

Condições de Mercado

1 O recente recurso ao programa de assistência financeira do FMI/UE, e a consequente interrupção das emissões de títulos de longo prazo, leva a que o comportamento verificado em mercado secundário por estes mesmos títulos passe a ter um valor meramente informativo sobre o nível de risco percebido pelos investidores. Desta forma, mais do que analisar o comportamento das *yields* das Obrigações do Tesouro (OT), importa acompanhar a evolução do seu diferencial (*spread*) face aos títulos alemães enquanto medida do nível de risco atribuído aos títulos portugueses.

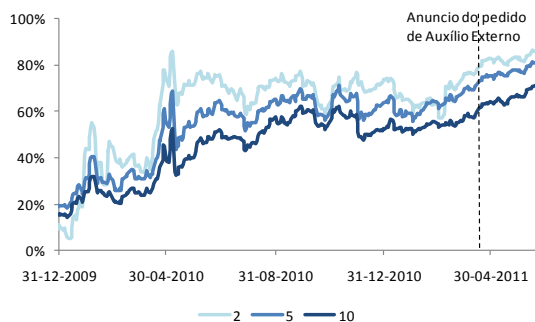
Tabela 1 – Evolução do *spread* a 10 anos vs Alemanha (em p.p.)

	Bélgica	Grécia	Irlanda	Itália	Portugal	Espanha
31-Dez-09	0,3	2,4	1,5	0,8	0,7	0,6
31-Dez-10	1,0	9,5	6,1	1,9	3,6	2,5
31-Jan-11	1,1	8,2	6,0	1,6	3,9	2,2
28-Fev-11	1,1	8,8	6,2	1,7	4,3	2,2
31-Mar-11	0,9	9,5	6,9	1,5	5,1	1,9
30-Abr-11	1,0	12,4	7,3	1,5	6,4	2,1
30-Mai-11	1,2	13,0	8,0	1,8	6,6	2,3
22-Jun-11	1,2	13,9	8,8	1,9	8,2	2,6
Var Mai/Jun	0,0	0,8	0,8	0,2	1,6	0,2
Var Dez10/Jun	0,2	4,4	2,7	0,1	4,6	0,1

Fontes: Bloomberg e cálculos da UTAO.

2 Quando analisada a evolução do *spread* das OT portuguesas a 10 anos face a títulos alemães de igual maturidade, verifica-se que o aumento deste diferencial, embora enquadrado no aumento generalizado verificado em vários países da área do euro, foi mais significativo no caso português. Embora o *spread* actual (8,2 p.p.), não seja o mais elevado, verifica-se que, quando comparado com o verificado no final de 2009 (0,7 p.p.), o risco atribuído a Portugal passou de um nível semelhante ao da Bélgica, Itália ou de Espanha, para um nível mais semelhante ao da Irlanda ou da Grécia. Este comportamento será explicado não só pelo efeito de contágio do risco percebido noutros países (já que todos os *spreads* aumentaram), mas também por uma maior sensibilidade por parte dos investidores ao risco específico apresentado por Portugal. O agravamento da percepção de risco é ainda mais pronunciado quando analisado desde o início do corrente ano (+ 4,6 p.p.) ou ao longo do último mês (+1,6 p.p.), uma vez que o *spread* dos títulos portugueses é o que apresenta a maior subida desde o início do ano neste conjunto de países.

Gráfico 1 – Evolução das probabilidades de incumprimento da dívida portuguesa a 2, 5 e 10 anos



Fontes: Bloomberg e cálculos da UTAO.

