

Outubro | 2024

(com informação até final de setembro de 2024)

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. Após se ter verificado em 2023 e no primeiro semestre de 2024 uma desaceleração do aumento do nível de preços, no 3.º trimestre de 2024 verifica-se que a taxa de inflação se situou relativamente próxima do *target* de 2% do BCE. Atualmente, a componente de serviços é a que mais contribui para o aumento do nível de preços, seguida pelo setor alimentar, enquanto os bens industriais e a energia apresentaram variações anuais próximas de zero.

Após se ter verificado, em 2023, um crescimento económico de 2,3%², impulsionado pela procura interna e externa, o BdP³ estima um crescimento económico de 1,6% para 2024. Para 2025 e 2026, o BdP prevê um crescimento da atividade económica portuguesa de 2,1% e 2,2%, respetivamente, o que representa uma convergência para os níveis de rendimento europeus. O BdP destaca que o crescimento previsto da atividade económica é sustentado

pelo consumo privado e pelas exportações em 2024, ao qual acrescerá, em 2025 e 2026, o forte aumento do investimento. No entanto, são identificados vários riscos, em particular, relacionados com o impacto dos efeitos desfasados da política monetária, com a evolução da economia chinesa, bem como possíveis agravamentos dos conflitos bélicos.

DESTAQUES

- O BCE decidiu reduzir a taxa de juro aplicável à facilidade permanente de depósito em 25 pontos base, face ao abrandamento da inflação e às perspetivas da sua evolução, bem como à força da transmissão da política monetária. As restantes taxas diretoras também desceram, em função do diferencial face à taxa de juro da facilidade permanente de depósito.
- No final do 3.º trimestre de 2024, as taxas de inflação da zona euro e de Portugal, prosseguiram a tendência de desaceleração, e registaram uma variação média anual de 2,59% e 2,75%, respetivamente.
- No final do 3.º trimestre de 2024, registaram-se valores de 3,279%, 3,105% e 2,747% nas taxas Euribor a 3, 6 e 12 meses, respetivamente.
- Após uma ligeira subida no 2.º trimestre de 2024, as *yields* das OT dos países europeus e das empresas reguladas retomaram a tendência de decréscimo no 3.º trimestre de 2024.

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](#)

³ [Boletim Económico - outubro de 2024, BdP](#)

3.º TRIMESTRE 2024

2 EVOLUÇÃO DOS INDICADORES FINANCEIROS

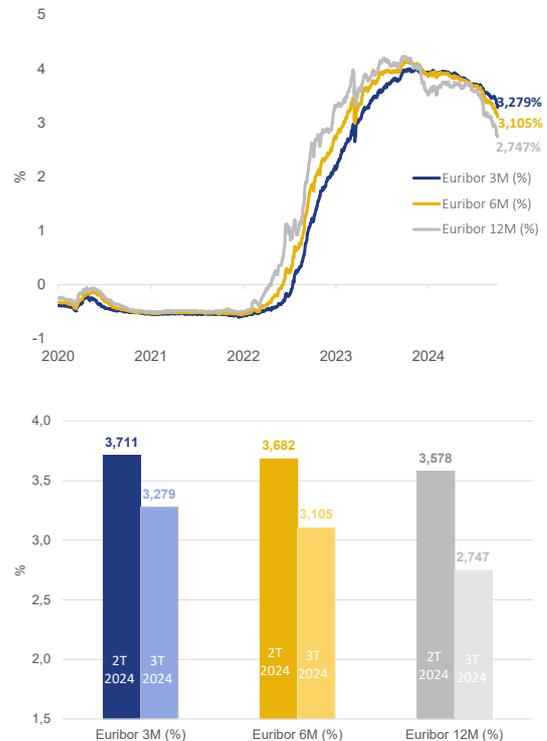
TAXAS EURIBOR

No 3.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 da política monetária.

Tal como ilustrado no gráfico da Figura 2-1, as taxas Euribor a 3, 6 e 12 meses registaram, respetivamente, 3,279%, 3,105% e 2,747%, no final do 3.º trimestre de 2024, o que representa uma diminuição, face às verificadas no final do 2.º trimestre de 2024, 3,711%, 3,682% e 3,578%, 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%. Neste contexto, o Conselho do BCE referiu que a informação que tem vindo a ser disponibilizada sobre a inflação indica que o processo desinflacionista está bem encaminhado⁴. O Conselho do BCE continuará a seguir uma abordagem dependente dos dados na definição do nível e da duração adequada das condições financeiras.

