

SIGLAS

BCE – Banco Central Europeu
BdP – Banco de Portugal
Bunds – Obrigações da República Federal Alemã
DEE - Distribuição de Energia Elétrica
INE – Instituto Nacional de Estatística
IPC – Índice de Preços no Consumidor
IGCP – Agência de Gestão da Tesouraria e da Dívida Pública
IHPC - Índice Harmonizado de Preços no Consumidor
PIB – Produto Interno Bruto
OT – Obrigações do Tesouro
RoR – Rate of Return
S&P – Standard & Poor's
TEE - Transporte de Energia Elétrica
UE – União Europeia

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.

1 ENQUADRAMENTO

O presente boletim procura ser uma ferramenta para melhor compreender as variáveis 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, consideradas no cálculo dos ajustamentos aos proveitos permitidos das atividades reguladas¹, assim como na evolução das *yields* das OT, indexante das taxas de remuneração dos ativos regulados dos setores elétrico e de gás. O 2.º trimestre de 2024 manteve a tendência de desaceleração do aumento do nível de preços na zona euro, conforme medido pelo IHPC. Atualmente, a componente de serviços é a que mais contribui para o aumento do nível de preços, seguida pelo setor alimentar. Por outro lado, os bens industriais e a energia apresentaram variações anuais próximas de zero.

Após em 2023 se ter verificado um crescimento económico de 2,3%², impulsionado pela procura interna e externa, o BdP estima um crescimento económico de 2,0% para 2024. Para 2025 e 2026, o BdP prevê um crescimento da atividade económica portuguesa de 2,1% e 2,3%, respetivamente, variações superiores às previstas para a área do euro. O BdP destaca, para este efeito, as menores pressões externas e internas sobre os preços, o dinamismo do mercado de trabalho, das exportações e do investimento. Adicionalmente, é sublinhada a

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

² [Contas Nacionais Trimestrais 4T 2023 - fevereiro de 2024, INE](#)

capacidade de manutenção de equilíbrios orçamentais no médio prazo. No entanto, são identificados vários riscos, em particular, relacionados com a evolução da política monetária fora da área do euro e da economia chinesa, bem como possíveis agravamentos dos conflitos bélicos.

DESTAQUES

- O BCE decidiu reduzir as três taxas de juro diretoras do BCE em 25 pontos base, face ao abrandamento da inflação e às perspetivas da sua evolução, bem como à força da transmissão da política monetária.
- No final do 2.º trimestre de 2024, as taxas de inflação da zona euro e de Portugal, prosseguiram a tendência de desaceleração, e registaram ambas uma variação média anual de 4,33%.
- No final do 2.º trimestre de 2024, registaram-se valores de 3,711%, 3,682% e 3,578% nas taxas Euribor a 3, 6 e 12 meses, respetivamente.
- Face à incerteza política observada em alguns países europeus, em particular na França, as *yields* das OT dos países europeus observaram uma tendência de ligeiro crescimento no 2.º trimestre de 2024.

2 EVOLUÇÃO DOS INDICADORES FINANCEIROS

TAXAS EURIBOR

No 2.º trimestre de 2024, as taxas de juro Euribor mantiveram a tendência de ligeira redução, em função, principalmente, do abrandamento da taxa de inflação, da redução das taxas de juro

interbancárias e das perspetivas de moderação da restritividade de política monetária. Neste contexto, a diminuição das taxas de juro interbancárias da zona euro foi particularmente notória nos prazos mais longos.

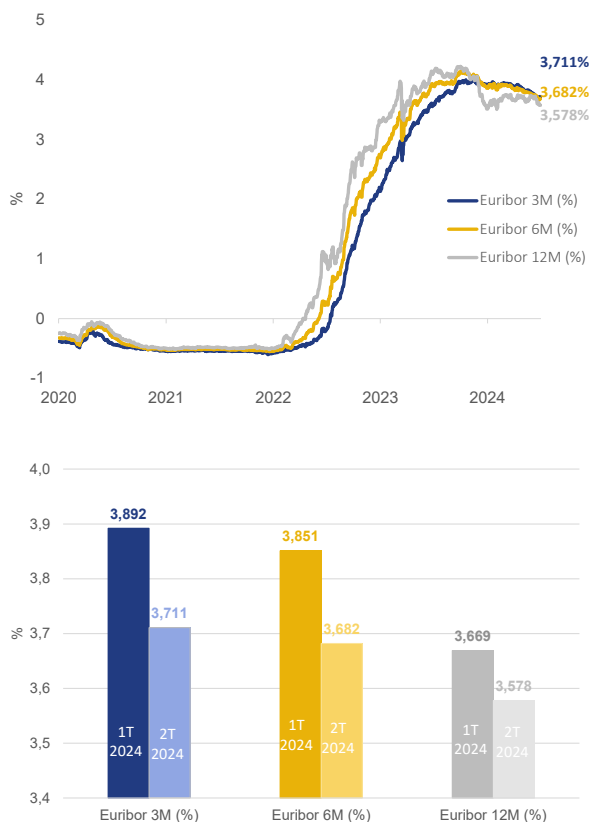
Tal como ilustrado na 2.ª parte da Figura 2-1, as taxas Euribor a 3, 6 e 12 meses registaram, respetivamente, 3,711%, 3,682% e 3,578%, no final do 2.º trimestre de 2024, o que representa uma diminuição, face às verificadas no final do 1.º trimestre de 2024, de 3,892%, 3,851% e 3,669%, respetivamente.

