

1 ENQUADRAMENTO

O presente boletim pretende apoiar a compreensão do comportamento das 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 reguladas¹, assim como na evolução das *yields*² das OT, às quais estão parcialmente indexadas as taxas de remuneração dos ativos regulados dos setores elétrico e do gás.

No primeiro trimestre de 2026 já são visíveis os efeitos da instabilidade geopolítica no Médio Oriente, cujo impacto nos mercados energéticos e nas cadeias de valor globais tem agravado os riscos macroeconómicos e financeiros. Esta conjuntura tem pressionado a subida dos preços das matérias-primas e, por conseguinte, ameaçado acelerar o crescimento dos preços além do *target* do BCE (2%).

DESTAQUES

- No 1.º trimestre de 2026, **o conflito geopolítico no Médio Oriente fez aumentar significativamente as taxas Euribor, as *yields* das obrigações nacionais e empresariais e as perspectivas de inflação de curto prazo.**
- **Pese embora a incerteza atual, no 1.º trimestre de 2026, 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 mantêm-se, respetivamente, em 2,00%, 2,15% e 2,40%.
- No final do 1.º trimestre de 2026, **as taxas de inflação da zona euro e de Portugal** registaram uma variação média anual de **1,92% e 2,10%**, respetivamente. No entanto, perspetiva-se um aumento dos preços em 2026 superior ao *target* do BCE, que já se refletiu na subida da taxa homóloga do mês de março para 2,7%.
- No final do 1.º trimestre de 2026, as taxas Euribor **a 3,6e12 meses** registaram uma tendência de forte aumento e fixaram-se em valores de **2,079%, 2,475% e 2,870%**
- **As *yields* das OT a dois e a 10 anos dos países europeus aumentaram expressivamente no final do 1.º trimestre de 2026.** O conflito geopolítico no Médio Oriente afetou, de forma transversal, as *yields* das obrigações dos países da zona euro independentemente dos prazos de maturidade.
- A S&P subiu o rating da REN para 'BBB+' destacando a robustez do enquadramento regulatório do ORT, com especial ênfase na taxa de remuneração inicial de 6,19% definida para o período de regulação 2026-2029 do setor elétrico.

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

² Taxa de retorno que investidor recebe ao deter esse ativo.

1.º TRIMESTRE 2026

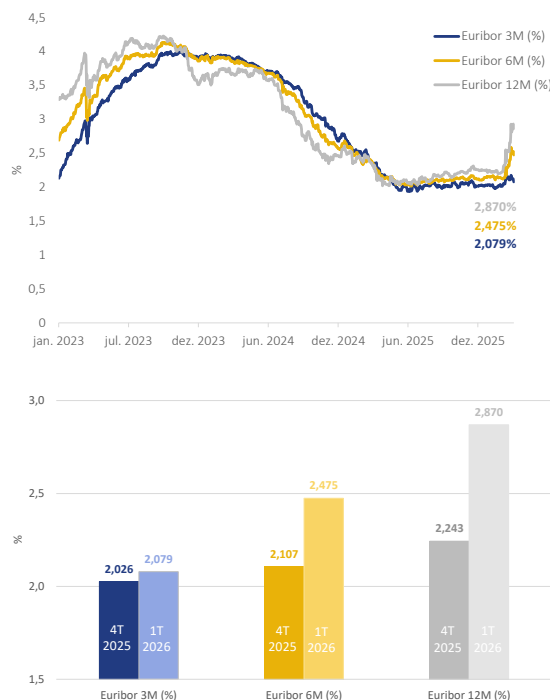
2 EVOLUÇÃO DOS INDICADORES FINANCEIROS

TAXAS EURIBOR

As taxas interbancárias da zona euro registaram, no 1.º trimestre de 2026, um aumento significativo, em resultado do conflito geopolítico no Médio Oriente que pressiona em alta a taxa de inflação e, por conseguinte, as taxas de juro diretoras do BCE. Conforme ilustrado na Figura 2-1, no final do 1.º trimestre de 2026, as taxas Euribor a 3, 6 e 12 meses situaram-se em 2,079%, 2,475% e 2,870%, respetivamente. No final do 4.º trimestre de 2025, tinham-se fixado em 2,026%, 2,107% e 2,243%, respetivamente.

Na sua última reunião³, o Conselho do BCE manteve inalteradas as suas taxas de juro diretoras. O Conselho do BCE afirmou que, atualmente, as expectativas de inflação a mais longo prazo se mantêm em torno do objetivo de 2%. No entanto, os elevados preços dos produtos energéticos continuam a exercer um impacto significativo na inflação a curto prazo.