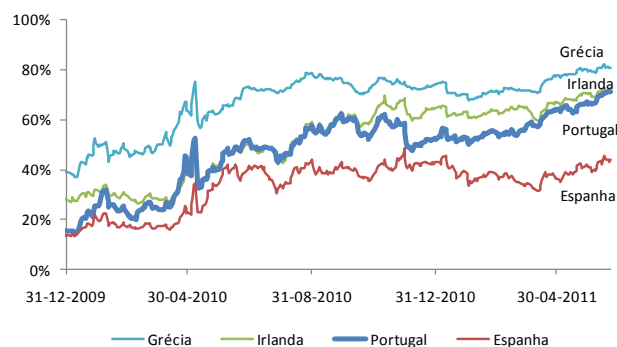
Nota: Para calcular a probabilidade de incumprimento percebida foi utilizada a seguinte abordagem, seguida em diversos estudos recentes nomeadamente o mais recente da OCDE "A Market Perspective on the European Sovereign Debt and Banking Crisis", de Fevereiro de 2011:

$$\text{Probabilidade de Incumprimento} = \frac{\text{Spread}}{(1 - TR + \text{Yield})}$$

Em que TR corresponde à percentagem de recuperação assumida. Para este exercício foi considerada uma percentagem de 60% que corresponde à média dos últimos incumprimentos considerados pelo FMI. A probabilidade estimada não representa necessariamente uma probabilidade real de incumprimento, mas pretende quantificar o impacto que diferentes níveis de *yields* e de *spreads* podem ter no nível de risco percebido pelos investidores. A última observação data de 22 de Junho.

3 Os *spreads* podem ainda ser utilizados para estimar a probabilidade de incumprimento (*default*) percebida pelos investidores a um horizonte igual ao da maturidade do título subjacente. Utilizando a mesma metodologia da OCDE, a UTAO estimou as probabilidades de incumprimento para os prazos de 2, 5 e 10 anos (Gráfico 1). A evolução temporal destas probabilidades revela que o recurso ao programa de assistência financeira por parte de Portugal não interrompeu a tendência de subida já verificada desde 2009, atingindo máximos em todos os prazos considerados. Assim, a 2 anos, estima-se que os investidores percebem actualmente uma probabilidade de incumprimento de cerca de 87%. Em prazos mais longos essa probabilidade desce, sendo de cerca de 71% a 10 anos. A evolução ascendente da percepção do risco por parte dos investidores, assim como o facto de esta ser maior em prazos mais curtos, deve-se não só às dúvidas quanto à situação portuguesa, mas também quanto às incertezas de curto prazo em redor dos futuros mecanismos de resolução de crises financeiras na área do euro.

Gráfico 2 – Evolução das probabilidades de incumprimento a 10 anos



Fontes: Bloomberg e cálculos da UTAO.

Nota: A última observação data de 22 de Junho.

4 Tal como já verificado na Tabela 1, quando comparada a evolução da probabilidade de incumprimento de Portugal com a mesma probabilidade estimada para outros países, chega-se à conclusão que esta estará mais próxima do nível estimado para a Grécia e Irlanda do que para Espanha. No entanto, ao longo dos últimos meses, os maiores receios de contágio de eventuais efeitos negativos de um incumprimento por parte da Grécia fizeram com que estes países assistissem a um aumento da probabilidade de incumprimento percebida pelos investidores nos próximos 10 anos.

Movimento da Dívida Pública

5 A dívida directa do Estado situou-se em 164 348 M€ no final de Maio de 2011 (Tabela 2), registando um aumento de 6171 M€ face ao mês anterior e um aumento de 24 063 M€ comparativamente ao mês homólogo de 2010 (+14,7%). No mês de Maio deu-se início ao financiamento externo ao abrigo do programa de assistência financeira, tendo totalizado cerca de 8 mil M€ (4,9% do total da dívida).

6 Ainda no mês de Maio manteve-se um montante elevado de resgate de Certificados de Aforro (536 M€), tendo o stock deste instrumento de dívida reduzido em 3047 M€ em termos homólogos. A subscrição líquida de Certificados do Tesouro (76 M€ no mês de Maio e 1214 M€ desde o seu lançamento) não tem compensado o resgate dos Certificados de Aforro. Para a menor subscrição dos Certificados do Tesouro terá contribuído o aumento da percepção de risco da dívida soberana por parte dos aforradores e a suspensão da actualização das taxas de juro daquele instrumento de poupança. Por fim, destaca-se a amortização parcial dos empréstimos de curto prazo, obtidos no mês anterior com recurso a operações de reporte (*repos*).