Figura 2-1 - Taxas Euribor a 3, 6 e 12 meses⁵



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 BCE⁶ 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

⁴ [Decisões de Política Monetária 12 de setembro de 2024](#)

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

⁶ Taxa de juro do BCE aplicável às operações principais de refinanciamento do Eurosistema.

3.º TRIMESTRE 2024

num nível que permite a estabilização dos preços no médio prazo;

- a ligeira tendência de diminuição das taxas de juro Euribor, que se tem vindo a observar desde o 4.º trimestre de 2023, 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.

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.

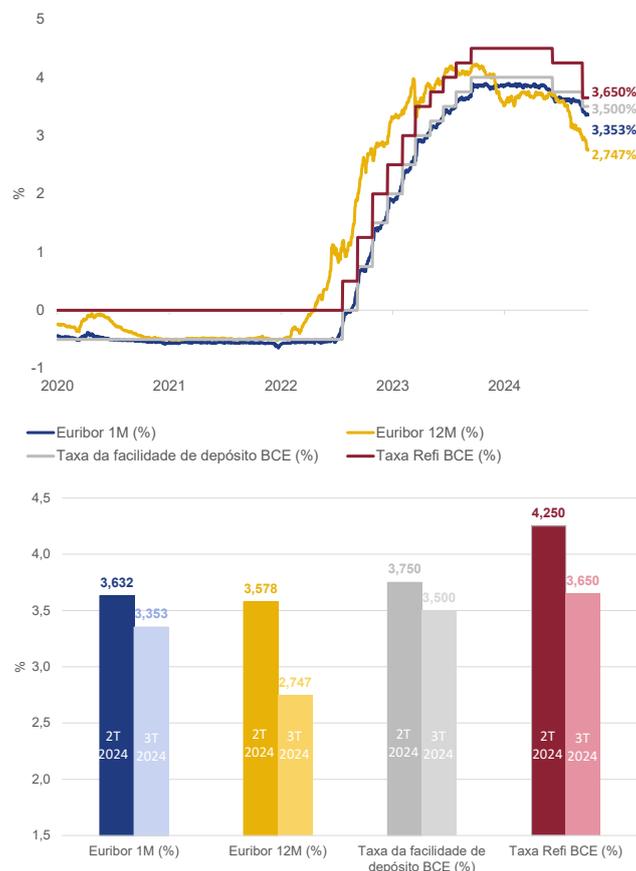
Do 3.º trimestre de 2022 até ao 3.º trimestre de 2023, verificaram-se 10 aumentos de taxas de juro diretoras do BCE, o que correspondeu a um aumento total de 4,5 p.p.

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.

No 3.º trimestre 2024, o BCE decidiu⁷ reduzir em 25 pontos base a taxa de juro aplicável à facilidade permanente de depósito. Adicionalmente, o BCE comunicou que o diferencial entre a taxa da facilidade permanente de cedência de liquidez e a taxa das operações principais de refinanciamento iria permanecer inalterado em 25 p.b, mas que o diferencial entre

a taxa de juro das operações principais de refinanciamento e a taxa de juro da facilidade permanente de depósito seria fixado em 15 p.b.⁸. 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 3.º trimestre, os valores de 3,65%, 3,90% e 3,50%, respetivamente.

Figura 2-2 - Taxas *refi* e da facilidade de depósito do BCE e taxas Euribor a 1 e 12 meses⁹



Fonte: ERSE, Bloomberg.

