

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 reguladas¹, assim como na evolução da *yield* das obrigações do tesouro (OT) nacionais, indexante das taxas de remuneração dos ativos regulados dos setores elétrico e do gás.

Este boletim é elaborado num contexto de instabilidade geopolítica e comercial, suscetível de influenciar de forma significativa a evolução das *yields* das OT, dos títulos corporativos e do crescimento económico.

Os Estados Unidos mantêm uma política comercial imprevisível, com tendência para aumentar as tarifas sobre bens importados, com tensões no comércio global.

A nível da zona euro, destaca-se o aliviar das condições financeiras através da redução das taxas de juro diretoras do BCE, ao mesmo tempo que as economias dos países da moeda única registam uma aceleração superior à das expectativas dos agentes e do próprio BCE.

No plano da inflação, esta deve manter-se ao longo de 2025 em torno dos 2%, objetivo de médio prazo do BCE, na zona euro e em Portugal.

DESTAQUES

- **No 2.º trimestre de 2025, o BCE reduziu, em duas ocasiões, as taxas de juro diretoras em 25 pontos base.** Após esta redução de 50 pontos base, o BCE considera que a inflação global está coerente com o objetivo de médio prazo (2%).
- No final do 2.º trimestre de 2025, **as taxas de inflação da zona euro e de Portugal estabilizaram** e registaram uma variação média anual de 2,10% e 2,44%, respetivamente.
- No final do 2.º trimestre de 2025, registaram-se valores de **1,944%, 2,049% e 2,072% nas taxas Euribor a 3, 6 e 12 meses**, respetivamente.
- **As *yields* das OT a 10 anos dos países europeus apresentaram uma elevada volatilidade no 2.º trimestre de 2025**, sem, no entanto, terem uma tendência definida. Tensões geopolíticas, tendência económica indefinida na zona euro e incerteza em futuras subidas ou descidas das taxas de juro, justificaram esta evolução.

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

2.º TRIMESTRE 2025

2 EVOLUÇÃO DOS INDICADORES FINANCEIROS

TAXAS EURIBOR

As taxas interbancárias da zona euro mantiveram a tendência de ligeira redução ao longo do 2.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%). Adicionalmente, as taxas Euribor de prazo mais longo voltaram a situar-se acima das de prazo mais curto, o que representa uma inversão do se verificou entre o 3.º trimestre de 2023 e o 1.º trimestre de 2025.

Deste modo, e tal como ilustrado na Figura 2-1, as taxas Euribor a 3, 6 e 12 meses registaram valores de, respetivamente, 1,944%, 2,049% e 2,072%, no final do 2.º trimestre de 2025, o que representa uma diminuição, face às verificadas no final do 1.º trimestre de 2025 de 2,336%, 2,336% e 2,306%, respetivamente.

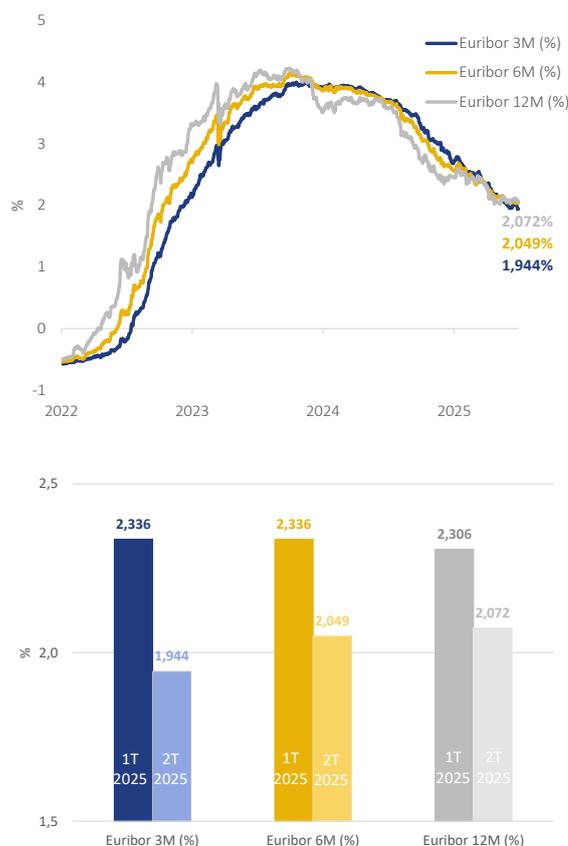
Na última reunião², o Conselho do BCE afirmou que, atualmente, a inflação situa-se em torno do objetivo de médio prazo de 2%, e perspetiva-se que se mantenha próxima ou ligeiramente abaixo deste limiar em 2026 e 2027.