Tabela 2 – Dívida directa do Estado
(posições em final de período, em M€)

	Mai-10	Abr-11	Mai-11	Tvh (%)
Titulada	120 164	135 707	137 804	14,7
Curto prazo	23 694	22 448	24 493	3,4
Médio e longo prazo	96 470	113 259	113 312	17,5
Não titulada	20 121	22 470	18 550	-7,8
Cert. Aforro	16 523	14 012	13 476	-18,4
Cert. do Tesouro	0	1 138	1 214	
Outra	3 598	7 320	3 860	7,3
Assist. Financeira	-	-	7 994	
Total	140 285	158 177	164 348	17,2
Por memória:				
Transaccionável	115 115	130 510	132 657	15,2
Não Transaccionável	25 172	27 667	31 690	25,9
Não euro	2 365	1 942	8 317	

Fonte: IGCP e cálculos da UTAO.

Nota: As posições estão valorizadas em termos nominais, excepto os títulos emitidos a desconto, que se encontram ao valor descontado.

7 O recurso ao programa de assistência financeira, iniciado no mês de Maio, determinou que tenham ocorrido ao longo último mês apenas três emissões em mercado a prazos reduzidos (3 e 6 meses). Contudo, a taxa de juro média de emissão manteve-se em níveis elevados.

Tabela 3 – Emissões de dívida mais recentes

Maturidade	BT	BT	BT
	Set-11	Set-11	Dez-11
Data da Transacção	01-Jun	15-Jun	15-Jun
Prazo	3 meses	3 meses	6 meses
Montante Colocado (M€)	850	612	388
Montante de Procura (M€)	2 322	1 471	1 479
Taxa média (%)	5,0	4,9	5,0
Por memória: emissão anterior com maturidade equivalente (%)	Mai-11	Jun-11	Abr-11
	4,7	5,0	5,1

Fonte: IGCP e cálculos da UTAO.

8 Os empréstimos já recebidos ao abrigo do programa de assistência financeira totalizam 13 957 M€, representando cerca de 18% dos 78 mil M€ do total a ser emprestado até 2013 (incluindo o montante de 12 mil M€ para o reforço do sistema financeiro). As 4 tranches já recebidas têm uma maturidade média ponderada de cerca de 8 anos. Os empréstimos recebidos no âmbito do MEEF e do FEEF incorrem numa taxa de juro (fixa) ponderada de 5,8%; já o montante recebido via FMI está sujeito a uma taxa variável, à qual é acrescido um *spread* que variará entre 1% na fase inicial e 4% no final do período.

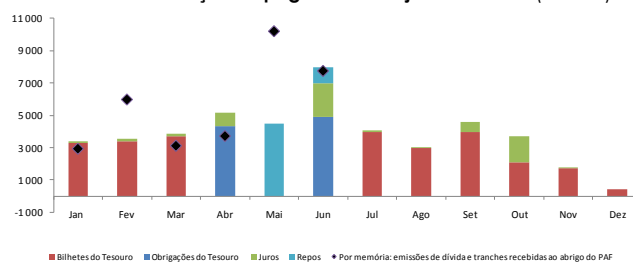
Tabela 4 – Empréstimos ao abrigo do Programa de Assistência Financeira

Maturidade	FMI	MEEF	FEEF	
	2018	2021	2021	2016
Data	20-Mai	25-Mai	22-Jun	29-Jun
Prazo (anos)	7,3	10,0	10,0	5,0
Montante (M€)	6 307	1 750	3 700	2 200
Taxa (%)	0,58+ spread (1,0-4,0)	5,7	6,1	4,9

Fontes: IGCP, FEEF e cálculos da UTAO.

