

### Condições de mercado

**1 Em setembro, os principais índices bolsistas a nível mundial prosseguiram a tendência de ganhos, que foi reforçada pelo acentuar do carácter acomodaticio da política monetária do BCE.** Na área do euro, a subida dos preços nos mercados acionistas foi impulsionada pela decisão do BCE de tornar mais acomodaticio o carácter da política monetária, o que terá também condicionado o movimento de descida das taxas de rendibilidade nos mercados obrigacionistas. Nos EUA as variações foram pouco significativas, apesar da divulgação de dados macroeconómicos que continuaram a dar indicações de uma recuperação da atividade económica. Em Portugal, o PSI-20, que registou alguma recuperação durante o mês, motivada pelo setor bancário, contudo, acabou por se desvalorizar no cômputo do mês.<sup>1</sup>

**2 Na área do euro, a redução das taxas de juro por parte do BCE foi considerada inesperada.** Na reunião de setembro, o BCE decidiu diminuir as taxas de juro oficiais em 10 p.b..<sup>2</sup> Foram também anunciados os programas de compras de *asset-backed securities* (ABS) e de *covered bonds*, já esperados pelos analistas.<sup>3</sup> O Presidente do BCE referiu que a decisão não foi unânime, tendo sido também mencionado que foi discutida a possível adoção de um programa de aumento de liquidez (*quantitative easing*). No comunicado oficial, o BCE reafirmou que o Conselho de Governadores é unânime no seu compromisso de recorrer a medidas não convencionais adicionais, por forma a fazer face a riscos de um período demasiado prolongado de baixa inflação. A este propósito note-se que a variação homóloga do índice harmonizado de preços no consumidor situou-se em 0,4% em agosto e 0,3% em setembro.

**3 O BCE cedeu liquidez no âmbito da nova operação TLTRO (*targeted longer-term refinancing operations*) destinada ao financiamento do setor privado não financeiro.** A cedência de 82,6 mil M€ no âmbito da TLTRO foi considerada abaixo do esperado (de acordo com a sondagem da Reuters esperavam-se cerca de 133 mil M€). A este financiamento, com um prazo de 4 anos à taxa fixa de 0,15%, recorreram 255 bancos. Alguns analistas avançam com explicações para o valor abaixo do esperado, nomeadamente i) a descida da taxa de juro das operações principais de refinanciamento; e, ii) a expectativa dos bancos sobre os detalhes dos novos programas de compra de ativos (ABS e *covered bonds*).

**4 Por outro lado, nos EUA a reserva federal continua a diminuir o programa de expansão de liquidez, que se encontra em fase final.** Conforme esperado, o Comité de Política Monetária da reserva federal norte-americana (FOMC) manteve a taxa de juro de referência e anunciou

uma redução do programa de compra de ativos em 10 mil M\$ (para 15 mil M\$/mês), referindo que terminará em outubro. O comunicado continuou a referir que o banco central irá manter o intervalo atual para a taxa de juro de referência por um período considerável. As perspetivas para o crescimento, apresentadas pelo FOMC, em 2014 e 2015, foram revistas ligeiramente em baixa. O FOMC divulgou ainda um comunicado, à parte, sobre os princípios e planos para a normalização da política monetária, referindo, nomeadamente, que (i) espera deixar de reinvestir (ou reinvestir apenas parcialmente) em títulos, algum tempo após iniciar a subida de taxas de juro e (ii) pretende, durante a normalização, deslocar a taxa de juro de referência para o intervalo definido pelo FOMC, ajustando a taxa de juro que paga sobre as reservas excedentárias.

**5 Num contexto em que a política monetária da área do euro acentuou a divergência face à dos EUA, o euro continuou a depreciar-se.** Para a depreciação do euro terá também contribuído a instabilidade geopolítica na Ucrânia e as novas sanções económicas impostas pela União Europeia à Rússia. Adicionalmente, durante o mês de setembro a incerteza quanto ao resultado do referendo sobre a independência da Escócia colocou alguma pressão sobre os mercados financeiros. O mercado espanhol foi alvo de especial foco, com os investidores a referirem algum receio do movimento de independência da Catalunha. Contudo, estes receios foram atenuados com a decisão de suspensão pelo Tribunal Constitucional do referendo na Catalunha, previsto para 9 de novembro.

**6 Na área do euro, as taxas de rendibilidade de dívida pública dos principais países desceram, na generalidade das maturidades.** As descidas mais significativas registaram-se nos títulos com maturidade de 2 anos, tendo alguns países registado taxas de juro negativas no final do mês, como foi o caso de Irlanda, França, Bélgica e Alemanha. Em Portugal, as taxas de rendibilidade a 2 anos também desceram de forma mais acentuada, o que provocou um aumento da inclinação da curva (Gráfico 2). Em sentido contrário, as *yields* de Espanha (2 anos) aumentaram. Relativamente aos prazos longos, observou-se uma subida das *yields* na Alemanha e França, contribuindo para uma compressão dos diferenciais de taxas dos mercados periféricos face à Alemanha (Gráfico 1, Tabela 1, Tabela 2).

