dos 3,003% da emissão a 10 anos realizada no trimestre anterior.

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



Fonte: ERSE, Bloomberg, IGCP

No 3.º trimestre de 2025 ocorreram revisões em alta, do *rating* da dívida soberana portuguesa, por parte da S&P e da Fitch. No caso da Fitch, a agência subiu o *rating* para "A"<sup>16</sup>, enquanto no caso da S&P<sup>17</sup>, o *rating* foi revisto para "A+". Estas decisões foram justificadas pela redução continuada da dívida pública, pelo equilíbrio orçamental e pelo crescimento robusto da economia portuguesa. A Fitch salientou o desempenho orçamental superior face a outros países que têm nota "A" (a média dos défices orçamentais dos países com *rating* "A" é de

<sup>12</sup> [CNBC - Tarifas comerciais e mudança de paradigma na política orçamental alemã, março de 2025](#)

<sup>13</sup> [Reuters - Inflação na Alemanha sobe e atinge máximos desde fevereiro, setembro de 2025](#)

<sup>14</sup> [Dívida Pública - Pordata - 2025](#)

<sup>15</sup> [IGCP - Resultados leilões Obrigações do Tesouro](#)

<sup>16</sup> [Fitch sobe rating de Portugal para "A" - Fitch - agosto de 2025](#)

<sup>17</sup> [S&P eleva rating de Portugal para A+ - Portugal.gov - agosto de 2025](#)



*3.º TRIMESTRE 2025*

2,9%, para 2025, enquanto em Portugal se verifica um excedente de 0,1%). A entidade destaca ainda a redução do endividamento externo e das perspetivas de crescimento acima da média da Zona Euro para 2026 e 2027.

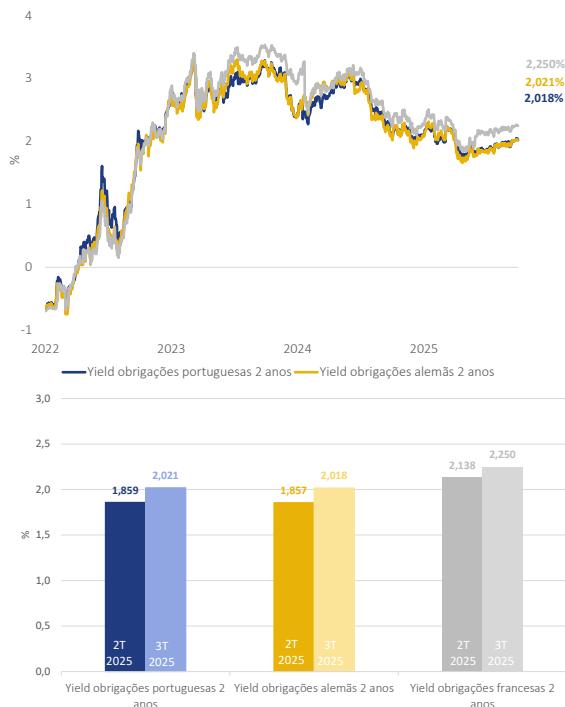
Na Figura 2-5 apresenta-se a evolução das *yields* das obrigações de dívida soberana com maturidade a dois anos da Alemanha, da França e de Portugal.

**O 3.º trimestre de 2025 caracteriza-se pela manutenção do reduzido diferencial entre as *yields* de curto prazo, num contexto de desaceleração da queda das *yields* das OT a 2 anos nos países da zona euro.**

No entanto, a incerteza política e orçamental atualmente vivida em França coloca pressão nas suas *yields* de curto prazo, comparativamente às portuguesas e às alemãs.

Em 2025, destaca-se uma evolução distinta, com as *yields* das Obrigações do Tesouro (OT) a 10 anos a registarem um ligeiro aumento, enquanto as *yields* das OT a 2 anos apresentaram uma redução no início do ano, pese embora se verifique uma ligeira tendência de subida no 3.º trimestre. Este movimento contribui para uma **normalização da curva de rendimentos**, fenómeno que se observa igualmente nas taxas Euribor e nas *yields* das obrigações empresariais: os prazos mais longos voltam a oferecer rendimentos superiores aos de curto prazo, invertendo a situação verificada entre 2023 e o 1.º trimestre de 2025.

**Figura 2-5 - *Yields* das obrigações a 2 anos.<sup>18</sup>**



Fonte: ERSE, Bloomberg.

#### **YIELDS DAS OBRIGAÇÕES DAS EMPRESAS**

Existe naturalmente um desvio entre os proveitos permitidos definidos pela ERSE, que são 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

<sup>18</sup> Os valores apresentados na segunda figura correspondem aos últimos valores observados no final do trimestre a que respeita este boletim.



3.º TRIMESTRE 2025

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)**. 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 curto prazo da ALLIANZ, EDP, FLOENE e REN**



Fonte: ERSE, Bloomberg.

As *yields* das obrigações empresariais, no 3.º trimestre de 2025, mantiveram a tendência de ligeira redução, embora se note uma desaceleração que sugere uma fase de estabilização.

