

## A GRÉCIA E O APOIO DO EUROGRUPO

□ **A primeira avaliação do 3º programa de assistência à Grécia foi concluída com sucesso junto do Eurogrupo, possibilitando o desembolso da segunda tranche, de montante total de €10.3 mil milhões, desbloqueando já em Junho uma parcela e ficando o restante dependente do cumprimento de algumas condições pelos responsáveis helénicos. Nesta nota fazemos uma breve resenha dos vários pacotes de assistência e do que esteve em causa no recente processo negocial entre o Eurogrupo e as autoridades helénicas, para além da inclusão de uma descrição sucinta do plano de desembolsos e das medidas incluídas no Memorando de Entendimento. A propósito do braço de ferro FMI-CE que ainda decorre (a participação do Fundo no 3º Programa ainda é condicional), destacamos algumas das conclusões que o Fundo inclui numa nota recente sobre a sustentabilidade da dívida pública (DSA Debt Sustainability Analysis) da República da Grécia. Neste contexto, salientam-se algumas das questões abordadas pelo Fundo nesta análise e que colocam em perspectiva a dificuldade da Grécia tornar a sua dívida sustentável, num processo que diferencia o país dos seus congéneres do espaço da União Económica e Monetária.**

### 1. O historial recente do programa de assistência financeira à Grécia

A primeira avaliação do 3º programa de assistência à Grécia foi concluída com sucesso junto do Eurogrupo, possibilitando o desembolso da segunda tranche, de montante total de €10.3 mil milhões, dividida em duas parcelas distintas: €7.5 mil milhões a ser entregue em Junho, destinada a cobrir as necessidades de financiamento e saldar dívidas a fornecedores, visando impulsionar a economia grega (estão incluídos os €748 milhões devidos ao FMI e os €2.3 mil milhões devidos ao BCE até Julho); os subsequentes desembolsos, correspondendo ao remanescente, serão entregues depois do Verão e terão o mesmo objectivo de cobrir as necessidades de serviço da dívida e cumprir responsabilidades assumidas pelo Estado helénico. Contudo, o desembolso desta segunda parcela estará dependente do cumprimento de algumas condições e será monitorizado pela Comissão Europeia, nomeadamente o avanço do programa de privatizações e o comportamento do novo Fundo de Privatizações e de Investimento, a gestão dos bancos gregos, para além da eficácia da colecta de imposto por parte da nova agência e a reestruturação do sector da energia.

Depois das dúvidas acerca da participação do FMI nesta terceira assistência financeira à Grécia, como era desejo do Eurogrupo, dado o pessimismo desta organização acerca da situação grega e das exigências relativas aos empréstimos oficiais já garantidos à Grécia (o Fundo propõe um misto de alargamento de prazos, redução e fixação de custos), o FMI decidiu participar, mas só depois do Verão, depois da análise à sustentabilidade da dívida incorporar as novas medidas de austeridade, aprovadas pelo Parlamento grego, bem como algumas alterações dos empréstimos concedidos à Grécia. Relativamente à exigência do FMI de medidas imediatas em relação à dívida grega, ficou definido que "(...) o possível alívio da dívida será reconhecido no final do programa, em meados de 2018 (depois das eleições para o Parlamento alemão), e o grau de alívio será determinado pelo Eurogrupo na base de uma nova avaliação à sustentabilidade da dívida feita em cooperação com as instituições financeiras e sujeito ao cumprimento pleno do programa (...)". Para o sucesso de todo este processo será fundamental, nos próximos meses, pelo lado da Grécia a implementação das medidas acordadas e a verificação de resultados, designadamente ao nível da execução orçamental; pelo lado das instituições credoras, o avanço com algumas medidas de suavização de encargos, cujos contornos não estão totalmente definidos, de forma a permitir que as condições de sustentabilidade sejam gradualmente garantidas, na perspectiva do FMI.

### ...As características do terceiro pacote

O terceiro programa de ajustamento económico da Grécia teve início a 19 de Agosto de 2015 e deverá terminar em Agosto de 2018. Neste âmbito, o **Mecanismo Europeu de Estabilidade (MEE) acordou um programa de assistência financeira de EUR 86 mil milhões à Grécia, durante o referido período de três anos.** Os fundos serão usados pelo governo grego no serviço da dívida, na recapitalização do sistema bancário, na liquidação de pagamentos atrasados e no financiamento orçamental. De forma a que a economia regresse à trajectória de crescimento e que a dívida pública regresse a um nível sustentado, o governo grego comprometeu-se com um conjunto de reformas económicas de longo período temporal.

No dia 8 de Julho de 2015, o governo grego fez o pedido oficial de assistência financeira ao conselho de governadores do MEE, seguindo-se uma avaliação efectuada pela Comissão Europeia em articulação com o BCE emitida a 10 de Julho (existência de riscos para a estabilidade financeira da área do euro, a sustentabilidade da dívida da Grécia e as suas potenciais necessidades de financiamento). A análise de sustentabilidade da dívida grega concluiu que esta poderia ser alcançada através de um ambicioso e credível programa de reformas e de medidas adicionais relacionadas com a dívida. No dia 13 de Julho foi acordado entre os países do euro e a Grécia um conjunto de acções a implementar com urgência e iniciadas negociações sobre uma agenda abrangente de reformas. **De entre as acções prévias a executar para que pudessem começar as negociações destacam-se: medidas em matéria da reforma do IVA e das pensões; transposição da directiva relativa à recuperação e resolução bancárias (regras da união bancária); salvaguarda da independência da autoridade estatística grega; adopção de um Código de Processo Civil.**

No dia 19 de Agosto o conselho de governadores do MEE aprova o Memorando de Entendimento, que tem o foco direccionado para quatro áreas: **restaurar a sustentabilidade fiscal; salvaguardar a estabilidade financeira; impulsionar o crescimento,**

## TEMAS EM DESTAQUE

## A GRÉCIA E O APOIO DO EUROGRUPO (cont.)

a competitividade e o investimento através da aplicação de reformas; modernizar o sector da administração pública. De entre as medidas ficou contemplado o eventual alargamento dos períodos de carência e dos prazos de pagamento, dependentes da aplicação integral das medidas acordadas no programa.