Tabela 1 – Diferenciais face à Alemanha para títulos emitidos a 10 anos (em pontos percentuais)

	30-Dez-11	28-Dez-12	31-Dez-13	30-Mai-14	31-Jul-14	29-Ago-14	30-Ser-14	Var. mensal	Var. desde o início do ano
Portugal	11,0	5,6	4,1	2,3	2,4	2,3	2,2	-0,1	-1,9
Irlanda	-	-	1,5	1,2	1,0	0,9	0,7	-0,2	-0,8
França	1,3	0,7	0,6	0,4	0,4	0,4	0,3	0,0	-0,3
Bélgica	2,2	0,7	0,6	0,5	0,4	0,3	0,3	-0,1	-0,4
Itália	5,2	3,2	2,2	1,6	1,5	1,5	1,4	-0,2	-0,8
Espanha	3,2	3,9	2,2	1,5	1,3	1,3	1,2	-0,1	-1,0

Fonte: IGCP.

<sup>1</sup> A Parpública concluiu a venda da participação de 31,5% que o Estado Português detinha nos CTT. As ações da empresa foram vendidas a 7,25€, o que representa um encaixe de 343 M€. Já em Outubro, o BANIF anunciou que iria antecipar o reembolso das obrigações emitidas em dezembro de 2011 com garantia do Estado, no valor de 500 M€. Note-se que o BANIF mantém ainda 125 M€ de Cocos.

<sup>2</sup> A taxa de juro para as operações principais de refinanciamento situa-se em 0,05%, a taxa de juro da facilidade permanente de cedência de liquidez em 0,30% e a taxa de juro da facilidade permanente de depósito em -0,20%

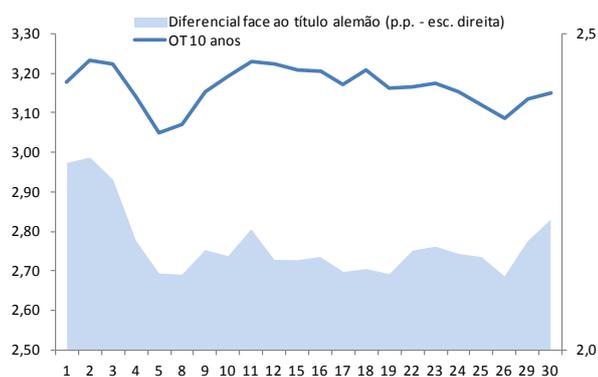
<sup>3</sup> Os detalhes destes programas foram anunciados em outubro, sendo que o início das compras está previsto para a segunda metade do mês de outubro.

**Tabela 2 – Taxas de rendibilidade para títulos emitidos a 10 anos**  
(em pontos percentuais)

	30-Dez-11	28-Dez-12	31-Dez-13	30-Mai-14	31-Jul-14	29-Ago-14	30-Set-14	Var. mensal	Var. desde o início do ano
Portugal	12,8	6,9	6,0	3,6	3,6	3,2	3,2	0,0	-2,9
Itália	7,0	4,5	4,1	3,0	2,7	2,4	2,3	-0,1	-1,8
Espanha	5,0	5,2	4,1	2,9	2,5	2,2	2,1	-0,1	-2,0
Irlanda	-	-	3,4	2,6	2,2	1,8	1,6	-0,1	-1,8
França	3,1	2,0	2,6	1,8	1,5	1,3	1,3	0,0	-1,3
Bélgica	4,1	2,0	2,5	1,9	1,5	1,2	1,2	0,0	-1,3
Alemanha	1,8	1,3	1,9	1,4	1,2	0,9	0,9	0,1	-1,0

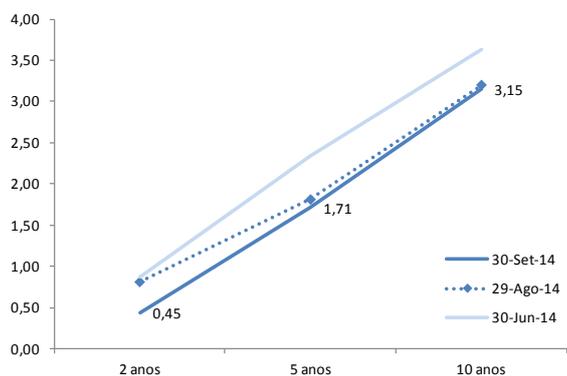
Fonte: IGCP.