Relativamente às perspetivas de evolução das taxas de juro Euribor, o Conselho do BCE está comprometido em assegurar que a inflação retorne ao seu objetivo de médio prazo de 2%. O Conselho do BCE não se comprometeu com uma trajetória específica de evolução das taxas de juro diretoras, mantendo as decisões sobre as taxas de juro baseadas «na avaliação das perspetivas de inflação, à luz dos dados económicos e financeiros que forem sendo disponibilizados, da dinâmica da inflação subjacente e da robustez da transmissão da política monetária.»³

³ [Decisões de Política Monetária - 6 de junho de 2024, BCE](#)

2.º TRIMESTRE 2024

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

- o forte crescimento, durante os anos de 2022 e no 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 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 ligeira tendência de diminuição das taxas de juro Euribor observada no 4.º trimestre de 2023 e nos 1.º e 2.º trimestre de 2024, que refletiu, numa primeira fase, a antecipação dos agentes na redução das taxas de juro diretoras e, numa segunda fase, a concretização da diminuição das taxas de juro, em 25 pontos base.

Tal como referido nos anteriores boletins, as fortes pressões inflacionistas ocorridas até ao final do 2.º semestre de 2022 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 (*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.

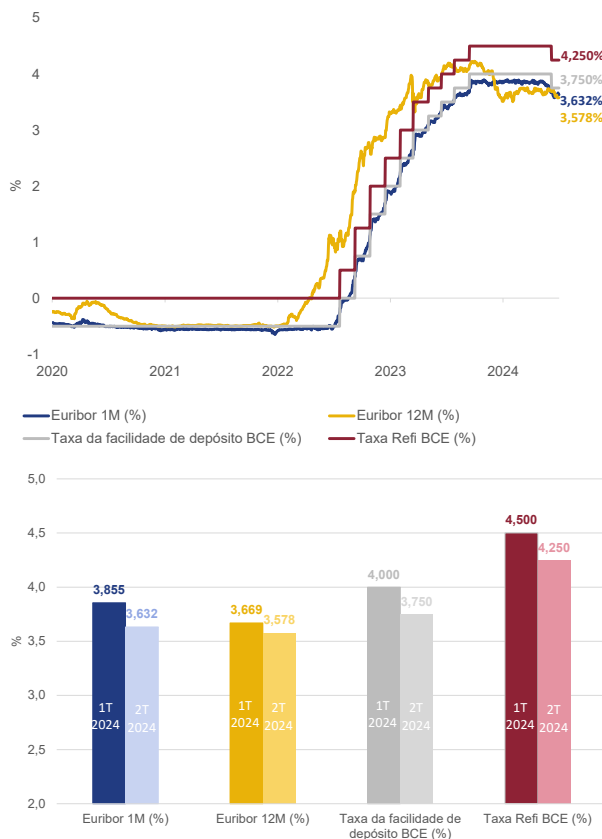
Do 3.º trimestre de 2023 até ao 1.º trimestre de 2024, as taxas de juro diretoras mantiveram-se inalteradas. A 6 de junho de 2024, o Conselho do BCE realizou o primeiro corte das taxas de juro desde 2019.

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 2.º trimestre, os valores de 4,25%, 4,50% e 3,75%, respetivamente.

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

2.º TRIMESTRE 2024

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



Fonte: ERSE, Bloomberg.