⁷ [Decisões de Política Monetária 12 de setembro de 2024](#)

⁸ À data da publicação deste Boletim, o conselho do BCE já decidiu reduzir em 25 pontos base as três taxas de juro diretoras. Disponível em: [Decisões de Política Monetária - 17 de outubro de 2024 - BCE](#)

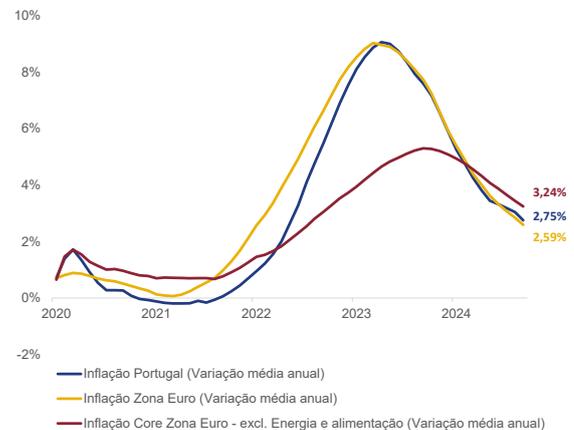
⁹ Os valores apresentados na segunda figura correspondem aos últimos valores observados no final do trimestre indicado.

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 3.º trimestre de 2024, observou-se a manutenção da tendência de desaceleração do crescimento do nível de preços na zona euro. Atualmente, as taxas de variação médias anuais encontram-se em valores ligeiramente acima da meta de 2% do BCE. A evolução dos preços continua, no entanto, em ritmos diferentes: no setor dos serviços continua a verificar-se inflação acima dos 4%, enquanto nos produtos energéticos se verifica um recuo dos preços de 6%.¹⁰

Neste contexto e uma vez que o BCE tem condicionado a descida das taxas diretoras ao controlo da inflação, os agentes esperam que esta tendência de descida possa facilitar futuras decisões de redução do custo de financiamento, numa altura em que as principais economias da zona euro estão estagnadas.

De acordo com o BdP,¹¹ a inflação deverá reduzir-se para 2,6% no ano de 2024 e fixar-se em valores consistentes com a estabilidade de preços nos anos seguintes.

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 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 ocorridas a partir de 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

¹⁰ [Inflation Flash Estimate - 1 de outubro de 2024 - Eurostat](#)

¹¹ [Boletim Económico - outubro de 2024 - BdP](#)

3.º TRIMESTRE 2024

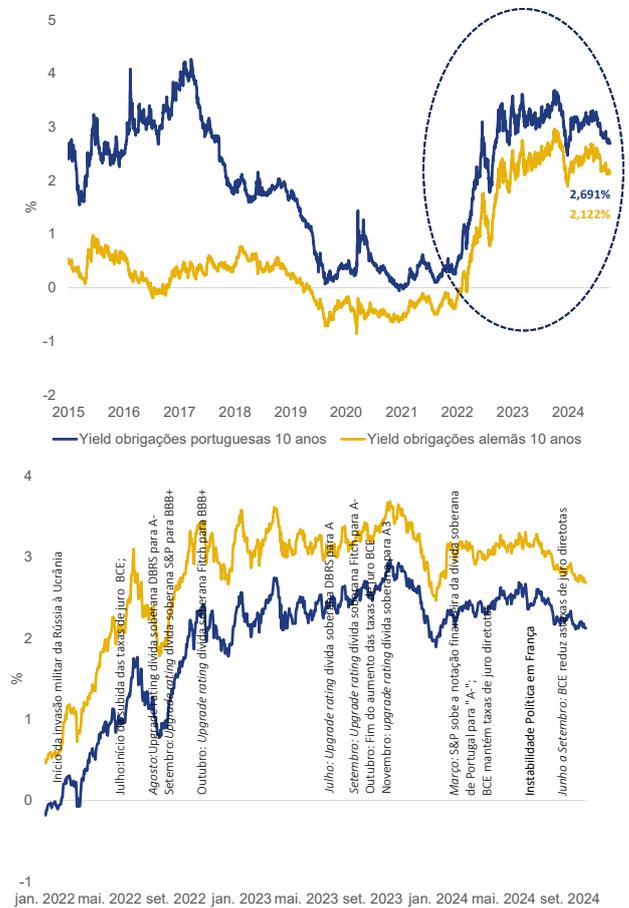
pontual e significativa das *yields* das OT a 10 anos. Face ao fecho do ano de 2023, o início de 2024 foi caracterizado por uma ligeira tendência de aumento das *yields* das OT. No entanto, o 3.º trimestre de 2024 foi marcado por uma inversão desta tendência observando-se uma redução das *yields* das OT, reflexo do alívio das restrições das condições financeiras.