**Gráfico 1 – Evolução diária em setembro da taxa de rendibilidade (yield) a 10 anos da dívida pública portuguesa**  
(em percentagem e pontos percentuais)



Fonte: IGCP.

**Gráfico 2 – Curva de rendimentos dos títulos benchmark da dívida pública (em percentagem)**



Fonte: IGCP.

**7 No mercado primário de dívida pública, destaca-se a emissão de obrigações a 50 anos pelo Tesouro espanhol e a 15 anos pelo IGCP.** Em Espanha, o Tesouro emitiu mil M€ em obrigações com prazo a 50 anos pela primeira vez, com uma *yield* de 4%, tendo sido considerado um sucesso pelos participantes de mercado. O IGCP colocou 3,5 mil M€ numa emissão sindicada de obrigações a 15 anos, tendo-se registado elevada procura (ver detalhes na secção seguinte).

**8 A agência de *rating* Moody's manteve a notação de crédito da dívida pública portuguesa, na avaliação feita em 5 de setembro.**<sup>4</sup> A agência de notação financeira manteve a avaliação de Portugal em Ba1 com *outlook* estável, no

<sup>4</sup> Recorde-se que a 25 de julho a Moody's subiu o *rating* em um nível para Ba1. A próxima avaliação programada é da agência Fitch, a 10 de outubro.

âmbito da avaliação que corresponde ao calendário pré-estabelecido.

**9 Outras decisões de agências de *rating* sobre países da área do euro foram positivas.** Na Grécia, a S&P's procedeu a uma subida do nível de *rating* da dívida soberana de B- para B, conforme esperado (recorde-se que a Fitch fez o *upgrade* em março e a Moody's em agosto).<sup>5</sup> A Moody's manteve o *rating* de França em Aa1, com *outlook* negativo, contrariando as expectativas de uma descida. A agência de notação de crédito considerou que o potencial de crescimento da segunda maior economia da área do euro é muito elevado, permitindo-lhe enfrentar e ultrapassar as dificuldades conjunturais, e que o *outlook* negativo reflete os riscos de entraves políticos à implementação das reformas estruturais pelo governo. Um fator adicional para suportar o *outlook* negativo relaciona-se com a tendência continuada de défice elevado. Neste sentido refira-se a projeção do Ministro das Finanças francês para o défice em 2014 que deverá atingir 4,4%, esperando-se que apenas em 2017 se alcance o limite de *Maastricht* de 3% do PIB. Contudo, de acordo com a visão da Moody's, o défice de 3% do PIB só deverá ser alcançado em 2018.

**10 A OCDE reviu em baixa as previsões de crescimento para os países mais desenvolvidos,** dados os riscos das tensões geopolíticas e de uma inflação muito baixa na área do euro. A previsão de crescimento para a área do euro é de 0,8% (a anterior previsão, em maio, situava-se em 1,2%) e de 2,1% para os EUA (revisão face a 2,6%).

## **Dívida direta do Estado**

**11 Em agosto, o subsector Estado registou necessidades de financiamento.** Em agosto, o subsector Estado registou um saldo orçamental positivo de 966 M€ no mês de agosto. A contrapartida registou-se uma aquisição líquida com ativos financeiros no valor de 2255 M€, resultando em necessidades de financiamento de 1291 M€. A despesa com ativos financeiros do Estado foi de 4115 M€, da qual 3,9 mil M€ dizem respeito ao empréstimo de médio e longo prazo do Estado ao Fundo de Resolução no âmbito do processo Novo Banco. Por seu turno, a receita com ativos financeiros atingiu 1859 M€ devido à recompra pelo BCP das obrigações de capital contingente (*Coco bonds*) subscritas pelo Estado.<sup>6</sup> O empréstimo de 3,9 mil M€ ao fundo de resolução foi financiado pelos depósitos do Estado consignados, inicialmente, para a iniciativa para o reforço de estabilidade financeira (IREF).

<sup>5</sup> Note-se que na Grécia as notícias foram mistas. O regresso da *troika* ao país, para discutir o orçamento para 2015 e as projeções associadas, foi recebido com precaução pelos mercados. Os investidores temem que a possibilidade de saída do programa de ajustamento implique uma menor supervisão externa das reformas orçamentais e estruturais em curso.

<sup>6</sup> Sobre este ponto ver a Informação técnica da UTAO n.º 23 relativa à execução orçamental do mês de agosto.