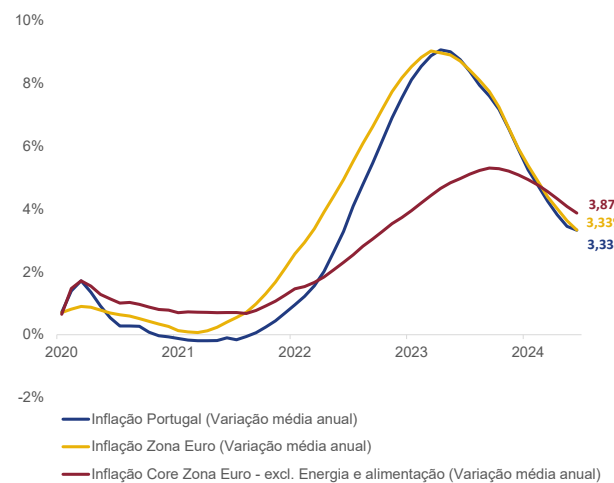
A Figura 2-3 mostra uma inversão, em 2023, da tendência de aumento do nível de preços verificado na UE desde o início de 2022. Assim, no 2.º trimestre de 2024, observou-se a manutenção da tendência de desaceleração do crescimento do nível de preços na zona euro. Para este comportamento contribuíram, tanto a nível nacional como europeu, a redução significativa dos preços dos produtos energéticos e a variação reduzida dos preços dos bens industriais não energéticos.

À semelhança do que se verificou no trimestre anterior, os serviços continuam a apresentar o maior impacto para a variação dos índices no 2.º trimestre de 2024. No caso específico de

Portugal, as variações de preços no turismo têm sido impactantes no IPC⁵. Neste contexto destaca-se ainda que a inflação *core*, que exclui do seu cálculo os preços de alguns bens que apresentam maior volatilidade, como é o caso dos produtos alimentares e energéticos, manteve a sua tendência de queda, sincronizando-se com a variação do IHPC.

De acordo com o BdP⁶, a inflação deverá diminuir para taxas próximas de 2% no início de 2025, mantendo-se depois estável. Deste modo, a inflação continuará a acompanhar a tendência da área do euro, convergindo para 2%, o objetivo de política monetária do BCE.

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 do custo de capital. Na Figura 2-4 pode observar-se a evolução de longo prazo das *yields* das OT

⁵ Índice de Preços no Consumidor - julho de 2024, INE

⁶ Boletim Económico - junho de 2024, BdP

2.º TRIMESTRE 2024

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 resultado do aumento das restrições nas condições de financiamento provocadas pelo aumento das taxas de referência do BCE para combater a inflação.

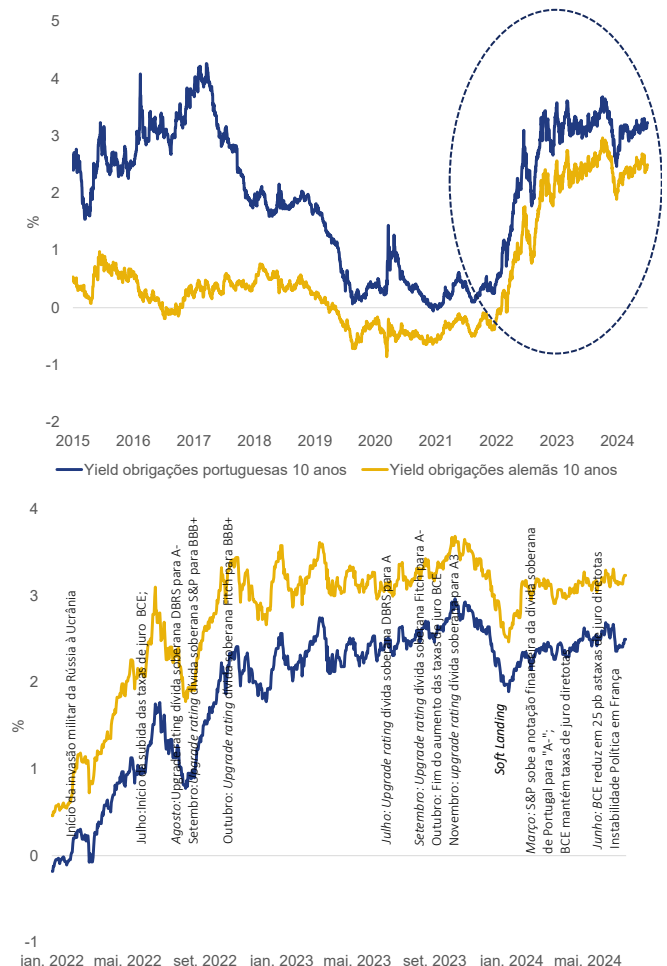
No último trimestre de 2023, as *yields* das OT a 10 anos estabilizaram em valores próximos dos 3%. No entanto, o ano fechou com uma queda pontual e significativa das *yields* das OT a 10 anos. Face ao fecho do ano de 2023, o ano de 2024 tem sido caracterizado por um ligeiro aumento das *yields* das OT.

