

## SIGLAS

<b>BCE</b>	– Banco Central Europeu
<b>BdP</b>	– Banco de Portugal
<b>Bunds</b>	– Obrigações da República Federal Alemã
<b>CAE</b>	– Contrato de Aquisição de Energia
<b>CE</b>	– Comissão Europeia
<b>DEE</b>	– Distribuição de Energia Elétrica
<b>TEE</b>	– Transporte de Energia Elétrica
<b>OT</b>	– Obrigações do Tesouro
<b>RoR</b>	– Rate of Return
<b>S&amp;P</b>	– Standard & Poor's
<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 4.º trimestre de 2023, 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, bem como pela diminuição da procura interna e externa. Considerando o indicador da inflação “core”, que exclui energia e bens alimentares, verifica-se a manutenção das pressões inflacionistas associadas aos aumentos dos custos com serviços.

Relativamente ao desempenho económico, o BdP<sup>3</sup> estima que a economia portuguesa tenha registado, em 2023, um crescimento de 2,1% do produto interno bruto, em linha com as previsões de outubro<sup>4</sup>, baseado, sobretudo, no dinamismo do investimento e das exportações. A economia portuguesa deverá abrandar para 1,2% em 2024 e crescer 2,2%, em 2025, e 2%, em 2026, efeito da aceleração da procura externa, da descida do efeito da inflação no rendimento das famílias, do impulso dos fundos europeus no investimento e da dissipação gradual do impacto da subida das taxas de juro.

## 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 4.º trimestre de 2023, os valores das taxas de inflação da zona euro e de Portugal, considerando as taxas de variação média anual, foram 5,92% e 5,89%, respetivamente.

<sup>1</sup> Os gráficos apresentados neste boletim apresentam, de forma geral, dados compreendidos entre janeiro de 2020 e dezembro de 2023.

<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> [Boletim Económico - dezembro de 2023, BdP](#)

<sup>4</sup> [Boletim Económico – outubro de 2023, BdP](#)

- No final do 4.º trimestre de 2023, registaram-se valores de 3,909%, 3,861% e 3,513% nas taxas Euribor a 3, 6 e 12 meses, respetivamente.
- As *yields* das OT dos países europeus inverteram a tendência crescente observada a partir de 2022, e registaram uma ligeira redução.

## 2 EVOLUÇÃO DOS INDICADORES FINANCEIROS

### TAXAS EURIBOR

No 4.º trimestre de 2023, as taxas de juro Euribor inverteram a tendência de crescimento que se tinha vindo a verificar desde 2022, como se ilustra na Figura 2-1. A diminuição das taxas de juro interbancárias da zona euro foi particularmente notória nos prazos mais longos.

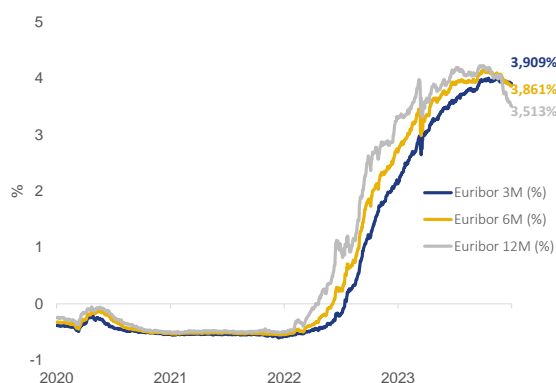
Deste modo, as taxas Euribor a 3, 6 e 12 meses registaram, respetivamente, 3,909%, 3,861% e 3,513%, no final do 4.º trimestre de 2023, o que representa uma diminuição face às verificadas no final do 3.º trimestre de 2023 com valores de 3,952%, 4,125% e 4,228%, respetivamente.