**Tabela 3 – Dívida Direta do Estado**  
(stock em final de período, em milhões de euros)

	Dez-13	Jul-14	Ago-14	Variação (%)		
				mensal	homóloga	peso (%)
Titulada	119 511	124 045	124 249	0,2	-3,3	57,3
Curto prazo	25 079	23 199	23 743	2,3	-15,7	11,0
Médio e longo prazo	94 432	100 845	100 506	-0,3	0,1	46,4
Não titulada	12 690	15 733	16 305	3,6	37,4	7,5
Cert. Aforro	10 132	11 120	11 369	2,2	14,6	5,2
Cert. do Tesouro	2 026	3 476	3 780	8,8	172,7	1,7
Outra	532	1 138	1 155	1,5	105,1	0,5
Assist. Financeira	72 051	77 487	77 642	0,2	15,8	35,8
<b>Total</b>	<b>204 252</b>	<b>215 771</b>	<b>216 697</b>	<b>0,4</b>	<b>4,5</b>	<b>100,0</b>
Por memória:						
Transaccionável	114 810	116 028	115 812	-0,2	-5,4	53,4
Não Transaccionável	89 443	99 743	100 884	1,1	18,6	46,6
Euro	178 912	181 963	181 963	0,0	-0,8	84,0
Não euro	25 340	30 913	30 968	0,2	28,5	14,3

Fonte: IGCP e cálculos da UTAO. | Nota: Os saldos em dívida (incluindo os empréstimos do PAEF) encontram-se ao valor nominal (exceto os instrumentos emitidos a desconto que se encontram ao valor descontado), valorizados à taxa de câmbio do final do período. Para o cálculo da dívida direta do Estado os valores de emissões e das amortizações estão ao valor de encaixe.

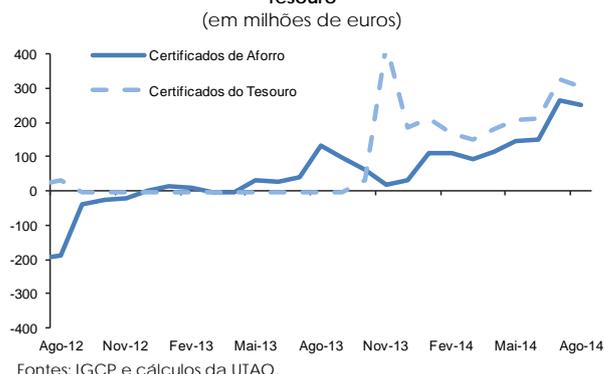
**12 A dívida direta do Estado aumentou em agosto, através, sobretudo, do acréscimo de dívida não transaccionável.** Apesar do uso dos depósitos dos IREF para fazer face às necessidades de financiamento relacionadas com ativos financeiros registou-se um acréscimo da dívida direta do Estado. O stock de dívida fixou-se em 216,7 mil M€, o que correspondeu a um aumento mensal de 0,4% e a um acréscimo de 4,5% em termos anuais (Tabela 3), tendo-se registado um montante total de emissões de 5,5 mil M€. As emissões superaram as amortizações, que atingiram 4,8 mil M€. Por instrumento, a variação mensal concentrou-se, sobretudo, na dívida não transaccionável, nomeadamente certificados de depósitos (250 M€), certificados de tesouro (304 M€) e uma emissão líquida de CEDIC (415 M€). Adicionalmente, o stock de Bilhetes de Tesouro aumentou (com uma emissão líquida de 129 M€), ao serem realizados 2 leilões de BT nos montantes de 211, a 3 meses, e de 932 M€ a 12 meses que compensou a amortização da BT no valor de 1019 M€. Em sentido oposto, registaram-se reduções ao nível das OT (244 M€) devido, em parte, à amortização parcial de uma OT com maturidade em outubro de 2015, bem como ao nível de MTN (*Medium Term Notes*) em moeda estrangeira (aproximadamente 165 M€). De referir que as flutuações cambiais contribuíram para um acréscimo do stock da dívida de 230 M€. <sup>7</sup> No que se refere ao PAEF, não houve em agosto lugar ao desembolso dos 400 M€ remanescentes por parte do MEEF, ainda referente à 11.<sup>a</sup> avaliação regular.

**13 Registou-se um novo acréscimo líquido significativo da posição de Certificados de Aforro e de Certificados de Tesouro.** O stock de Certificados de Aforro no final de julho situou-se nos 11 369 M€, tendo-se verificado nesse mês um montante de subscrições (bruto) de 284 M€. O stock de Certificados de Tesouro aumentou, fixando-se em 3780 M€, o que representa um acréscimo de 306 M€ (Gráfico 3). Para estes aumentos, de grandeza idêntica aos verificados em julho, terá contribuído: (i) o pagamento do 14.<sup>o</sup> mês aos pensionistas e reformados e (ii) a incerteza relativa ao setor bancário como resultado do caso GES e correspondente procura, por parte das famílias, de ativos de menos risco. Esta incerteza poderá também justificar, em parte, a evolução dos depósitos no setor bancário verificados em julho. Com