Assim, o valor de fecho das *yields* das OT portuguesas, a 30 de setembro de 2024 (2,691%), foi inferior ao valor observado a 30 de junho de 2024 (3,235%). Deste modo, o valor médio de 2024 já se encontra num nível inferior ao de 2023.

No 3.º trimestre não se verificaram colocações em mercado da dívida portuguesa a 10 anos. A mais recente ocorreu no 2.º trimestre de 2024, onde Portugal colocou no mercado cerca de 736 milhões de euros em obrigações do tesouro português com maturidade a 10 anos. Nesta operação, a taxa de juro ficou-se nos 3,075.¹²%.

No 3.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 61 pp. Este valor está abaixo da média verificada no 2.º trimestre de 2024 (66 pp).

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



Fonte: ERSE, Bloomberg, IGCP

No 3.º trimestre a Fitch, a S&P e a DBRS mantiveram a dívida pública como investimento de qualidade com perspectiva positiva. No próximo trimestre será a Moody's a pronunciar-se sobre o *rating* da dívida portuguesa. Neste âmbito, recorde-se os principais motivos das mais recentes subidas de classificação atribuídas à dívida pública portuguesa:

- 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

¹² [Leilões de Obrigações do Tesouro - IGCP](#)

3.º TRIMESTRE 2024

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.

Ao nível dos riscos, as agências de notação salientaram possíveis incertezas políticas e orçamentais decorrentes da posição minoritária do governo e riscos relacionados com desvios do compromisso com a redução da ainda elevada dívida pública.

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 no 3.º trimestre de 2024 uma redução das *yields* das OT. As *yields* das OT a dois anos portuguesas, alemãs e francesas registaram, no final do 3.º trimestre de 2024, o valor de 2,105%, 2,064% e 2,301%, respetivamente. No final do 2.º trimestre de 2024 tinham registado o valor de 2,960%, 2,828% e 3,116%, respetivamente.

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

Figura 2-5 - *Yields* das obrigações a 2 anos.¹³



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 efeito 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*.

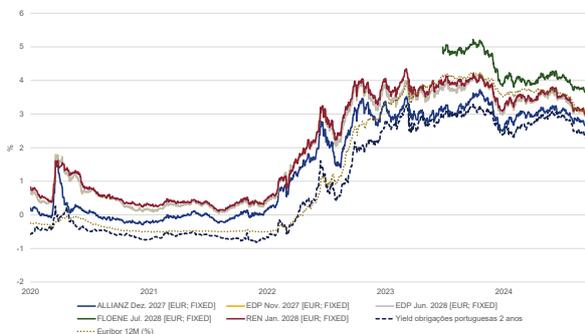
¹³ Os valores apresentados na segunda figura correspondem aos últimos valores observados no final do trimestre indicado.

3.º TRIMESTRE 2024

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. 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 maturidades entre 3 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 de ligeira redução, em particular, no 3.º trimestre de 2024.

A 30 de setembro de 2024, o custo marginal de financiamento situou-se entre os 2,44%, da Allianz (maturidade em dezembro de 2027), e os 3,53%, da Floene (maturidade em julho de 2028). No final do 2.º trimestre de 2024, o custo marginal de financiamento tinha-se situado entre os 3,12%, da Allianz (maturidade em dezembro de 2027), e os 4,11%, da Floene (maturidade em julho de 2028).

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 a 12 meses e as *yields* das empresas manteve-se no 3.º trimestre de 2024, sendo que, no caso das obrigações selecionadas da ALLIANZ, EDP e REN, este diferencial foi negativo.

Como ilustrado no Quadro 2-1, no 3.º trimestre de 2024, não houve alterações no *rating* de crédito das empresas nacionais do setor energético (bem como da Allianz e da RAM¹⁵):

- no caso da EDP não existiram atualizações na nota de *rating* no 3.º trimestre de 2024¹⁶. A S&P, Moody's e Fitch têm 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 e dos contratos de longo-prazo de produção

¹⁴ No presente boletim retirou-se a série da GALP, uma vez que a maturidade da obrigação disponível da empresa termina a janeiro de 2026.