Esta redução das taxas de juro Euribor é a primeira redução consistente desde 2020, período no qual o BCE adotou uma política monetária muito acomodatória para combater os efeitos da crise pandémica. Destaque-se ainda, que esta inversão da tendência, foi antecedida de um aumento significativo das taxas, comparável, em termos históricos, aos aumentos observados em 2008, ano da crise financeira mundial.

Na base desta evolução está a expectativa dos mercados financeiros de corte das taxas de juro

diretoras em 2024<sup>5</sup>, embora a posição oficial do conselho do BCE ainda não aponte, de forma taxativa, para uma redução das taxas de juro diretoras.

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>6</sup> e pela taxa de juro da facilidade de depósito. Destacam-se os seguintes acontecimentos impactantes na evolução destas taxas:

- O aumento esporádico das taxas Euribor, em março de 2020, que esteve relacionado com o incremento da incerteza provocada pela pandemia COVID-19. Após intervenção do BCE, estas taxas rapidamente regressaram à anterior tendência decrescente.
- 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

<sup>5</sup> Reuters. "ECB to Hold Rates Through Mid-2024 Despite Stalling Economy." 14 Novembro, 2023

<sup>6</sup> Taxa de juro do BCE aplicável às operações principais de refinanciamento do Eurosistema.

4.º TRIMESTRE 2023

---

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 diminuição das taxas de juro Euribor a partir do 4.º trimestre de 2023, que refletem a antecipação dos agentes na redução das taxas de juro diretoras em 2024.

Tal como referido no anterior boletim, as fortes pressões inflacionistas, que se materializaram ao longo de 2022 e 2023, 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 ao abrigo do seu programa de compra 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 4.º trimestre de 2023, o conselho do BCE decidiu manter inalteradas as taxas de juro diretoras, por considerar que estas permitirão assegurar o retorno atempado da inflação ao seu objetivo de médio prazo de 2%<sup>7</sup> <sup>8</sup>. O conselho antecipou uma diminuição gradual da taxa de inflação até 2026, consequência da transmissão vigorosa das restrições das condições de financiamento que está a refrear a procura. No que se refere ao crescimento económico, os especialistas do Eurosistema projetam que permanecerá fraco no curto prazo.

Não obstante, as decisões do BCE continuarão a depender da avaliação dos dados económico-

financeiros e das perspetivas de evolução da inflação.

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 4.º trimestre, os valores de 4,50%, 4,75% e 4,00%, respetivamente. Recorde-se os dez aumentos das taxas de juro diretoras anteriores ao presente trimestre:

- 3.º trimestre de 2023: 25 pontos bases, anunciados na reunião do BCE a 27 de julho e 14 de setembro
- 2.º trimestre de 2023: 25 pontos bases, anunciados na reunião do BCE a 4 de maio e a 15 de junho,
- 1.º trimestre de 2023: 50 pontos bases, anunciados na reunião do BCE a 2 de fevereiro e a 16 de março,
- 4.º trimestre de 2022: 75 pontos base a 27 de outubro e 50 pontos base a 15 de dezembro.
- 3.º trimestre de 2022: 50 pontos base a 21 julho, 75 pontos base a 8 de setembro.

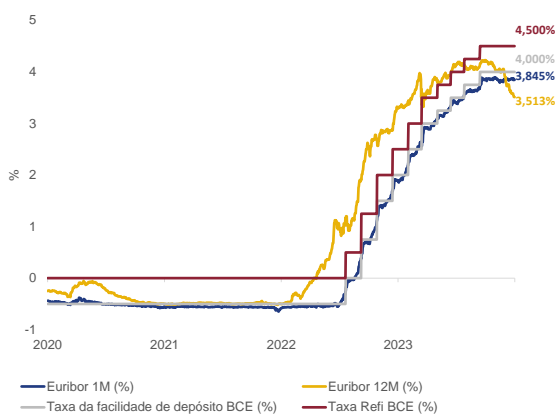
---

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

<sup>8</sup> [Decisões de Política Monetária - 26 de outubro de 2023 - BCE](#)