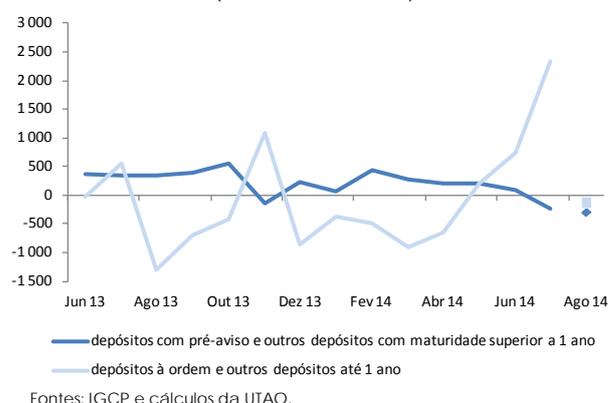
<sup>7</sup> Os saldos em dívida (incluindo os empréstimos do PAEF) encontram-se ao valor nominal (exceto os instrumentos emitidos a desconto que se encontram ao valor descontado), valorizados à taxa de câmbio do final do período. Para o cálculo da dívida direta do Estado os valores de emissões e das amortizações estão ao valor de encaixe. A flutuação cambial diz respeito à variação na dívida direta do Estado excluindo derivados (*swap* de taxa de câmbio). Com efeito, uma parte da dívida em moeda estrangeira está coberta por derivados financeiros contratados pelo IGCP.

efeito, observou-se um aumento da procura de depósitos com maior liquidez, tendo-se registado um aumento dos depósitos à ordem e outros depósitos até 1 ano (2 347 M€) e uma redução dos depósitos com pré-aviso e outros depósitos com maturidade a mais de 1 ano em julho (-242 M€) (Gráfico 4). Por outro lado, registou-se uma diminuição dos depósitos bancários no mês de agosto para o qual terá contribuído o aumento do consumo, ao ser agosto o mês de férias por excelência. Em termos estruturais, será de ter presente que a redução continuada das taxas de juro do mercado também terá contribuído aumento da subscrição dos Certificados de Aforro e Tesouro, uma vez que os diferenciais de rentabilidade aumentaram face aos depósitos do setor bancário.

**Gráfico 3 – Variação mensal do stock de Certificados de Aforro e do Tesouro**



**Gráfico 4 – Variação mensal do stock dos depósitos do setor bancário** (em milhões de euros)



**14 Registou-se um acréscimo significativo da despesa com juros e outros encargos líquidos durante os primeiros oito meses do ano.** Nos primeiros oito meses do ano, a despesa com juros e outros encargos atingiu 4500,7 M€, tendo subjacente uma variação de 12,1% face ao mesmo período do ano anterior. Destes, 2411 M€ dizem respeito a Obrigações de Tesouro (com um acréscimo de 11,9%) e 1416,8 M€ a empréstimos do PAEF (os quais comparam com 1263,7 M€ relativos ao período homólogo). A contrapor, verifica-se uma redução dos juros a pagar no âmbito dos Bilhetes do Tesouro (-17,4%).

**Tabela 4 – Despesa com juros e outros encargos da dívida direta do Estado**  
(em milhões de euros)

	jan-ago 2013	jan-ago 2014	Tvh (%)	Objetivo OE2R/2014	Execução
<b>Juros da dívida pública</b>	<b>4 069,3</b>	<b>4 515,5</b>	<b>11,0</b>		
Bilhetes do Tesouro	365,3	301,6	-17,4		
Obrigações do Tesouro	2 154,8	2 411,1	11,9		
Empréstimos PAEF	1 263,7	1 416,8	12,1		
Cerificados de Aforro e do Tesouro	219,9	237,0	7,8		
CEDIC / CEDIM	19,9	26,0	30,5		
Outros	45,7	123,0	169,1		
<b>Comissões</b>	<b>53,5</b>	<b>59,1</b>	<b>10,5</b>		
Empréstimos PAEF	31,4	17,8	-43,5		
Outros	22,1	41,4	87,4		
<b>Juros e outros encargos líquidos</b>	<b>3 999,4</b>	<b>4 500,7</b>	<b>12,5</b>	<b>7 111,2</b>	<b>63,3</b>

Fontes: IGCP, Ministério das Finanças (OE2R/2014) e cálculos da UTAO.