Apesar do BCE prever que a incerteza em torno das políticas comerciais irá continuar a penalizar o investimento das empresas e as exportações, especialmente a curto prazo, esta entidade considera que o reforço do investimento público, em áreas como a defesa e as infraestruturas, deverá contribuir de forma acentuada para o crescimento económico a médio prazo.

Adicionalmente, o aumento dos rendimentos reais e a robustez do mercado de trabalho permitirão às famílias manter ou até reforçar os seus níveis de consumo. Com condições de financiamento mais favoráveis, a economia deverá tornar-se mais resistente a eventuais choques externos.

Contudo, o BCE considera que uma nova escalada das tensões comerciais nos próximos meses poderia fazer com que, tanto o crescimento, como a inflação ficassem abaixo das projeções de base. Em sentido oposto, uma resolução favorável dessas tensões levaria a um maior crescimento económico e a mais inflação.

Figura 2-1 - Taxas Euribor a 3, 6 e 12 meses³



Fonte: ERSE, Bloomberg.

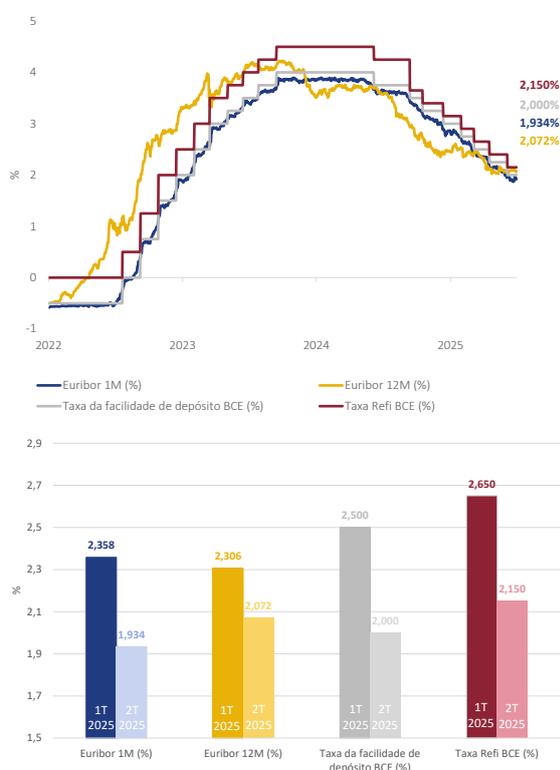
² [Decisões de Política Monetária - 5 de junho de 2025 - BCE](#)

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

2.º TRIMESTRE 2025

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 BCE⁴ 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 meses⁵



Fonte: ERSE, Bloomberg.

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

- o seu forte crescimento, 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 2023, refletiu, numa primeira fase, a antecipação dos agentes na redução das taxas de juro diretas e, numa segunda fase, a concretização dessa redução.

Tal como mencionado nos anteriores boletins⁶, 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 diretas.

Do 3.º trimestre de 2022 até ao 3.º trimestre de 2023, verificaram-se 10 aumentos de taxas de juro diretas 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 diretas mantiveram-se inalteradas. A partir do 3.º trimestre de 2024, o BCE iniciou uma **redução gradual das taxas de juro diretas, 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 2024⁷, as três taxas diretas foram reduzidas em 25

⁴ Taxa de juro do BCE aplicável às operações principais de refinanciamento do Eurosistema.

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

⁶ [Boletim de Indicadores Financeiros - ERSE](#)

⁷ [Decisões de Política Monetária - 6 de junho de 2024 -BCE](#)

pontos base. Nos meses seguintes, o BCE^{8,9,10} prosseguiu com cortes graduais, e no final do ano de 2024 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 voltou a reduzir estas taxas em quatro ocasiões (duas das quais no 2.º trimestre^{11 12}), em cortes de 25 pontos base, **fazendo com que, no final do segundo trimestre de 2025, as taxas aplicáveis se fixassem em 2,00%** (taxa de juro da facilidade permanente de depósito), **2,15%** (taxa das operações principais de refinanciamento) e **2,40%** (taxa da facilidade permanente de cedência de liquidez).

De acordo com o BdP¹³, os mercados financeiros esperam que o BCE reduza ainda mais as taxas diretoras na segunda metade do ano 2025, para valores que se situem no intervalo estimado para a taxa de juro natural de longo prazo¹⁴, que atualmente se situa entre os -0,5% e os 1%.