Assim, o valor de fecho das *yields* das OT portuguesas, a 30 de junho de 2024 (3,235%), foi ligeiramente superior ao valor observado a 31 de março de 2024 (2,993%). No entanto, o valor médio de 2024 continua a ser inferior ao de 2023.

No decorrer do 2.º trimestre de 2024, Portugal colocou no mercado cerca de 726 milhões de euros em obrigações do tesouro português com maturidade a 10 anos. Nesta operação, a taxa de juro fixou-se nos 3,075⁷%.

No 2.º trimestre de 2024, o risco da dívida portuguesa manteve-se estável em linha com o de outros países *core* do euro, de acordo com os fatores salientados pelas agências de notação financeira, descritos de seguida, tendo o *spread* médio entre as OT portuguesas e as *bunds* sido de 66 pp. Este valor está ligeiramente abaixo da média verificada no 1.º trimestre de 2024 (71pp).

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



Fonte: ERSE, Bloomberg, IGCP

No 2.º trimestre de 2024, não houve avaliações de *rating* por parte das agências de notação financeira. No 3.º trimestre está prevista a pronúncia de três agências de *rating* (Fitch, S&P e DBRS), das quais 2 (DBRS e Fitch) apresentam um *outlook estável*, enquanto a S&P classificou como positiva as perspetivas de evolução do *rating* da dívida soberana. Neste âmbito, recorde-se os principais motivos das mais recentes subidas de classificação atribuídas à dívida pública portuguesa:

⁷ [Leilões de Obrigações do Tesouro - IGCP](#)

2.º TRIMESTRE 2024

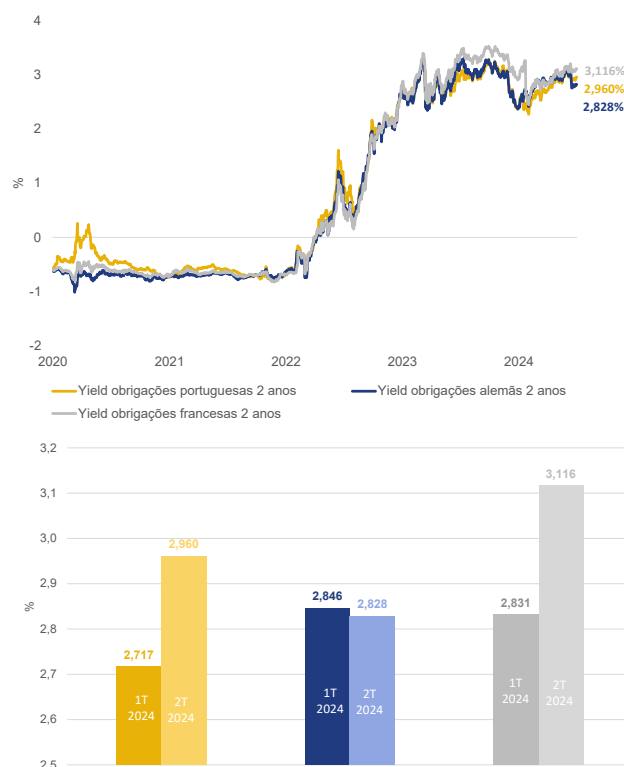
- a rápida redução do rácio da dívida pública em relação ao PIB suportado no forte desempenho orçamental,
- a robustez do mercado de trabalho, aliada ao forte investimento impulsionado pelos fundos do Plano de Recuperação e Resiliência,
- a diminuição da inflação e a demonstrada resiliência do setor financeiro à subida das taxas de juro do BCE.

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.

Após um período de acentuado aumento das *yields*, transversal a estes países europeus, observa-se uma tendência de estabilização das *yields* das OT, não obstante o ligeiro aumento verificado no final do 2.º trimestre de 2024. As *yields* das OT a dois anos portuguesas, alemãs e francesas registaram, no final do 2.º trimestre de 2024, o valor de 2,960%, 2,828% e 3,116%, respetivamente. No final do 1.º trimestre de 2024 tinham registado o valor de 2,717%, 2,846% e 2,831%, respetivamente.

Verifica-se, no entanto, ainda alguma volatilidade e riscos associados à evolução da inflação, em particular em contextos de incerteza política na em países *core* da UE ou em Portugal, que poderão ter impacto sobre a evolução futura das *yields*.

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



Fonte: ERSE, Bloomberg.