Figura 2-1 - Taxas Euribor a 3, 6 e 12 meses⁴



Fonte: ERSE, Bloomberg.

A Figura 2-2 enquadra a evolução das taxas Euribor a 1 e 12 meses em função da política monetária, que se encontra representada pela taxa de juro de refinanciamento do BCE⁵ e pela taxa de juro da facilidade de depósito.

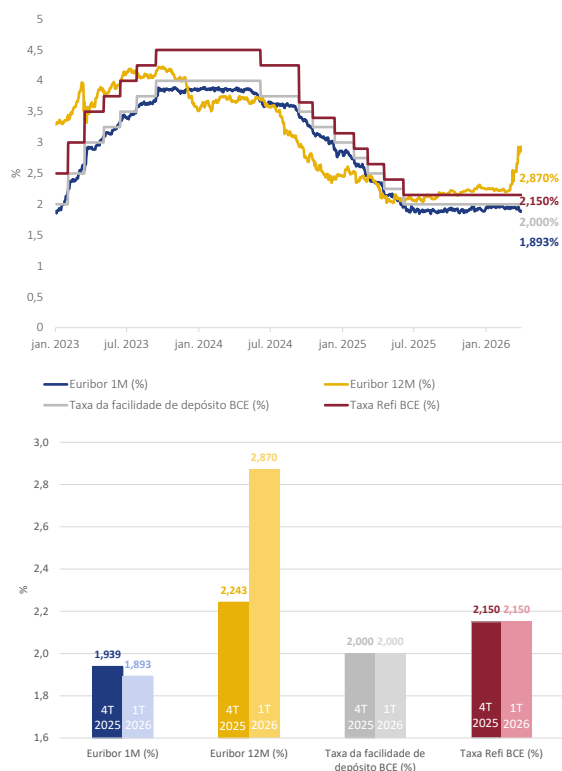
³ [Decisões de Política Monetária - 19 de março de 2026 - BCE](#)

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

⁵ Taxa de juro do BCE aplicável às operações principais de refinanciamento do Eurosistema.

1.º TRIMESTRE 2026

Figura 2-2 - Taxas *refi* e da facilidade de depósito do BCE e taxas Euribor a 1 e 12 meses⁶



Fonte: ERSE, Bloomberg.

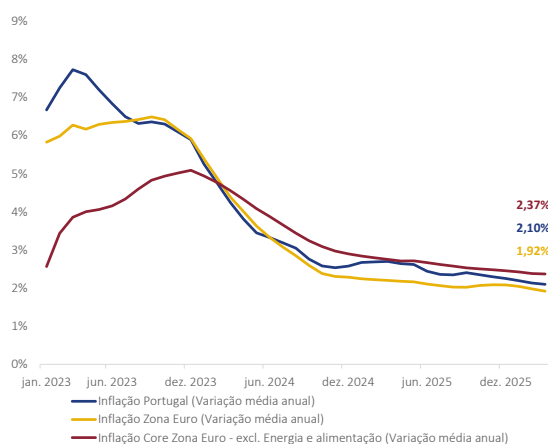
De acordo com as projeções de referência do BCE⁷, a inflação global na zona euro será, em média, de 2,6% em 2026, 2,0% em 2027 e 2,1% em 2028. A evolução histórica das decisões de política monetária e respetivas taxas de juro diretoras estão apresentadas nos anteriores boletins⁸.

Na

Figura 2-3 observa-se que, em 2025, as taxas de variação média anual da inflação de Portugal e da zona euro permaneceram alinhadas com o objetivo de médio prazo do BCE. No entanto, à

semelhança do BCE, o BdP⁹ afirmou que o crescimento dos preços deverá acelerar em 2026, prevendo-se um abrandamento em 2027. Esta evolução depende, contudo, da estabilização do conflito no Médio Oriente.

Figura 2-3 - Taxas de inflação em Portugal e na zona euro



Fonte: ERSE, Bloomberg.

Neste contexto, o índice de preços no consumidor registou uma variação homóloga mensal de 2,7% em março de 2026, acelerando 0,6 p.p. face ao mês precedente. Este incremento deve-se, quase exclusivamente, ao impacto do aumento dos preços dos combustíveis¹⁰.

YIELDS DAS OBRIGAÇÕES SOBERANAS

As *yields* das OT 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 a 10 anos e das *Bunds*¹¹ para a mesma maturidade,

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

⁷ [Projeções Macroeconómicas - março de 2026 - BCE](#)

⁸ [Boletim de Indicadores Financeiros - ERSE](#)

⁹ [Boletim Económico - março de 2026 - BdP](#)

¹⁰ [Índice de preços no consumidor - abril de 2026 - INE](#)

¹¹ *Bunds*, obrigações emitidas pela República Federal alemã.