9 Nos próximos três meses, incluindo o presente mês de Junho, as necessidades brutas de financiamento associadas a amortizações de OT, BT e *Repos*, e o respectivo pagamento de juros, excluindo *swaps*, totalizarão cerca de 15 mil M€. O mês de Junho será aquele em que se espera um esforço de refinanciamento maior, pois está prevista a amortização de uma OT de 4899 M€, acrescida do pagamento (estimado) de juros de 2064 M€ associados a várias OT, bem como a amortização de *Repos* no valor de cerca de 1000 M€. Nos próximos 12 meses, as necessidades brutas de financiamento do Estado deverão ascender a cerca de 42 474 M€ (25% do total do stock de dívida), às quais acrescerá ainda o financiamento do défice orçamental e o financiamento de eventuais empréstimos do Tesouro a empresas públicas que se vejam impossibilitadas de recorrer a financiamento em mercado.

Gráfico 3 – Amortizações e pagamento de juros em 2011 (em M€)



Fonte: IGCP e cálculos da UTAO para os juros. | Nota: O pagamento de juros foi estimado pela UTAO com base no montante vivo de dívida pública em cada momento, não tendo em conta a gestão activa da carteira.

Projecções do FMI para a Dívida Pública

10 Na sequência do programa de assistência financeira efectuado pelas autoridades portuguesas, os técnicos do FMI elaboraram um relatório detalhado sobre a economia portuguesa, do qual fazem parte, entre outras, projecções macroeconómicas para a dívida pública e para os juros a pagar até 2016. De acordo com essas projecções, a dívida pública, em contabilidade nacional, expressa em percentagem do produto atingirá o seu valor máximo em 2013 (200,7 mil M€ em valor absoluto) e situar-se-á em 111,0% do PIB no final do período de projecção. Por seu turno, os juros a pagar atingirão 5,1% do PIB a partir de 2013, inclusive. A projecção tem subjacente um saldo primário positivo de 2012 em diante, aumentando progressivamente até atingir os 3,3% do PIB em 2016.

Tabela 5 – Principais indicadores subjacentes ao relatório do FMI

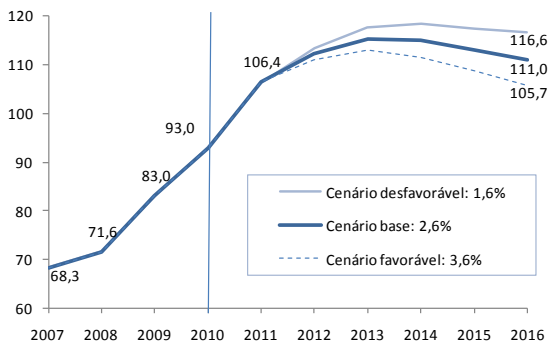
	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Dívida Pública (% PIB)	83,0	93,0	106,4	112,2	115,3	115,0	112,9	111,0
Saldo orçamental (% PIB)	-10,1	-9,1	-5,9	-4,5	-3,0	-2,3	-1,9	-1,8
Saldo primário (% PIB)	-7,2	-6,1	-1,7	0,3	2,1	2,8	3,2	3,3
Juros (M€)	4 872	5 195	7 127	8 137	8 807	9 302	9 541	9 841
Juros (% PIB)	2,9	3,0	4,2	4,8	5,1	5,1	5,1	5,1
Taxa de juro implícita (%)	4,0	3,7	4,4	4,5	4,6	4,6	4,6	4,7
PIB real (tvh)	-2,5	1,3	-2,2	-1,8	1,2	2,5	2,2	2,0
Consumo Público (tvh)	3,7	1,8	-6,8	-4,8	-1,7	0	0,1	1,0
Investimento Público (tvh)	3,1	10,9	-26,2	-21,0	-16,1	-1,7	2,0	4,7

Fonte: FMI (Staff Report, Junho 2011).