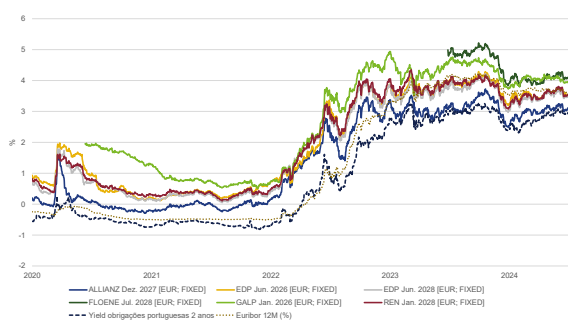
YIELDS DAS OBRIGAÇÕES DAS EMPRESAS

Do desvio entre os proveitos permitidos definidos pela ERSE, que foram recuperados pelas tarifas, e os custos efetivamente ocorridos pelas empresas reguladas, surge a necessidade de anular financeiramente este efeito. 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 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.

A evolução recente observada nas *yields* das obrigações das empresas é semelhante à evolução das *yields* das OT, descrita anteriormente. Desta forma, as *yields* das empresas, após verificarem um forte aumento em 2022, têm tido um comportamento estável ao longo de 2024. A 30 de junho de 2024, o custo marginal de financiamento situou-se entre os 3,12%, da Allianz (maturidade em dezembro de 2027), e os 4,11%, da Floene (maturidade em julho de 2028). No final do 1.º trimestre de 2024, o custo marginal de financiamento tinha-se situado entre os 2,92%, da Allianz (maturidade em dezembro de 2027), e os 4,06%, da Galp (maturidade em janeiro de 2026).

A redução significativa do *spread* entre a Euribor a 12 meses e as *yields* das obrigações das

empresas, verificada no final de 2022, deveu-se ao forte aumento das taxas de juro interbancárias que não foi acompanhado, de forma proporcional pelos custos de financiamento das empresas.

O diferencial reduzido entre as Euribor 12 meses e *yields* das empresas manteve-se no 1.º semestre de 2024, sendo que, no caso das obrigações selecionadas da ALLIANZ, EDP e REN, este diferencial foi negativo.

No 2.º trimestre de 2024, não houve alterações no *rating* de crédito das empresas energéticas nacionais (e Allianz):

- no caso da EDP, a S&P tem mantido a classificação de “BBB”, com perspetiva de estável. Como pontos fortes foram identificados o elevado peso dos *cash-flows* resultantes das atividades reguladas de redes no Brasil e na Península Ibérica em Portugal) e dos contratos de longo-prazo de produção renovável, bem como a diversidade geográfica dos investimentos. Do lado dos riscos, a S&P destacou o ambicioso plano de investimentos focado na produção renovável que pode enfrentar desafios devido a restrições na cadeia de fornecimentos,
- na REN, a última informação, disponibilizada no site da empresa⁸, respeitante à classificação da dívida da empresa refere que, no 1.º trimestre de 2024, a S&P manteve a notação financeira em “BBB”. Na avaliação à emissão obrigacionista de 27 de fevereiro de 2024, no montante total de 300 milhões de euros e com maturidade

⁸ <https://www.ren.pt/pt-pt/investidores/divida-e-rating>

2.º TRIMESTRE 2024

a 8 anos, a Fitch, a Moody's e a S&P referiram que o risco de *default* é baixo,

- a Floene⁹ e a Allianz¹⁰ não tiveram atualizações de notação financeira, mantendo-se com uma classificação atribuída pela S&P de “BBB-” e “AA”, respetivamente. Ambas apresentam *outlook* estável. No relatório de *rating* de 2 de maio de 2024, a S&P¹¹ destacou que espera que a FLOENE continue a apresentar lucros estáveis no novo período regulatório de 2024-2027, apoiados na continuidade do quadro regulatório favorável em Portugal, de acordo com a informação disponibilizada no site¹², o risco de crédito da GALP não se encontra avaliado por agências de notação.

Os *long-term ratings* (superior a 1 ano), os *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.

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
Allianz	-	-	-	Aa2	Estável	26/09/2023	AA	Estável	20/06/2024
EDP	BBB	Estável	13/07/2021	Baa2	Estável	15/05/2023	BBB	Estável	01/02/2024
Floene	-	-	-	-	-	-	BBB-	Estável	02/05/2024
Galp	-	-	-	-	-	-	-	-	-
REN	BBB	Estável	21/11/2023	Baa2	Estável	22/12/2023	BBB	Estável	01/03/2024

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

⁹ [Rating – Floene - BBB-](#).

¹⁰ [Rating Allianz: Moody's - Aa2; S&P - AA](#)

¹¹ [Relatório Rating - S&P - Floene](#)

¹² [Rating - GALP.](#)