



janeiro | 2026

(com informação até final de dezembro de 2025)

## 1 ENQUADRAMENTO

O presente boletim pretende ser uma ferramenta para melhor compreender o 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 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 de estabilidade macroeconómica, financeira e de crescimento de preços, comparativamente ao verificado no 1.º semestre de 2025. Pese embora esta evolução positiva, subsistem riscos relacionados com a incerteza geopolítica e comercial prolongada.

### DESTAQUES

- No 4.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 4.º trimestre de 2025, as taxas de inflação da zona euro e de Portugal estabilizaram** e registaram uma variação média anual de 2,08% e 2,25%, respetivamente.
- Ao longo do 4.º trimestre de 2025, as taxas Euribor a 6 e a 12 meses** registaram uma tendência de ligeiro crescimento e fixaram-se em valores de 2,107% e 2,243%, enquanto a taxa Euribor a 3 meses desceu ligeiramente para 2,026%.
- As yields das OT a 10 anos dos países europeus cresceram ligeiramente no 4.º trimestre de 2025.** A menor pressão para cortar as taxas de juro diretoras por parte do BCE, face à estabilização da inflação em valores próximos do target e à crescente incerteza geo-económica e no comércio internacional, pressiona em alta as yields de longo prazo.

## 2 EVOLUÇÃO DOS INDICADORES FINANCEIROS

### TAXAS EURIBOR

As taxas interbancárias da zona euro registaram, no último trimestre de 2025, comportamentos distintos face ao trimestre anterior. Conforme ilustrado na Figura 2-1, **no final do 4.º trimestre de 2025, as taxas Euribor a 3, 6 e 12 meses situaram-se em 2,026%, 2,107% e 2,243%, respetivamente.**

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



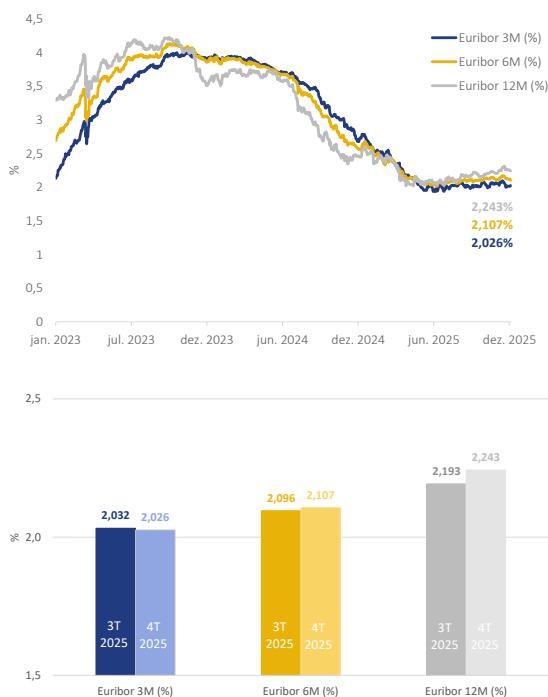
**4.º TRIMESTRE 2025**

Comparativamente ao final do **3.º trimestre de 2025**, em que se fixaram em **2,032%**, **2,096%** e **2,193%**, observa-se uma **ligeira diminuição da taxa Euribor a 3 meses**, enquanto as taxas a **6 e 12 meses aumentaram moderadamente**.

Na sua 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.

De acordo com o BCE, a **inflação global deverá ser, em média, de 2,1% em 2025 e 1,9% em 2026, diminuindo posteriormente para 1,8% em 2027**.

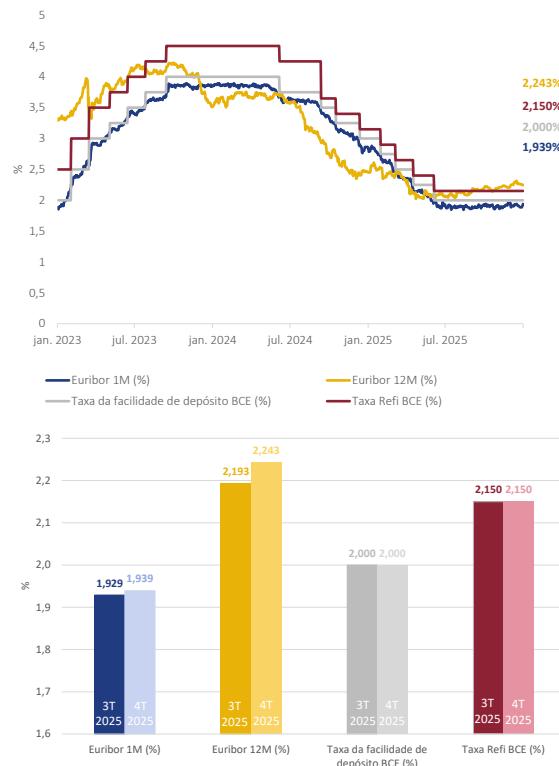
**Figura 2-1 - Taxas Euribor a 3, 6 e 12 meses<sup>3</sup>**



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>4</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>5</sup>**



Fonte: ERSE, Bloomberg.