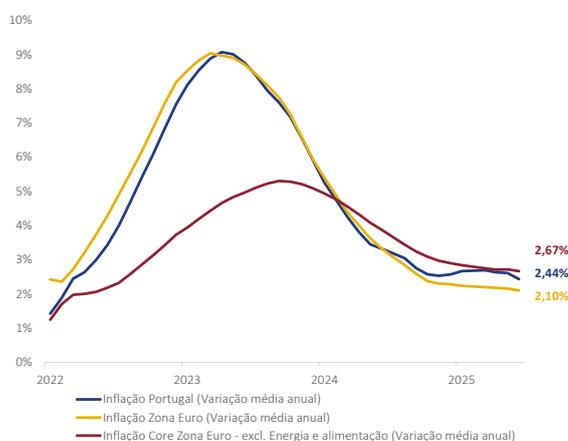
Na Figura 2-3 observa-se que, **atualmente, as taxas de variação média anual da inflação de Portugal e da zona euro encontram-se alinhadas com o objetivo de médio prazo do BCE.**

De acordo com a autoridade monetária, o crescimento dos salários na zona euro ainda é elevado, mas continua a registar uma moderação notória. Em sentido contrário, os lucros encontram-se a descer, o que amortece, parcialmente, o impacto dos salários na inflação. O BCE considera ainda que, no curto prazo, o alívio nos preços dos produtos energéticos e a valorização do euro irão ter um

impacto na redução da taxa de crescimento dos preços.

Por motivos semelhantes aos apresentados pelo BCE, o BdP¹³ **projeta uma redução da inflação para 1,9% em 2025 e que esta deve situar-se em 1,8% em 2026 e 1,9% em 2027.**

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

⁸ [Decisões de Política Monetária - 12 de setembro de 2024 - BCE](#)

⁹ [Decisões de Política Monetária - 17 de outubro de 2024 - BCE](#)

¹⁰ [Decisões de Política Monetária - 12 de dezembro de 2024 - BCE](#)

¹¹ [Decisões de Política Monetária - 17 de abril de 2025 - BCE](#)

¹² [Decisões de Política Monetária - 5 de junho de 2025 - BCE](#)

¹³ [Boletim Económico - junho de 2025 - BdP](#)

¹⁴ A taxa de juro natural é definida como a taxa de juro real de curto prazo que é consistente com o produto potencial e a inflação estável no valor do objetivo do banco central.

2.º TRIMESTRE 2025

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.

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.

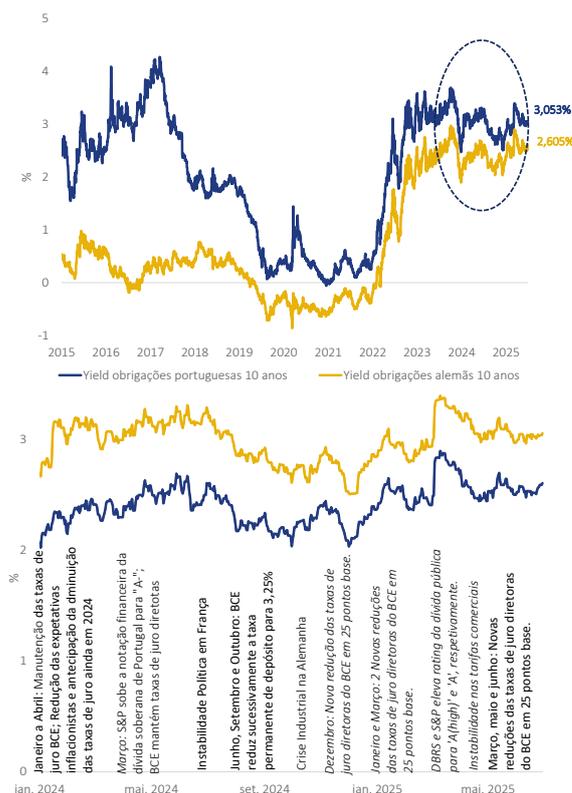
O ano de 2025 tem sido caracterizado por uma tendência de manutenção das *yields* das OT, acompanhada de alguma volatilidade.

Verifica-se que o *spread* entre as *yields* das obrigações portuguesas e alemãs tem vindo a diminuir desde 2018. Esta tendência tem-se mantido em 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 que a dívida pública portuguesa tem observado. Em 2024, a dívida pública portuguesa situou-se nos 94,9%¹³, substancialmente abaixo do valor máximo anual de 134,1%¹⁵ observado durante o período da crise pandémica.

O valor de fecho das *yields* das OT portuguesas, a 30 de junho de 2025, foi de 3,053%, 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 11 de junho de 2025, onde foram colocados cerca de 677 milhões de euros à taxa de juro de 3,003%¹⁶. No 1.º trimestre de 2025,

uma emissão de obrigações de tesouro com a mesma maturidade rendia aos investidores uma taxa de 3,381%.