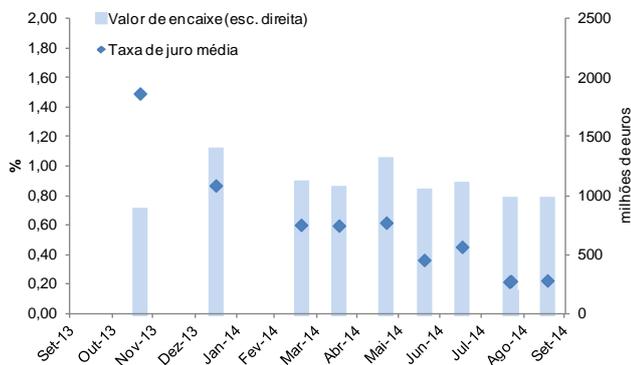
**15 Em setembro, a República Portuguesa emitiu Bilhetes do Tesouro a 3 e a 12 meses.** No dia 17 de agosto foram emitidos dois BT, um dos quais no montante de 293 M€ e com maturidade de 3 meses, e outro a 12 meses no montante de 929 M€. As taxas de juro médias ponderadas das emissões foram de 0,05% a 3 meses e de 0,225% a 12 meses. No caso a 3 meses, a taxa de juro de colocação foi inferior à obtida numa operação de maturidade comparável (Tabela 5, Gráfico 5, Gráfico 6). Adicionalmente, no dia 3 de setembro foi emitido uma Obrigação do Tesouro a 15 anos num montante de 3,5 mil M€ a uma taxa de 3,923%, tendo uma procura de 9,0 mil M€, sendo a primeira emissão a 15 anos desde 2008.

**Tabela 5 – Emissão de Obrigações e Bilhetes do Tesouro em setembro**  
(ao valor de encaixe e em milhares de milhões de euros)

Instrumento	OT (Sindicado)	Bilhetes do Tesouro	
		Jan-14	Jan-14
Maturidade	Fev-30	Jan-14	Jan-14
Data da Transação	03-Set	17-Set	17-Set
Prazo	15 anos	3 meses	12 meses
Montante Colocado (M€) <sup>1</sup>	3 500	293	929
Montante de Procura (M€) <sup>2</sup>	9 000	745	1 438
<b>Taxa média (%)<sup>3</sup></b>	<b>3,923</b>	<b>0,05</b>	<b>0,225</b>
Por memória: emissão anterior com maturidade equivalente (taxa média, %) (operação de troca)	Dez-08	Ago-14	Ago-14
	4,23	0,097	0,216

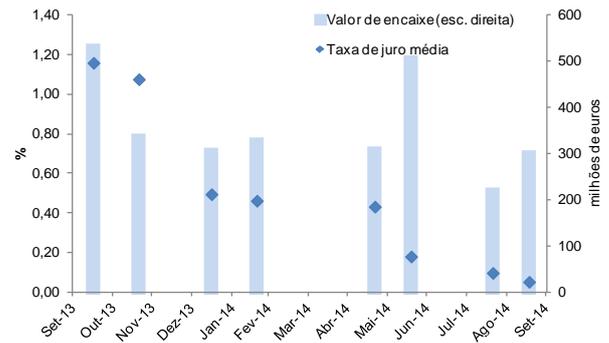
Fontes: IGCP e cálculos da UTAO | Notas: 1) Em fase competitiva e não competitiva. 2) No caso da OT o montante da procura é aproximado.

**Gráfico 5 – Bilhetes do Tesouro a doze meses**  
(em milhões de euros e em percentagem)



Fontes: IGCP e cálculos da UTAO.

**Gráfico 6 – Bilhetes do Tesouro a três meses**  
(em milhões de euros e em percentagem)



Fontes: IGCP e cálculos da UTAO.

**16 Registou-se uma revisão em alta das necessidades de financiamento do Estado para o ano de 2014.** De acordo com a informação divulgada aos investidores pelo IGCP, as necessidades de financiamento do Estado para 2014 foram revistas em alta de 28,2 mil M€, previsão efetuada em agosto, para 29,6 mil M€ em setembro (Tabela 6). Para tal contribuiu, sobretudo: (i) a transferência da contribuição sobre o sector bancário de 2013 e 2014 para o Fundo de Resolução no valor de 297 M€;<sup>8</sup> (ii) a disponibilização de 40 M€ para empréstimos a atribuir aos municípios que solicitem apoio financeiro de urgência no âmbito do Fundo de Apoio Municipal (FAM); (iii) o aumento da previsão dos empréstimos a efetuar à Parups em 27,6 M€; (iv) a assunção de passivos e de responsabilidade da EMA – Empresa de Meios Aéreos e dos estabelecimentos fabris do exército (34,2 M€); e (v) o aumento da previsão de recompras de títulos de médio e longo prazo em 2014, nomeadamente da OT com maturidade a Outubro de 2015 (Gráfico 7).<sup>9</sup> No âmbito desta recompra, registou-se uma revisão em baixa das amortizações de títulos de médio e longo prazo em 2015, tendo contribuído para a redução da previsão para as necessidades de financiamento do Estado para 2015 (de 16,2 mil M€ para 15,6 mil M€). Por último, de salientar que o acréscimo das necessidades de financiamento do Estado em 2014 são financiadas, em parte, pelo uso de depósitos do próprio subsector, os quais se deverão situar em 9,6 mil M€ no final do ano, representando uma redução de 5,7 mil M€ face a 2013. Para 2015, está prevista uma liquidez de 2,5 mil M€ no final do ano, sendo que esta previsão não se alterou de agosto para setembro.