4.º TRIMESTRE 2023

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

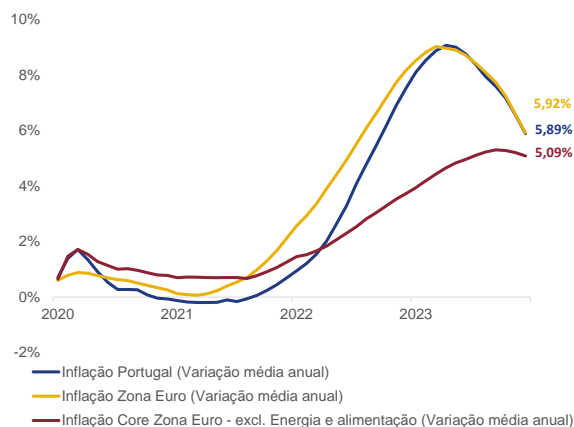


Fonte: ERSE, Bloomberg.

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. Esta inversão deve-se a uma forte desaceleração dos preços de energia e a uma redução da pressão inflacionista sobre os preços dos bens alimentares e dos produtos industriais. Estes efeitos foram amplificados com a redução da procura global, consequência do aumento das restrições das condições de financiamento provocado pelo aumento das taxas de juro<sup>9,10</sup>.

No 4.º trimestre de 2023, o BdP<sup>11</sup> destacou que a inflação deverá prosseguir a trajetória descendente, reduzindo-se, gradualmente, até 2026. Deste modo, o BdP referiu que «esta diminuição reflete os efeitos desfasados da redução de custos de produção e das decisões de política monetária do Banco Central Europeu».

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, em consequência do aumento da taxa de inflação e do respetivo aumento das restrições nas condições de financiamento provocadas pelo aumento das taxas de juro do BCE.

À semelhança da trajetória observada nas taxas Euribor, a partir do 4.º trimestre de 2023, as *yields* das OT a 10 anos inverteram a tendência, observando-se, atualmente, uma ligeira redução. Esta evolução reflete a expectativa de diminuição da taxa de inflação nos próximos anos, bem como

<sup>9</sup> [Previsões de Verão, setembro de 2023, CE](#)

<sup>10</sup> [Previsões de Outono, novembro de 2023, CE](#)

<sup>11</sup> [Boletim Económico, dezembro de 2023, BdP](#)

uma atenuação das restrições das condições de financiamento na economia.

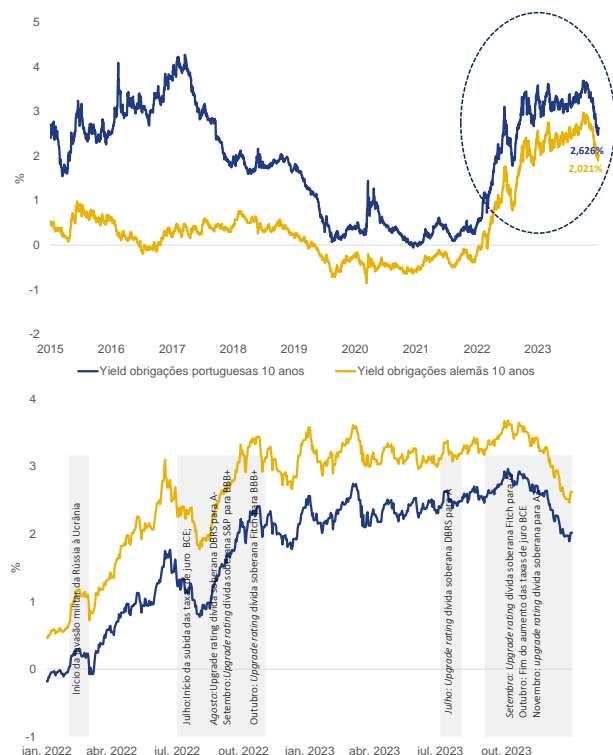
Deste modo, o valor de fecho, a 31 de dezembro de 2023 (2,626%), é inferior ao observado no final do 3.º trimestre de 2023 e ao observado no final do ano de 2022 (ambos 3,579%).