11 As projecções para a dívida pública comportam um elevado grau de incerteza, uma vez que dependem de um conjunto de variáveis, entre outras, do crescimento projectado para o PIB nominal ao longo do período. A título meramente indicativo, considerando as projecções do FMI como cenário base, apresenta-se no

12 Gráfico 4 o efeito da variação de um ponto percentual na taxa de crescimento média do PIB nominal (mantendo tudo o resto constante), construindo-se assim dois cenários, um desfavorável e outro favorável.

Gráfico 4 – Sensibilidade da dívida pública a alterações da taxa de crescimento média anual do PIB nominal (em % PIB)



Fonte: FMI (Staff Report, Junho 2011) e cálculos da UTAO.

13 Através deste exercício elementar conclui-se que a dívida pública em percentagem do PIB, no final do horizonte de projecção, poderá situar-se entre os 105,7 e 116,6% do PIB, consoante a actividade económica evolua mais ou menos favoravelmente. De notar que a evolução menos favorável da actividade económica comporta riscos acrescidos para a trajectória da dívida pública, as quais decorrem da menor receita de impostos e do aumento de determinadas despesas públicas que desempenham uma função de estabilização automática da economia, tais como as prestações sociais. Acresce ainda o efeito bola de neve positivo, resultante de durante este período se estimar uma taxa de crescimento nominal da economia inferior à taxa de juro implícita da dívida. A evolução menos favorável da actividade traduzir-se-ia em défices públicos mais elevados e em acréscimos de dívida pública superiores aos estimados naquele cenário.

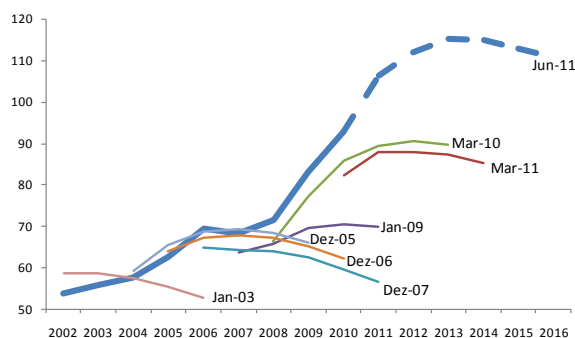
14 Mesmo considerando o cenário mais favorável, a dívida pública em percentagem do PIB atingirá em 2016 um valor superior em 12,7 p.p. ao registado no final do ano 2010. Caso se mantivesse este ritmo de redução do rácio da dívida nos anos seguintes, apenas em 2021 o rácio da dívida se situaria abaixo dos 93% do PIB registados em 2010.

15 Com efeito, a estabilização do rácio da dívida pública em percentagem do PIB durante os próximos anos será especialmente relevante, pois dela resultará uma indicação sobre a (in)sustentabilidade das finanças públicas portuguesas. No Gráfico 5 coloca-se em confronto a trajectória da dívida pública desde 2002 e as diversas previsões elaboradas desde 2003 nos Programas de Estabilidade e Crescimento. Conclui-se que, sem excepção, as projecções efectuadas até ao momento não foram bem sucedidas na antecipação da real trajectória da dívida pública, apresentando um erro de previsão médio no último ano de projecção de -21,5 p.p. do PIB face ao verificado.

16 Tal como referido anteriormente, a estabilização da dívida pública conforme o estabelecido no programa de assistência financeira implicará a observância de um longo período de ajustamento orçamental, nomeadamente a

manutenção de um excedente primário duradouro. Este ajustamento seria ainda mais prolongado e ambicioso se o objectivo a médio prazo fosse o de reduzir a dívida pública progressivamente até aos 60% do PIB.

Gráfico 5 – Previsões para a trajectória da dívida pública (em % PIB)



Fonte: AMECO e Eurostat (valores oficiais para a dívida pública bruta consolidada até 2010), FMI (projecções para 2011-2016) e sucessivas actualizações ao Programa de Estabilidade e Crescimento.