1.º TRIMESTRE 2026

assinalando-se, igualmente, as alterações de notação de *rating* da dívida portuguesa e de outros fatores determinantes para a evolução das *yields* das obrigações ocorridos a partir de janeiro de 2024.

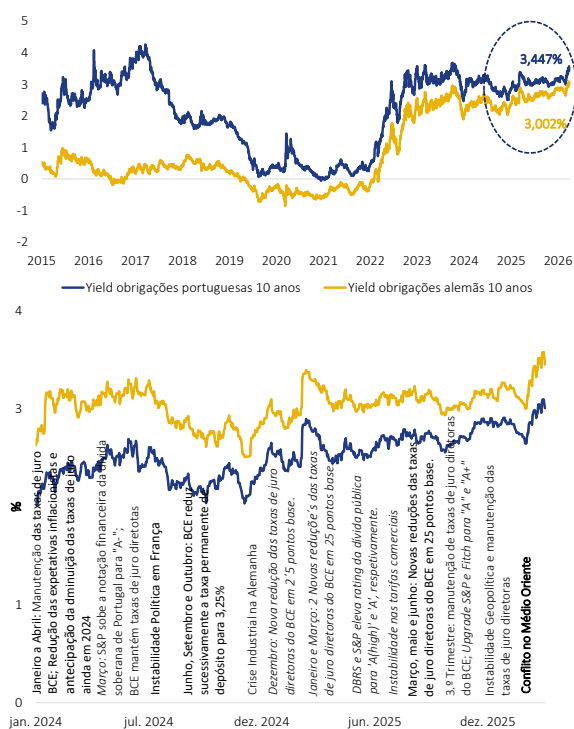
O 1.º trimestre de 2026 foi marcado por um aumento significativo das *yields* das obrigações portuguesas e alemãs, consequência do conflito geopolítico no Médio Oriente. Verifica-se que o impacto é semelhante entre países, o que sugere que o ajustamento das *yields* deriva de um choque externo e transversal, e não sinaliza uma deterioração da confiança específica dos investidores na resiliência da economia portuguesa.

O valor de fecho das *yields* das OT portuguesas, a 31 de março de 2026, foi de 3,447%, substancialmente acima do valor de fecho do 4.º trimestre de 2025 (3,146%).

Durante o 1.º trimestre de 2026, as principais agências de notação financeira atualizaram a sua análise sobre a dívida pública portuguesa. A DBRS (16 de janeiro) reiterou o **rating em ‘A (high)’** com perspetiva estável, ao passo que a Fitch (6 de março) e a S&P (27 de fevereiro) **mantiveram os níveis de ‘A’ e ‘A+’**, respetivamente, sublinhando ambas uma trajetória de evolução favorável. Este *outlook* positivo é justificado pela contínua redução do rácio da dívida pública face ao PIB e pela manutenção de excedentes orçamentais, que conferem ao país uma almofada financeira para enfrentar riscos macroeconómicos e financeiros. Adicionalmente, as agências referem que futuras revisões em alta da notação de risco dependem de provas consistentes de resiliência da economia nacional perante choques externos.

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.