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



Fonte: ERSE, Bloomberg, IGCP

No 2.º trimestre de 2025 não houve revisões do *rating* da dívida pública portuguesa. Deste modo, recorde-se as duas revisões em alta realizadas pela DBRS e S&P no 1.º trimestre de 2025¹⁷:

- 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, consequência do forte desempenho orçamental. Do lado das

¹⁵ [Dívida Pública - Pordata - 2025](#)

¹⁶ [IGCP - Resultados leilões Obrigações do Tesouro](#)

¹⁷ [Ratings - IGCP - Junho 2025](#)

2.º TRIMESTRE 2025

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.

Deve ser assinalado que, apesar das revisões em alta se terem verificado antes do período de instabilidade política que levou à eleição de um novo governo, não se verificaram subidas das *yields* das OT portuguesas (de curto e longo prazo) ou deterioramento do saldo orçamental que pudesse justificar alterações, em baixa, da posição das agências de notação financeira.

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 2.º trimestre de 2025 caracteriza-se pela manutenção do reduzido diferencial entre as *yields* de curto prazo, num contexto de forte

queda das *yields* das OT a 2 anos nos países da zona euro.

Esta evolução reflete a diminuição da restritividade da política monetária na área euro, após esta ter contribuído para a convergência da inflação para o objetivo de 2%.

Figura 2-5 - *Yields* das obrigações a 2 anos¹⁸



Fonte: ERSE, Bloomberg.

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

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

2.º TRIMESTRE 2025

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). 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.

Observa-se que as *yields* das obrigações empresariais, no 2.º trimestre de 2025, tiveram uma ligeira tendência de diminuição.

A 30 de junho de 2025, os valores máximos e mínimos do custo marginal de financiamento observados nas empresas reguladas ou nas suas *Holdings*, situou-se entre 2,18%, da Allianz

(maturidade em dezembro de 2027), e os 3,10%, 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 2.º trimestre de 2025, entre 0,10 p.p. (face à ALLIANZ) e 1,02 p.p. (relativamente à obrigação da Floene). No trimestre anterior, este diferencial mínimo situava-se entre os 0,09 p.p. e os 1,05 p.p., o que demonstra a estabilidade da evolução das *yields* empresariais face às taxas interbancárias.

No 2.º trimestre de 2025, não houve alterações no *rating* de crédito das empresas nacionais do setor energético (embora tenha existido um aumento na classificação na Região Autónoma da Madeira, que é detalhado abaixo neste boletim). 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	26/09/2023	AA	Estável	11/04/2025
EDA	-	-	-	Ba1	Estável	07/10/2024	-	-	-
EDP	BBB	Estável	10/06/2025	Baa2	Estável	25/04/2024	BBB	Estável	12/06/2024
Floene	-	-	-	-	-	-	BBB-	Estável	28/05/2025
RAM	BBB+	Estável	11/04/2025	Baa3	Estável	24/05/2025	-	-	-
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 Fitch¹⁹, 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.
- No 2.º trimestre de 2025 não houve revisões no *rating* da dívida da REN. Como referido no boletim relativo ao 3.º trimestre de 2024, a S&P e a Fitch mantiveram a avaliação da dívida da REN em “BBB” com perspectiva estável²⁰. 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 Floene²¹ 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 Allianz²² também não teve alterações de notação financeira, mantendo-se com 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 site²³, 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 em “Ba1”²⁴. 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 Moody’s melhorou o *rating* da Região, a 24 de maio de 2025,

¹⁹ [Rating - EDP - Fitch](#)

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

²¹ [Rating – Floene](#) .

²² [Rating - Allianz](#)

²³ [Rating - GALP.](#)

²⁴ [Rating - EDA - Moody's RC 2024](#)

de Ba1 para Baa3²⁵ e reduziu a perspetiva de positiva para estável. A decisão é justificada pelos “fortes resultados operacionais, excedentes financeiros e uma redução substancial do seu encargo de dívida”.

SIGLAS

BCE – Banco Central Europeu

BdP – Banco de Portugal

Bunds – Obrigações da República Federal Alemã

EDA – Eletricidade dos Açores

EEM – Empresa de Eletricidade da Madeira

INE – Instituto Nacional de Estatística

IGCP - Agência de Gestão da Tesouraria e da Dívida Pública

OT – Obrigações do Tesouro

PRR – Plano de Recuperação e Resiliência

RAM – Região Autónoma da Madeira

S&P – Standard & Poor’s

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.

²⁵ [Rating - RAM - Jornal Económico](#)