17 Uma forma normalmente utilizada para aferir a exequibilidade dos actuais planos de assistência financeira passa por comparar os ajustamentos actualmente previstos com alguns dos episódios recentes de ajustamentos orçamentais relativamente duradouros na Europa, nos quais se inclui o ajustamento efectuado em Portugal na primeira metade da década de 1980. Com efeito, em média, estes ajustamentos duraram entre 6 e 7 anos e permitiram a correcção do saldo primário em 9,4 p.p. do PIB. No entanto, o ajustamento do saldo primário durante este período não permitiu a redução da dívida pública em percentagem do PIB. Com efeito, em média, esta aumentou 13,2 p.p. em larga medida devido ao peso dos juros no saldo orçamental e à sua consequente dinâmica no rácio da dívida.

Tabela 6 – Episódios recentes de ajustamento orçamental na Europa

	Ano inicial	Ano final	Duração (anos)	Saldo Primário			Dívida Pública		
				Inicial (% PIB)	Final (% PIB)	Ajust (p.p.)	Inicial (% PIB)	Final (% PIB)	Var. (p.p.)
Bélgica	1981	1990	9	-7,1	4,0	11,1	86,5	125,7	39,2
Dinamarca	1982	1986	4	-1,0	10,5	11,5	64,5	66,2	1,7
Grécia	1989	1994	5	-6,3	4,4	10,7	64,2	96,3	32,1
Itália	1987	1997	10	-3,7	6,6	10,3	88,6	118,1	29,5
Finlândia	1993	2000	7	-0,6	7,7	8,3	56,6	43,8	-12,8
Suécia	1993	1998	5	-2,1	6,2	8,3	70,0	69,9	-0,1
Reino Unido	1993	2000	7	-3,8	5,3	9,1	44,5	41,0	-3,5
Portugal	1980	1984	4	-4,9	1,2	6,1	29,6	48,8	19,2
Média			6,4	-3,7	5,7	9,4	63,1	76,2	13,2
Programas de Assistência Financeira em curso na área do euro									
Grécia	2009	2014	5	-10,1	6,0	16,1	127,0	154,0	27,0
Irlanda	2009	2015	6	-12,2	1,8	14,0	65,6	118,7	53,1
Portugal	2009	2016	7	-7,2	3,3	10,5	83,0	111,0	28,0

Fonte: AMECO, FMI e cálculos da UTAO.

Nota: Saldo primário ajustado do ciclo económico, com excepção para as projecções do FMI.

18 Quando se compara o ajustamento orçamental previsto nos recentes programas de assistência financeira para a Grécia, Irlanda e Portugal (apenas para o horizonte de projecção apresentado nos documentos de suporte) verifica-se que o programa de ajustamento a implementar em Portugal será o menos exigente do ponto de vista da redução do saldo primário, uma vez que o ponto de partida é também o mais reduzido dos três países. Em qualquer dos três casos, o ajustamento a efectuar tem subjacente um aumento do rácio da dívida pública face ao ano inicial superior ao verificado nos episódios de consolidação ocorridos nas décadas de 80 e 90 do séc. XX, pese embora tenha associada uma correcção superior do saldo primário.

19 O relatório técnico do FMI apresenta as necessidades e as fontes de financiamento até 2016 subjacentes ao programa de assistência financeira. Com efeito, no exercício considera-se a disponibilização da totalidade do montante do programa (78 mil M€), incluindo o montante subjacente ao *Bank Solvency Support Facility* (12 mil M€). De salientar que as projecções do FMI implicam o recurso ao mercado de dívida de longo prazo a partir de 2013, totalizando 62,7 mil M€ entre 2013 e 2016. Ao longo de todo o período também está previsto o recurso ao mercado da dívida de curto prazo. O valor a pagar em juros nos próximos 6 anos totalizará 52,6 mil M€ e o excedente primário acumulado será de 19 mil M€, o qual traduz a diferença (positiva) entre as receitas e as despesas primárias que é necessária atingir até 2016. A dimensão das amortizações de dívida pública é de tal ordem significativa, que o financiamento do défice orçamental representa apenas 16,2% do total das necessidades brutas para o período entre 2011 e 2016.