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

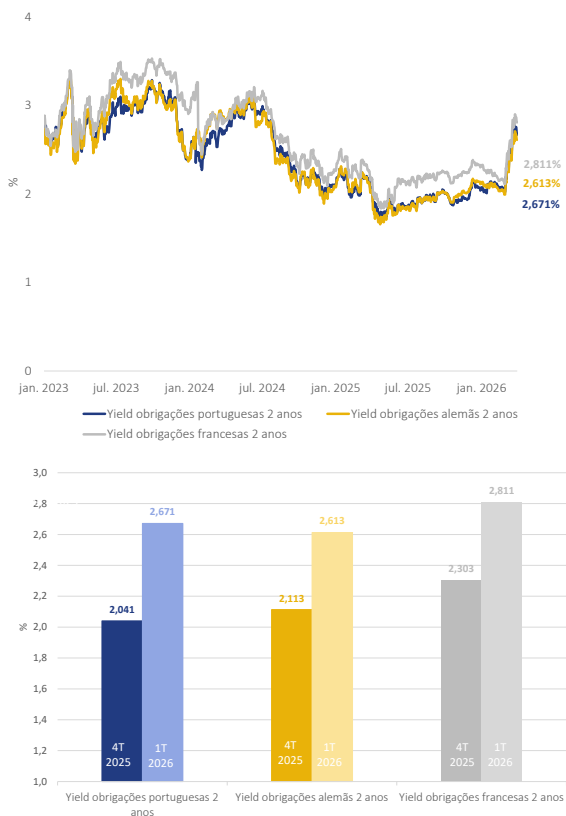


Fonte: ERSE, Bloomberg, IGCP

O 1.º trimestre de 2026 caracteriza-se pela manutenção do reduzido diferencial entre as *yields* de curto prazo, num contexto de aumento expressivo das *yields* das OT a dois anos nos países da zona euro. No entanto, o incremento das *yields* das OT a dois anos em Portugal revelou-se ligeiramente mais acentuado do que o verificado na Alemanha e em França.

1.º TRIMESTRE 2026

Figura 2-5 - Yields das obrigações a dois anos¹²



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 incorridos 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*¹³.

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)¹⁴.

Figura 2-6 - Yields das obrigações a dois anos de Portugal, Euribor a 12 meses e yields de obrigações de curto prazo da ALLIANZ, EDP, FLOENE e REN



Fonte: ERSE, Bloomberg.

Verifica-se que as *yields* das obrigações empresariais foram igualmente afetadas pelos recentes eventos geopolíticos. A partir de março de 2026, as *yields* das obrigações subiram acentuadamente, de forma transversal a todas as empresas, em linha com a Euribor a 12 meses e as *yields* das obrigações do tesouro a dois anos.

Deste modo, os valores mínimos e máximos do custo marginal de financiamento nas empresas analisadas, situaram-se entre 2,79%, da Allianz

¹² Os valores apresentados na segunda figura correspondem aos últimos valores observados no final do trimestre a que respeita este boletim.

¹³ Margem que reflete as condições de financiamento de curto prazo das empresas reguladas.

¹⁴ 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.

1.º TRIMESTRE 2026

(maturidade em dezembro de 2027), e os 3,70%, 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 das detentoras do seu capital, situou-se no final do 1.º trimestre de 2026, entre -0,08 p.p. (face à ALLIANZ) e 0,83 p.p. (relativamente à obrigação da Floene). No trimestre anterior, os diferenciais situavam-se entre os 0,01 p.p. e os 0,75 p.p. A Figura 2-7 apresenta a evolução do diferencial entre as *yields* das obrigações empresariais e a Euribor a 12 meses entre o 4.º trimestre de 2025 e o 1.º trimestre de 2026.

Face às OT a dois anos verifica-se um diferencial mínimo de 0,12p.p. (Allianz) e máximo de 1,03p.p. (Floene), a 31 de março de 2026.

Figura 2-7 – Evolução do *spread* entre as *yields* das obrigações empresariais e a Euribor a 12 meses



No 1.º trimestre de 2026, o principal destaque no *rating* de crédito das empresas nacionais do setor energético foi a subida do *rating* da REN,

por parte da S&P¹⁵, para 'BBB+', com *outlook* estável. A agência justificou a decisão com a solidez do quadro regulatório português, que é visto como previsível e favorável ao investimento.

No centro desta avaliação positiva está o novo período de regulação iniciado em janeiro de 2026. A REN dispõe agora de uma **Taxa de Remuneração (RoR) nominal de 6,19%**, indexada às obrigações do Tesouro a 10 anos, um valor superior ao de congéneres em França ou nos Países Baixos. Além disso, o sistema prevê prémios de remuneração para ativos a custos de referência anteriores a 2022 e incentivos à eficiência que podem elevar a rentabilidade real até 100 pontos base anuais. A metodologia TOTEX¹⁶ aplicada pelo regulador português permite que a Base de Ativos Regulados (RAB) incorpore investimentos pré aprovados para os quatro anos seguintes.

Outro fator determinante foi a **mudança nas políticas fiscais**. A Lei do Orçamento de Estado para 2026 eliminou a Contribuição Extraordinária sobre o Setor Energético (CESE) para os ativos do setor do gás e para novos ativos das infraestruturas de redes do setor elétrico¹⁷ (com expectativa de extinção total na eletricidade até 2028). Esta redução da pressão fiscal deverá gerar uma poupança significativa, melhorando os *cash flows* das empresas.

A agência destaca ainda que o perfil de risco empresarial da REN mantém-se sustentado pela sua **posição de monopólio como único operador de infraestruturas de transporte de eletricidade**

¹⁵ [S&P sobe rating da REN para 'BBB+' - fevereiro de 2026 - S&P](#)

¹⁶ Do inglês Total Expenditure, que procura apresentar o mesmo nível de exigência para os gastos de exploração e gastos com os investimentos.