A 30 de junho de 2025, os valores máximos e mínimos do custo marginal de financiamento observados nas empresas analisadas, situaram-se entre 2,18%, da Allianz (maturidade em dezembro de 2027), e os 3,10%, da Floene (maturidade em julho de 2028). No fecho do 3.º trimestre, estas obrigações continuavam a representar o valor mínimo e máximo das *yields* das obrigações selecionadas, mas no intervalo entre 2,15% (Allianz) e 2,93% (Floene).

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 3.º trimestre de 2025, entre -0,04 p.p. (face à ALLIANZ) e 0,74 p.p. (relativamente à obrigação da Floene). No trimestre anterior, este diferencial mínimo situava-se entre os 0,10 p.p. e os 1,02 p.p..

No 3.º trimestre de 2025, não houve alterações no *rating* de crédito das empresas nacionais do setor energético (embora tenha existido um reafirmar de classificação na Região Autónoma da Madeira por parte da S&P). O Quadro 2-1 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.

**Quadro 2-1 – Classificação, Outlook e data da última revisão de rating da Allianz, EDA, EDP, Floene, 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	09/02/2025	AA	Estável	11/04/2025
EDA	-	-	-	Ba1	Estável	07/10/2024	-	-	-
EDP	BBB	Estável	10/06/2025	Baa2	Estável	23/04/2025	BBB	Estável	17/02/2025
Floene	-	-	-	-	-	-	BBB-	Estável	28/05/2025
RAM	BBB+	Estável	11/04/2025	Baa3	Estável	24/05/2025	BBB-	-	05/08/2025
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, Moody's, S&P e REN.

Quanto aos *ratings* apresentados, realça-se:



- No caso da EDP, a Fitch<sup>19</sup>, a 10 de junho de 2025, manteve a classificação de “BBB” à qualidade do crédito de longo prazo da empresa. Esta classificação reflete o perfil de negócios bem diversificado da EDP e a elevada previsibilidade de receitas, decorrente das suas operações reguladas, da integração equilibrada das atividades de produção e comercialização, e de um negócio de energias renováveis maioritariamente baseado em contratos de longo prazo.
- Em setembro de 2024, a S&P e a Fitch mantiveram a avaliação da dívida da REN em “BBB” com perspetiva estável<sup>20</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, sendo o único operador de rede de transporte de gás e eletricidade (situação única na zona euro) e o segundo maior distribuidor de gás em Portugal e que opera num enquadramento regulatório relativamente favorável. Adicionalmente, a Fitch destacou, entre outros fatores positivos, o facto da REN beneficiar de um quadro regulatório estável e independente, apresentando uma menor vulnerabilidade face à inflação, apesar de estar sujeita a períodos de regulação inferiores aos dos seus peers.
- A 28 de maio de 2025, a S&P reafirmou o rating da Floene<sup>21</sup> em “BBB-”, para a sua dívida sénior não garantida, com uma perspetiva estável. Esta decisão reflete as expectativas de crescimento do EBITDA, o processo de desalavancagem gradual e a estabilidade regulatória.
- A Allianz<sup>22</sup> mantém uma classificação atribuída pela S&P de “AA”, reafirmada a 11 de abril de 2025. A S&P destaca a diversificação de negócios, que inclui a detenção da Floene e a reputação da marca, para justificar a nota atribuída.
- De acordo com a informação disponibilizada no site<sup>23</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 em 2024, tem-se mantido em “Ba1”<sup>24</sup>. A EDA desenvolve atividades reguladas verticalmente integradas, o que permite que as receitas apresentem uma maior previsibilidade. No entanto, a EDA desenvolve as suas atividades num contexto insular de pequena escala e remoto.
- No caso da RAM, a S&P renovou o rating da Região, a 5 de agosto de 2025, de “BBB-”<sup>25</sup>. A decisão reflete a robustez orçamental (2024 foi o segundo ano consecutivo que a região teve um saldo orçamental positivo) e o crescimento

<sup>19</sup> [Rating - EDP - Fitch](#)

<sup>20</sup> [Rating - REN - Fitch, Moody's e S&P](#)

<sup>21</sup> [Rating - Floene](#)

<sup>22</sup> [Rating - Allianz](#)

<sup>23</sup> [Rating - GALP](#)

<sup>24</sup> [Rating - EDA - Moody's RC 2024](#)

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



económico da região, em particular no setor do turismo.

## SIGLAS

**BCE** – Banco Central Europeu  
**Bunds** – Obrigações da República Federal Alemã  
**CFP** – Conselho de Finanças Públicas  
**DEE** - Distribuição de Energia Elétrica  
**EDA** – Eletricidade dos Açores  
**EEM** – Empresa de Eletricidade da Madeira  
**IGCP** - Agência de Gestão da Tesouraria e da Dívida Pública  
**IHCP** – Índice Harmonizado de Preços no Consumidor  
**OT** – Obrigações do Tesouro  
**RAM** – Região Autónoma da Madeira  
**RoR** – Rate of Return  
**S&P** – Standard & Poor's  
**TEE** - Transporte de Energia Elétrica

## 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.