Este comportamento das OT portuguesas tem ocorrido num momento de forte pressão sobre as *yields* das obrigações soberanas do euro devido à subida de juros do BCE. No entanto, o risco da dívida portuguesa está a comprimir-se, situando-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.

Após o *rating* da dívida soberana portuguesa ter sido revisto em alta pela DBRS e pela Fitch, no 3.º trimestre de 2023, a Moody's subiu a classificação da dívida portuguesa de "Baa2" para "A3", em novembro de 2023. No mesmo sentido das revisões das outras agências mencionadas, a Moody's destacou os «efeitos positivos no médio prazo de uma série de reformas económicas e orçamentais, a desalavancagem do setor privado e o continuado fortalecimento do setor bancário<sup>12</sup>».

Atualmente, três das principais agências de notação financeira colocam a dívida pública portuguesa no patamar de investimento de qualidade<sup>13</sup>, que reflete a diminuição do risco da dívida resultante da melhoria significativa dos resultados orçamentais e da dívida de Portugal num contexto de conjuntura exigente.

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



Fonte: ERSE, Bloomberg, IGCP

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 diminuição das *yields* das OT, que é superior nas *yields* das Bunds e OT portuguesas comparativamente com as *yields* das OT francesas.

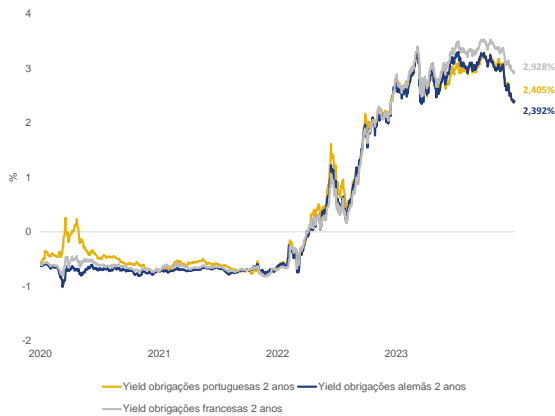
Verifica-se, no entanto, ainda alguma volatilidade e riscos associados à evolução da inflação, que poderão ter impacto sobre a evolução futura das *yields*.

<sup>12</sup> [Moody's sobe rating em dois níveis e coloca Portugal em patamares "A"](#)

<sup>13</sup> [Classificação da dívida portuguesa: DBRS: A \(julho 2023\); Fitch: A-\(setembro 2023\); Moody's: A3\(novembro 2023\); S&P: BBB+\(setembro 2022\); fonte:IGCP](#)

4.º TRIMESTRE 2023

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



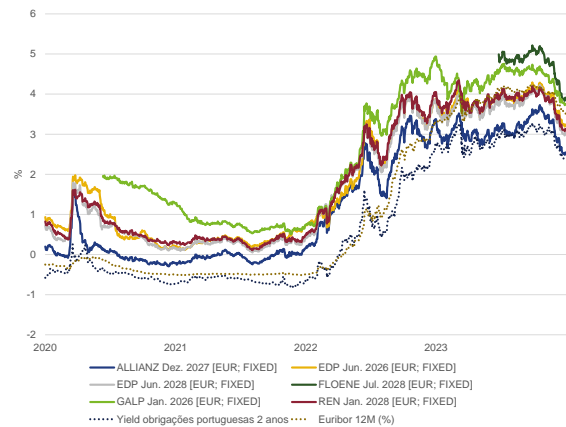
Fonte: ERSE, Bloomberg.

#### 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 a análise e 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.