¹⁷ Lei n.º 73-A/2025, 30 de dezembro, alterou o artigo 3.º do regime da CESE. Desta forma, as concessionárias das

atividades de transporte, de distribuição ou de armazenamento subterrâneo de gás natural deixam de estar sujeitas à CESE, bem como, os ativos afetos à exploração de rede de transportes e distribuição de energia elétrica, adquiridos a partir de janeiro de 2026.

1.º TRIMESTRE 2026

e gás em Portugal, com um foco crescente na energia elétrica (cerca de 1,3 mil milhões de euros serão investidos até 2028 na rede elétrica), prevendo-se que a **RAB da eletricidade cresça 15%, compensando o declínio gradual de 10% na RAB do gás.**

O Quadro 2-1 resume os *long-term ratings* (superior a um ano), os *outlooks* e a data da última revisão atribuída pelas principais agências de notação financeira às empresas energéticas nacionais¹⁸, à Allianz e à RAM¹⁹.

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	29/10/2025	AA	Estável	11/04/2025
EDA	-	-	-	Ba1	Estável	07/10/2024	-	-	-
EDP	BBB	Estável	10/06/2025	Baa2	Estável	23/04/2025	BBB	Estável	11/12/2025
Floene	-	-	-	-	-	-	BBB-	Estável	28/05/2025
RAM	BBB+	Estável	10/10/2025	Baa3	Estável	24/05/2025	BBB-	-	05/08/2025
REN	BBB	Estável	05/09/2024	Baa2	Estável	22/12/2023	BBB+	Estável	02/02/2026



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

Quanto aos *ratings* analisados em trimestres anteriores, recorde-se:

- No caso da EDP, a Fitch²⁰, a 11 de dezembro de 2025, manteve a classificação de “BBB” à qualidade do crédito de longo prazo da empresa. A melhoria esperada dos indicadores financeiros, o plano estratégico da empresa para o período 2026–2028, assente num crescimento moderado impulsionado pelas energias renováveis, bem como a redução da dívida líquida suportada por rotação de ativos, desinvestimentos e financiamento via *tax equity*, sustentam a manutenção da notação de crédito. No entanto, existe risco relevante associado à concretização destes *upsides* que limita a revisão em alta da notação da empresa. Por último, a agência considera que o segmento de redes continuará a representar cerca de 30% do EBITDA da EDP ao longo do plano 2026–2028, sendo um pilar importante da estabilidade do perfil de negócio.
- A Allianz²¹ manteve uma classificação atribuída pela Moody's de “Aa2”, a 29 de outubro de 2025. A Moody's destaca que o perfil de crédito da Allianz reflete a reputação forte do grupo, bem como a sua diversificação de negócio e geográfica (no qual se inclui a Floene) e rentabilidade muito forte e estável. Estes pontos são parcialmente compensados pela elevada exposição ao

¹⁸ Atualmente, a Galp não está notada pelas agências de rating.

¹⁹ Não sendo publicados rating da EEM, apresenta-se o rating da Região Autónoma da Madeira, proprietária da

EEM, como avaliação do contexto onde as atividades desta empresa são desenvolvidas.

²⁰ [Rating - EDP - Fitch](#)

²¹ [Rating - Allianz](#)

risco dos ativos, que têm potencial para pressionar os resultados e a capitalização do grupo²².

- **No caso da RAM²³, a Fitch renovou o rating da Região, a 10 de outubro de 2025, de “BBB+”²⁴.** As decisões de melhoria ou manutenção dos *ratings* da RAM por parte das agências têm refletido a robustez orçamental e o crescimento económico da região, em particular no setor do turismo.

A evolução dos *ratings* pode ser consultada com maior detalhe nas anteriores edições do boletim⁸.

SIGLAS

BCE	– Banco Central Europeu
BdP	– Banco de Portugal
Bunds	– Obrigações da República Federal Alemã
CFP	– Conselho das Finanças Públicas
DEE	– Distribuição de Energia Elétrica
EDA	– Eletricidade dos Açores
EEM	– Empresa de Eletricidade da Madeira
FMI	– Fundo Monetário Internacional
IGCP	– Agência de Gestão da Tesouraria e da Dívida Pública
OT	– Obrigações do Tesouro da República Portuguesa
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.

²² [Rating - Allianz - Moody's](#)

²³ Não sendo publicados *rating* da EEM, apresenta-se o *rating* da Região Autónoma da Madeira, proprietária da

EEM, como avaliação do contexto onde as atividades desta empresa são desenvolvidas.

²⁴ [Rating RAM - Fitch](#)