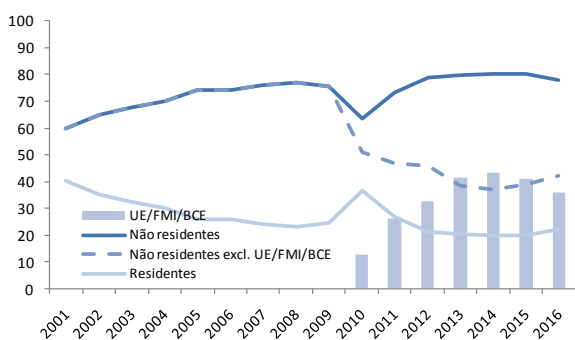
Tabela 7 – Necessidades e Fontes de Financiamento da Administração Pública (em mil M€ de euros)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Total 2011/16
1. Necessidades Brutas (1=2+3+4)	42,3	56,5	36,0	29,9	30,0	24,6	29,8	206,8
2. Déficit Orçamental	15,8	10,0	7,5	5,1	4,2	3,6	3,2	33,6
d.q Juros	5,2	7,1	8,1	8,8	9,3	9,5	9,8	52,6
Déficit Primário	10,6	2,9	-0,6	-3,7	-5,1	-5,9	-6,6	-19,0
3. Amortizações	26,5	29,6	24,0	18,7	23,0	21,0	26,6	142,9
Médio e longo prazo	7,3	9,6	12,7	9,8	14,1	10,6	9,9	66,7
Curto prazo	19,2	20,1	11,2	8,9	8,9	8,9	8,9	66,9
União Europeia e FMI	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,5	7,8	9,3
4. Outras¹	0,0	16,8	4,5	6,1	2,8	0,0	0,0	30,2
1. Fontes de Financiamento (1=2+3+4)	42,3	56,5	36,0	29,9	30,0	24,6	29,8	206,8
2. Institucional	-	37,8	25,0	10,0	5,1	-	-	78,0
União Europeia	-	25,2	16,7	6,7	3,4	-	-	52,0
FMI	-	12,6	8,3	3,3	1,7	-	-	26,0
3. Mercado	41,4	16,7	8,9	18,8	24,8	24,6	29,8	123,8
Médio e longo prazo	21,3	5,5	0,0	10,0	16,0	15,8	20,9	68,2
Curto prazo	20,1	11,2	8,9	8,9	8,9	8,9	8,9	55,7
4. Receitas de Privatização	0,9	2,0	2,0	1,0	0,0	0,0	0,0	5,0

Fonte: FMI (*Staff Report*, Junho 2011).

Notas: (1) Inclui os montantes relativos ao programa de *Bank Solvency Support Facility* (12 mM€), os custos de reestruturação do sector bancário e outro financiamento líquido de curto prazo.

Gráfico 6 – Detentores da dívida pública - distribuição entre residentes e não residentes (em % do Total)



Fonte: Banco de Portugal (valores históricos), FMI para o montante do PAF, estimativas de bancos de investimento (para a detenção de títulos pelo BCE) e cálculos da UTAO.

20 O recurso ao Programa de Assistência Financeira tem igualmente consequências ao nível dos detentores da dívida pública. De acordo com as projecções do FMI, a dívida pública detida por residentes manter-se-á em níveis consideravelmente baixos, inferiores a 30% do total da dívida, anulando-se o aumento pontual do seu peso por efeito das restrições ao financiamento no mercado externo que se intensificou a partir de Maio de 2010. Os não

residentes (excepto os financiadores do Programa de Assistência Financeira e BCE) continuarão a reduzir a sua exposição à dívida pública portuguesa, invertendo progressivamente essa tendência a partir de 2014, à medida que o reembolso dos empréstimos do programa de assistência financeira se for efectuando.