À semelhança do que ocorreu com as taxas de juro interbancárias da zona euro e as *yields* das OT, verificou-se, em 2022, um forte aumento das *yields* de curto prazo das principais empresas dos setores elétrico e do gás. Em 2023, verificou-se uma estabilização dos valores das *yields* de cada empresa, embora no último trimestre do ano se observe uma ligeira redução do seu valor médio. A 31 de dezembro de 2023, o custo marginal de financiamento situou-se entre os 2,54%, da Allianz (maturidade em dezembro de 2027), e os 3,91%, da Floene (maturidade em julho de 2028).

O *spread* das *yields* das obrigações das empresas face à Euribor manteve-se constante no 4.º trimestre, uma vez que a evolução das *yields* das empresas seguiu uma tendência semelhante à observada nas taxas interbancárias. No entanto, destaque-se que este diferencial é negativo nas *yields* das obrigações selecionadas da ALLIANZ, EDP e REN. Relativamente às obrigações do tesouro a 2 anos, verifica-se que o *spread* é positivo e constante ao longo do 4.º trimestre de 2023.

A tendência de subida no *rating* da dívida soberana no 4.º trimestre não foi acompanhada nas empresas energéticas nacionais (e Allianz):

- No caso da EDP, no 3.º e 4.º trimestre de 2023, após a Moody's<sup>14</sup> ter melhorado a notação financeira da EDP de Baa1 para Baa2, em maio de 2023, a avaliação financeira não teve alterações. Na última revisão, a Moody's destacou positivamente o compromisso da empresa em manter métricas financeiras robustas, os negócios em geografias diversificadas que possibilitam a moderação da volatilidade dos lucros e os rendimentos estáveis oriundos dos contratos de produção de eletricidade e de redes reguladas, que representam mais de 75% do EBITDA do grupo<sup>15</sup>.
- No caso da REN, a Fitch reafirmou a classificação "BBB" com *outlook* estável no 4.º trimestre de 2023<sup>16</sup>. A agência destacou que o *rating* atribuído reflete o perfil de baixo risco empresarial da REN, desenvolvido sob um ambiente regulatório favorável, e que deverá proteger adequadamente a empresa contra a inflação elevada e o aumento das taxas de juros. A Fitch destaca ainda que quase todas as atividades da empresa no mercado doméstico são reguladas, com um enquadramento regulamentar estável e previsível, destacando neste contexto a metodologia TOTEX. Em sentido contrário, a agência destaca que as atividades reguladas da REN têm um período de regulação inferior comparativamente a outros *peers* europeus. Adicionalmente, a Fitch refere que o fim do CAE da Turbogás em 2024

deverá reforçar o perfil de negócio, uma vez que foi a principal fonte de grandes desvios tarifários no passado. No mesmo sentido, a Moody's manteve a mesma classificação da REN no 4.º trimestre de 2023.<sup>17</sup>

- A Floene<sup>18</sup> e a Allianz<sup>19</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>20</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.

<sup>14</sup> [Moody's - Rating EDP 2T2023 - Baa2](#)

<sup>15</sup> [Moody's - Rating EDP Notes 2T2023](#)

<sup>16</sup> [Fitch - Rating REN BBB](#)

<sup>17</sup> [Rating REN: Moody's - Baa2; Fitch BBB; S&P BBB](#)

<sup>18</sup> [Rating - Floene - BBB-](#)

<sup>19</sup> [Rating Allianz: Moody's - Aa2; S&P - AA](#)

<sup>20</sup> [Rating - GALP.](#)

4.º TRIMESTRE 2023

**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
<b>Allianz</b>	-	-	-	Aa2	Estável	26/11/2023	AA	Estável	26/06/2023
<b>EDP</b>	BBB	Estável	12/05/2021	Baa2	Estável	11/05/2023	BBB	Estável	03/04/2023
<b>Floene</b>	-	-	-	-	-	-	BBB-	Estável	12/06/2023
<b>Galp</b>	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>REN</b>	BBB	Estável	21/11/2023	Baa2	Estável	22/12/2023	BBB	Estável	23/09/2023

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