<sup>8</sup> Adicionalmente foi efetuado um adiantamento de 635 M€ ao Fundo de Resolução por parte do Estado por conta dos bancos, em agosto, cuja verba foi já restituída, pelo que na sequência desta operação não ocorreu um aumento de necessidades de financiamento do Estado, em termos anuais. Segundo comunicado de imprensa da APB, foi celebrado, no dia 28 de agosto, um contrato de empréstimo entre o Fundo de Resolução e um conjunto de Bancos que integra as seguintes instituições: Banco BIC, Banco BPI, Banco Comercial Português, Banco Popular Portugal, Banco Santander Totta, Caixa Central de Crédito Agrícola Mútuo, Caixa Económica Montepio Geral e Caixa Geral de Depósitos. O referido empréstimo tem o montante de 700 M€, valor esse que, por um lado, será utilizado para pagar ao Estado o adiantamento que fez por conta dos Bancos, no valor de 635 milhões de euros, para efeitos de realização do capital social do Novo Banco, S.A., e por outro, para assegurar o pagamento futuro de juros devidos pelo Fundo de Resolução ao Estado, nos termos do Contrato de Empréstimo do Estado.

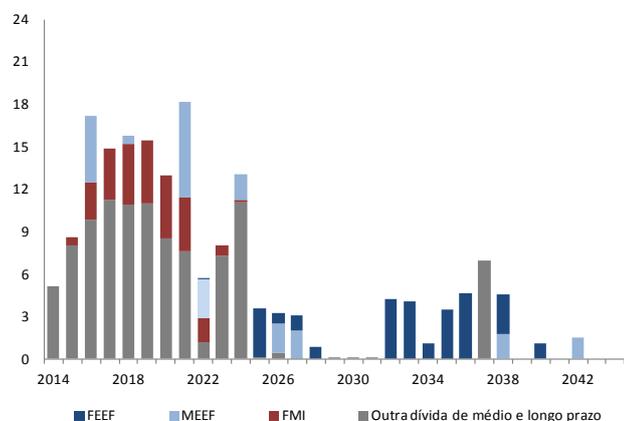
<sup>9</sup> Dos 13,5 mil M€ previstos para amortização de títulos de médio e longo prazo, 4,5 mil M€ dizem respeito à OT amortizada em junho de 2014 e 5,6 mil M€ à OT a amortizar em outubro (Gráfico 8).

**Tabela 6 – Necessidades de financiamento do Estado**  
(em milhares de milhões de euros)

	Previsão em setembro 2014		Previsão em agosto 2014	
	2014	2015	2014	2015
<b>Necessidades de Financiamento do Estado</b>	<b>29,6<sup>1</sup></b>	<b>15,6<sup>1</sup></b>	<b>28,2<sup>1</sup></b>	<b>16,2<sup>1</sup></b>
<b>Necessidades de Financiamento Líquidas</b>	<b>16,1<sup>1</sup></b>	<b>7,1<sup>1</sup></b>	<b>15,6<sup>1</sup></b>	<b>7,1<sup>1</sup></b>
Défice do sub-setor Estado	7,4 <sup>1</sup>	4,3 <sup>1</sup>	7,4 <sup>1</sup>	4,3 <sup>1</sup>
Recapitalização do setor bancário privado				
Aquisição líquida de ativos financeiros	8,8 <sup>1</sup>	2,7 <sup>1</sup>	8,3 <sup>1</sup>	2,7 <sup>1</sup>
Privatizações	-0,1 <sup>1</sup>		-0,1 <sup>1</sup>	
<b>Amortizações títulos de médio e longo prazo</b>	<b>13,5<sup>1</sup></b>	<b>8,6<sup>1</sup></b>	<b>12,6<sup>1</sup></b>	<b>9,2<sup>1</sup></b>
<b>Uso de depósitos para financiamento do Estado</b>	<b>5,7<sup>1</sup></b>	<b>7,1<sup>1</sup></b>	<b>5,3<sup>1</sup></b>	<b>7,5<sup>1</sup></b>
<b>Posição de liquidez do Estado no final do ano dos quais: IREF</b>	<b>9,6<sup>1</sup></b>	<b>2,5<sup>1</sup></b>	<b>10<sup>1</sup></b>	<b>2,5<sup>1</sup></b>