21 A previsão do FMI para as fontes de financiamento inclui ainda um montante para as receitas das privatizações, com efeitos na redução da dívida pública (5 mil M€). Importa enquadrar esse valor no total dos activos das administrações públicas. Com efeito, o total dos activos em acções e outras participações no capital de sociedades representava 18,1% do PIB, se considerada apenas a carteira da Administração Central. Constatase que, em média, as administrações centrais dos países da área do euro detêm uma carteira inferior em cerca de 4 p.p. do PIB.

Tabela 8 – Activos das administrações públicas em acções e outras participações no capital de sociedades, 2010 (em % do PIB)

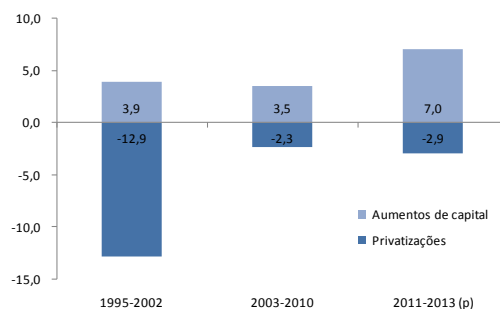
	Dívida Pública	Total de Activos	d.q. Acções e Outras Participações			
			Total	Adm. Central	Adm. Reg. e Local	Seg. Social
Portugal	93,0	34,3	20,3	18,1	0,7	1,5
Grécia	142,8	33,1	16,3	15,2	0,0	1,1
Irlanda	96,2	43,3	14,6	14,6	0,0	0,0
Espanha	60,1	25,9	8,9	7,6	0,4	0,0
Média Área do Euro	69,9	40,2	20,5	14,2	1,2	4,8
<i>Por memória:</i>						
Portugal (em mM€)	160,5	59,2	35,0	31,2	1,2	2,6

Fonte: Eurostat, AMECO e cálculos da UTAO.

Notas: A dívida pública bruta consolidada encontra-se expressa em termos nominais, em conformidade com critérios do tratado de *Maastricht*, utilizados para efeitos de avaliação de défices excessivos. Os activos estão expressos ao valor de mercado (ou aproximado), tal como definidos no âmbito das Contas Financeiras trimestrais.

22 Se, por um lado, o total dos activos em acções da Administração Central se encontra ligeiramente acima da média da área do euro, por outro lado, as receitas das privatizações têm uma importância relativamente modesta para a futura redução da dívida pública. Adicionalmente, entre 2003 e 2010, os aumentos de capital efectuados pelas administrações públicas enquanto accionistas suplantaram as receitas de privatizações, podendo o mesmo vir a ocorrer nos próximos três anos caso seja utilizado integralmente o programa para a capitalização do sector financeiro.

Gráfico 7 – Contributos das receitas de privatizações e dos aumentos de capital para a variação da dívida pública (em p.p. do PIB)



Fonte: FMI (*Staff Report*), Banco de Portugal e Ministério das Finanças.

Nota: Como hipótese de trabalho assumiu-se a utilização integral do programa *Bank Solvency Support Facility* para a capitalização do sector financeiro em consequência dos aumentos previstos para os rácios de capital dos bancos. Em contrapartida, não se consideraram quaisquer aumentos de capital em empresas do sector público administrativo para o período 2011-2013. Os aumentos de capital excluem as injeções de capital, as quais são consideradas transferências de capital na óptica de contas nacionais, e têm impacto directo no défice público.

Os documentos da UTAO encontram-se disponíveis em <http://www.parlamento.pt/sites/COM/XILEG/5COF/Paginas/UTAO.aspx>