¹⁵ Apresenta-se o *rating* da RAM, proprietária da EEM, como avaliação do contexto onde as atividades desta empresa são desenvolvidas. No entanto, o risco das atividades

reguladas será, provavelmente, mais baixo, tendo em conta o quadro regulamentar e legislativo que assegura o equilíbrio económico-financeiro da empresa, desde que gerida de forma eficiente, e a convergência tarifária com o continente.

¹⁶ [Rating - EDP - Fitch, Moody's e S&P](#)

renovável, bem como a diversidade geográfica dos investimentos. Neste contexto, a Moody's destaca que «o quadro regulatório para as redes de distribuição de eletricidade em Portugal é relativamente firme e estável; tem havido um grau razoável de continuidade de princípios ao longo dos últimos períodos regulatórios, o que é favorável à credibilidade». Do lado dos riscos, as agências têm destacado o ambicioso plano de investimentos focado na produção renovável que pode enfrentar desafios devido a restrições na cadeia de fornecimentos e à volatilidade nas receitas que poderão decorrer de variações na produção hídrica e eólica, bem como, à existência de incerteza política e regulatória.

- No 3.º trimestre de 2024, a S&P e a Fitch mantiveram a avaliação da dívida da REN em “BBB” com perspetiva estável.¹⁷. 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 e o segundo maior distribuidor de gás em Portugal, num contexto de quadro regulatório favorável. Adicionalmente, a Fitch destaca o posicionamento favorável da REN comparativamente aos seus *peers* europeus (é o único operador de rede na zona euro que controla o transporte de gás e eletricidade, beneficiando, igualmente, de um quadro regulatório estável e independente, apresentando

uma menor vulnerabilidade face à inflação). Por outro lado, a REN está sujeita a períodos de regulação inferiores aos dos seus *peers*.

- A Floene¹⁸ e a Allianz¹⁹ 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&P.²⁰ destacou que espera que a FLOENE continue a apresentar lucros estáveis no novo período regulatório de 2024-2027, apoiados na estabilidade do quadro regulatório favorável em Portugal.
- De acordo com a informação disponibilizada no site,²¹ 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”.²² A EDA desenvolve atividades reguladas verticalmente integradas, o que permite que as receitas apresentem uma maior previsibilidade. Por outro lado, a EDA desenvolve as suas atividades num contexto insular de pequena escala e remoto.
- No caso da RAM, a DBRS em 2024 subiu a perspetiva de estável para positiva e manteve a classificação de “BBB low”. A empresa de notação financeira salientou a melhoria fiscal contínua da Região, bem como o crescimento das receitas fiscais decorrentes do forte impulso

¹⁷ [Rating - REN - Fitch, Moody's e S&P](#)

¹⁸ [Rating – Floene](#).

¹⁹ https://www.allianz.com/en/investor_relations/bonds/rating.html

²⁰ [Relatório Rating - S&P - Floene](#)

²¹ [Rating - GALP](#).

²² [Rating - EDA - Moody's RC 2023](#)

económico. A Fitch reafirmou também a classificação de “BBB+” da RAM. 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, à Allianz e à RAM, encontram-se resumidos no quadro seguinte.

Quadro 2-1 – Classificação, *Outlook* e data da última revisão de *rating* da Allianz, EDA, EDP, Floene, Galp, RAM e REN

	Fitch			Moody's			S&P		
	Classificação	Outlook	Última avaliação	Classificação	Outlook	Última avaliação	Classificação	Outlook	Última avaliação
Allianz	-	-	-	Aa2	Estável	26/09/2024	AA	Estável	20/06/2024
EDP	BBB	Estável	15/05/2024	Baa2	Estável	25/04/2024	BBB	Estável	12/06/2024
Floene	-	-	-	-	-	-	BBB-	Estável	02/05/2024
Galp	-	-	-	-	-	-	-	-	-
EDA	-	-	-	Ba1	Estável	07/10/2024	-	-	-
RAM	BBB+	Estável	03/05/2024	-	-	-	-	-	-
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, GALP, Moody's, S&P e REN.

SIGLAS

- BCE** – Banco Central Europeu
- BdP** – Banco de Portugal
- Bunds** – Obrigações da República Federal Alemã
- DEE**- Distribuição de Energia Elétrica
- EDA** – Eletricidade dos Açores
- EEM** – Empresa de Eletricidade da Madeira
- 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
- RAM** – Região Autónoma da Madeira
- 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.