No **4.º trimestre de 2025**, o BCE<sup>6</sup> manteve inalteradas as taxas de juro diretoras. O BCE considera que o atual nível das taxas permite assegurar que a inflação estabiliza no seu objetivo de 2% a médio prazo. A evolução histórica das decisões de política monetária e

<sup>2</sup> [Decisões de Política Monetária - 18 de dezembro de 2025 - BCE](#)

<sup>3</sup> Os valores apresentados na segunda figura correspondem aos últimos valores observados no final do trimestre indicado.

<sup>4</sup> Taxa de juro do BCE aplicável às operações principais de refinanciamento do Eurosistema.

<sup>5</sup> Os valores apresentados na segunda figura correspondem aos últimos valores observados no final do trimestre indicado.

<sup>6</sup> [Decisões de Política Monetária - BCE - 18 de dezembro de 2025](#)

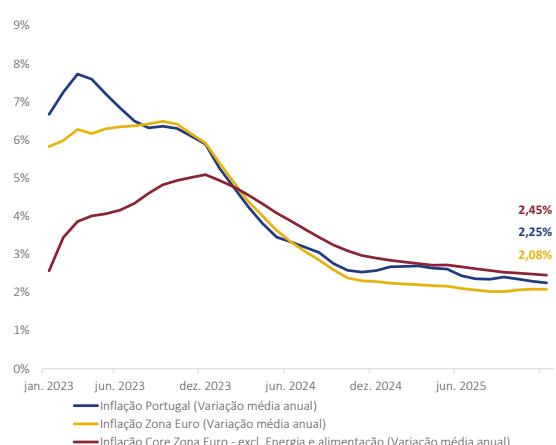


**4.º TRIMESTRE 2025**

respetivas taxas de juro diretoras estão apresentadas nos anteriores boletins<sup>7</sup>.

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. 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.

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



Fonte: ERSE, Bloomberg.

De acordo com o BdP<sup>8</sup>, a inflação nacional deverá estabilizar em torno de 2%, permanecendo o diferencial de inflação face à área do euro próximo de zero. O BdP prevê que a redução da pressão inflacionista associada aos custos laborais é contrabalançada pelo aumento dos preços das importações.

**YIELDS DAS OBRIGAÇÕES SOBERANAS**

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 2024.

O ano de 2025 foi caracterizado por um ligeiro aumento das *yields* das OT, acompanhado de **alguma volatilidade**. Esta tendência é consequência da incerteza relacionada com as tarifas comerciais<sup>9</sup>, de preocupações com a situação orçamental alemã<sup>9</sup>, da persistência da inflação em valores ligeiramente acima do *target* do BCE<sup>10</sup> e pela incerteza geoeconómica<sup>11</sup>.

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>12</sup> observado durante o período da

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

<sup>8</sup> [BdP - Boletim Económico - Dezembro de 2025](#)

<sup>9</sup> [CNBC - Tarifas comerciais e mudança de paradigma na política orçamental alemã, março de 2025](#)

<sup>10</sup> [Reuters - Inflação na Alemanha sobe e atinge máximos desde fevereiro, setembro de 2025](#)

<sup>11</sup> [BCE - Estabilidade financeira, incerteza geoeconómica e tarifas comerciais](#)

<sup>12</sup> [Pordata - Dívida Pública - 2025](#)

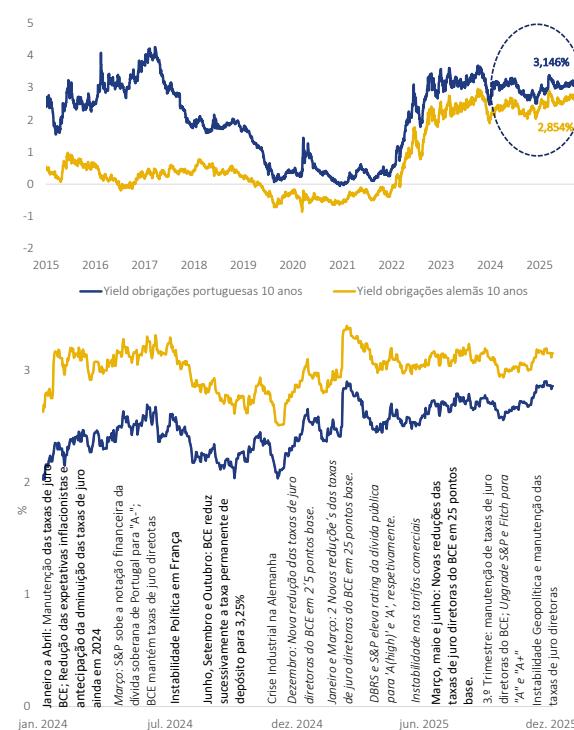


**4.º TRIMESTRE 2025**

crise pandémica. Adicionalmente, o FMI<sup>13</sup> prevê que este valor fique abaixo dos 80% a partir de 2029