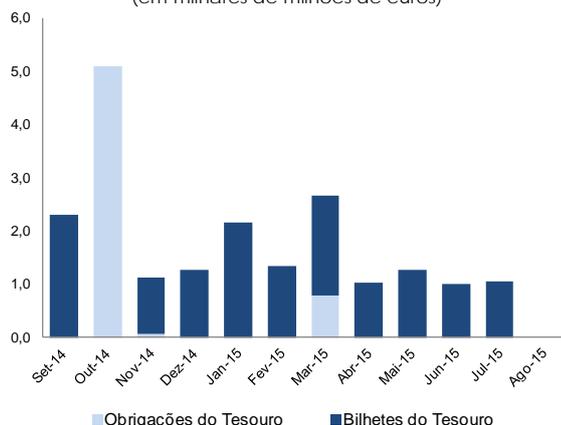
Fontes: IGCP, apresentação aos investidores de setembro e de agosto.

**Gráfico 7 – Plano de amortização de dívida de médio e longo prazo**  
(em milhares de milhões de euros)



Fontes: IGCP. | Nota: A maturidade dos empréstimos do MEEF será estendida por um prazo de 7 anos em média. A extensão de cada empréstimo será operacionalizada próximo da respetiva data de amortização, não se esperando que Portugal venha a ter de refinar qualquer empréstimo do MEEF antes de 2026.

**Gráfico 8 – Plano de amortização de dívida nos próximos 12 meses**  
(em milhares de milhões de euros)



Fontes: IGCP e cálculos da UTAO.

## Caixa 1. Alteração do sistema de votação do Conselho de Governadores do BCE

O BCE divulgou a lista de governadores sujeitos a rotatividade dos direitos de voto, no âmbito do novo sistema de votação que entrará em vigor em 1 de janeiro de 2015.

Por forma a assegurar que as decisões do Conselho de Governadores são tomadas de forma eficiente mesmo perante o alargamento da área do euro, o Conselho da União Europeia deliberou, em 2003, sobre o sistema de votação do BCE. O sistema de rotatividade nas decisões deverá ser implementado quando a composição do Conselho de Governadores exceder 18 membros. Note-se que já a partir de janeiro de 2015, com a adoção do euro pela Lituânia, o Conselho de Governadores passa a 19 membros.

Este sistema de rotatividade baseia-se nos seguintes princípios: i) “um membro, um voto”, aplicando-se a todos os membros com direito de voto; ii) todos os membros continuam a participar nas reuniões, mantendo o direito de se expressar, independentemente do direito de voto; iii) manter a suficiente representatividade da economia da área do euro. A cedência de direitos de voto exclui decisões sobre os estatutos do Sistema Europeu de Bancos Centrais, mas aplica-se a decisões de política monetária.

A rotatividade dos direitos de voto envolve, numa primeira fase, a constituição de dois grupos de países (enquanto o número de governadores for inferior a 21), em função da dimensão das suas economias, por forma a garantir o princípio da representatividade da economia da área do euro (Tabela 1). Com o aumento do número de governadores, serão constituídos 3 grupos de países, o que corresponde à segunda fase do sistema de rotatividade (Tabela 2).

**Tabela 1. Sistema de rotatividade com 2 grupos**

Número total de governadores	Grupo 1			Grupo 2		
	Governadores	Votos	Frequência de voto	Governadores	Votos	Frequência de voto
19	5	4	80%	14	11	79%
20	5	4	80%	15	11	73%
21	5	4	80%	16	11	69%

Fonte: BCE.

**Tabela 2. Sistema de rotatividade com 3 grupos**

Número total de governadores	Grupo 1			Grupo 2			Grupo 3		
	Governadores	Votos	Frequência de voto	Governadores	Votos	Frequência de voto	Governadores	Votos	Frequência de voto
22	5	4	80%	11	8	73%	6	3	50%
23	5	4	80%	12	8	67%	6	3	50%
24	5	4	80%	12	8	67%	7	3	43%
25	5	4	80%	13	8	62%	7	3	43%
26	5	4	80%	13	8	62%	8	3	38%
27	5	4	80%	14	8	57%	8	3	38%

Fonte: BCE.

No novo sistema de votação, a ordenação da cedência dos direitos de voto foi decidida por sorteio. Em janeiro de 2015, e durante o primeiro mês, o governador do banco central de Espanha é o primeiro a ceder o direito de voto no grupo 1 (composto por 5 governadores), os governadores dos bancos centrais da Estónia, Irlanda e Grécia irão ceder os seus direitos de voto no grupo 2.<sup>10</sup> Os seis membros do Conselho Executivo do BCE mantêm o direito de voto permanente.

<sup>10</sup> O grupo 1 é constituído por Espanha, França, Itália, Holanda e Alemanha, com cedência de direito de voto por esta ordem, durante um mês. No grupo 2, constituído pelos restantes países, inclui-se Portugal que deverá ceder o seu direito de voto em agosto, setembro e outubro.