O valor de fecho das *yields* das OT portuguesas, a 31 de dezembro de 2025, foi de 3,246%, ligeiramente acima do valor de fecho do 3.º trimestre (3,113%).

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



Fonte: ERSE, Bloomberg, IGCP

No 4.º trimestre de 2025 não ocorreram revisões do *rating* da dívida soberana portuguesa. No 3.º trimestre de 2025, a Fitch subiu o *rating* para "A"<sup>14</sup>, enquanto no caso da S&P<sup>15</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 entidade destacou 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 4.º trimestre de 2025 caracteriza-se pela manutenção do reduzido diferencial entre as *yields* de curto prazo, num contexto de ligeiro aumento das *yields* das OT a 2 anos nos países da zona euro.

A incerteza política e orçamental vivida em França durante o ano de 2025 colocou pressão nas suas *yields* de curto prazo, o que justificou o spread mais elevado comparativamente às *yields* portuguesas e às alemãs.

<sup>13</sup> [FMI/CFP - Projeções macroeconómicas - dezembro de 2025](#)

<sup>14</sup> [Fitch sobe rating de Portugal para "A" - Fitch - agosto de 2025](#)

<sup>15</sup> [S&P eleva rating de Portugal para A+ - Portugal.gov - agosto de 2025](#)



4.º TRIMESTRE 2025

Figura 2-5 - *Yields* das obrigações a 2 anos<sup>16</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 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*.

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>17</sup>.

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 4.º trimestre de 2025, inverteram a tendência de ligeira redução que se vinha a observar e registaram uma ligeira subida no último trimestre de 2025. Contudo, o ano de 2025 caracterizou-se por *yields* empresariais estáveis, comparativamente com 2023 e 2024, situando-se entre 2% e 3,5%.

A 30 de setembro de 2025, os valores máximos e mínimos do custo marginal de financiamento

<sup>16</sup> Os valores apresentados na segunda figura correspondem aos últimos valores observados no final do trimestre a que respeita este boletim.

<sup>17</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.



observados nas empresas analisadas, situaram-se entre 2,15%, da Allianz (maturidade em dezembro de 2027), e os 2,93%, da Floene (maturidade em julho de 2028). No fecho do 4.º trimestre, estas obrigações continuavam a representar o valor mínimo e máximo das *yields* das obrigações selecionadas, mas no intervalo entre 2,25% (Allianz) e 2,99% (Floene).

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 4.º trimestre de 2025, entre 0,01 p.p. (face à ALLIANZ) e 0,75 p.p. (relativamente à obrigação da Floene). No trimestre anterior, este diferencial mínimo situava-se entre os -0,04 p.p. e os 0,74 p.p.

**No 4.º trimestre de 2025, não houve alterações no rating de crédito das empresas nacionais do setor energético.** No entanto, no caso da EDP, da Allianz e da RAM<sup>18</sup>, registou-se a reafirmação das respetivas notações financeiras: “BBB”, atribuída pela Fitch, “Aa2”, pela Moody’s, e “BBB+”, também pela Fitch. 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	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	06/09/2024

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

Quanto aos *ratings* reafirmados no 4.º trimestre de 2025, realça-se:

- No caso da EDP, a Fitch<sup>19</sup>, 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. 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.

<sup>18</sup>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.

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



- A Allianz<sup>20</sup> 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 risco dos ativos, que têm potencial para pressionar os resultados e a capitalização do grupo<sup>21</sup>.
- No caso da RAM, a Fitch renovou o rating da Região, a 10 de outubro de 2025, de "BBB+"<sup>22</sup>. 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 histórica dos ratings pode ser consultada com maior detalhe nas anteriores edições do boletim<sup>7</sup>.

#### 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.

#### SIGLAS

- BCE – Banco Central Europeu  
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  
RAM – Região Autónoma da Madeira  
RoR – Rate of Return  
S&P – Standard & Poor's  
TEE- Transporte de Energia Elétrica

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

<sup>21</sup> [Rating - Allianz - Moody's](#)

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