## Programas de Financiamento da GRÉCIA

Novo programa do MEE <sup>(1)</sup>	Programa do FEEF (terminado 30.06.2015) <sup>(2)</sup>														
<p><b>Montante total do empréstimo do MEE: até €86 mil milhões</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Para ser usado da seguinte forma:               <ul style="list-style-type: none"> <li>-serviço da dívida</li> <li>-recapitalização bancária (até €25 mil milhões)</li> <li>-liquidações em atraso</li> <li>-financiamento orçamental</li> </ul> </li> <li>Período de duração: Agosto de 2015-Agosto de 2018</li> <li>Maturidade média ponderada máxima do empréstimo: 32.5 anos</li> <li>Taxa de juro: custos de financiamento mais outras pequenas taxas; correntemente à volta de 1%</li> </ul>	<p><b>Montante total desembolsado pelo FEEF: €141.8 mil milhões</b> (€130.9 mil milhões em dívida)</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Período de duração: Março 2012-Junho 2015</li> <li>Inclui €48.2 mil milhões em Obrigações para a recapitalização dos bancos, dos quais €37. mil milhões foram usados, e os restantes €10.9 mil milhões tiveram como destino o Fundo Helénico de Estabilidade Financeira (FHEF).</li> </ul>														
<p><b>A primeira tranche totaliza €26 mil milhões</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>€13 mil milhões desembolsado a 20 de Agosto de 2015</li> <li>€2 mil milhões desembolsado a 24 de Novembro de 2015</li> <li>€1 mil milhão desembolsado a 23 de Dezembro de 2015</li> <li>€10 mil milhões preventivos (composta por Obrigações do MEE) para a recapitalização bancária, dos quais já foram desembolsados €5.4 mil milhões</li> </ul>	<table border="1"> <thead> <tr> <th>Distribuição</th> <th>Montante (€ mil milhões)</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Financiamento orçamental</td> <td>47.7</td> </tr> <tr> <td>Recapitalização bancária</td> <td>48.2</td> </tr> <tr> <td>Sector privado</td> <td>29.7</td> </tr> <tr> <td>Juros de títulos</td> <td>4.9</td> </tr> <tr> <td>Recompra de dívida</td> <td>11.3</td> </tr> <tr> <td>Total desembolsado</td> <td>141.8</td> </tr> </tbody> </table>	Distribuição	Montante (€ mil milhões)	Financiamento orçamental	47.7	Recapitalização bancária	48.2	Sector privado	29.7	Juros de títulos	4.9	Recompra de dívida	11.3	Total desembolsado	141.8
Distribuição	Montante (€ mil milhões)														
Financiamento orçamental	47.7														
Recapitalização bancária	48.2														
Sector privado	29.7														
Juros de títulos	4.9														
Recompra de dívida	11.3														
Total desembolsado	141.8														
<p>Será criado um <b>fundo de privatizações</b>; valor total dos activos a serem vendidos: €50 mil milhões</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>-a venda de activos será usada para pagar o MEE; para diminuir a dívida; e para financiar investimentos</li> <li>-o fundo será gerido pelas autoridades gregas com a supervisão das instituições europeias</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Maturidade média ponderada máxima dos empréstimos FHEF: 32.5 anos</li> <li>Pagamento do empréstimo a efectuar entre 2023 e 2054</li> <li>O FEEF não participou no 1º programa de resgate (os empréstimos provieram dos governos da Zona Euro e do FMI)</li> </ul>														
<p>O <b>FMI</b> espera poder contribuir para o programa de empréstimo à Grécia de €86 mil milhões, depois dos credores europeus adoptar em medidas de alívio da dívida</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Em Março de 2012, 97% da dívida grega detida por privados (cerca de €197 mil milhões) teve de admitir uma perda de 53.5% do valor nominal</li> <li>O FEEF ofereceu um pacote de dívida para troca de dívida grega para incentivar a participação de investidores do mercado obrigacionista.</li> </ul>														
<p><b>Contrapartidas:</b> a agenda das reformas encontra-se focada em quatro áreas:</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1. Restaurar a sustentabilidade fiscal</li> <li>2. Salvaguardar a estabilidade financeira</li> <li>3. Melhorar o crescimento, a competitividade e o investimento</li> <li>4. Modernização do Estado e da Administração Pública</li> </ol>															
<p>O <b>alívio da dívida</b>, na forma de períodos de carência e de pagamentos mais longos, poderá ser considerado depois da primeira revisão do novo programa</p>															
<p><sup>(1)</sup> <b>Mecanismo Europeu de Estabilidade vs. <sup>(2)</sup> Fundo Europeu de Estabilidade Financeira:</b> o FEEF foi criado como um mecanismo de resgate temporário e, desde Julho de 2013, deixou de participar nos novos programas de financiamento. O MEE é o mecanismo único e permanente que responde a novos pedidos de assistência financeira por parte de estados-membros que integram a moeda única europeia.</p>															

Fonte: European Stability Mechanism (MEE).

O contrato de empréstimo (o Acordo de Assistência Financeira) foi também aprovado pelo conselho de governadores do MEE no dia 19 de Agosto. O montante preciso da assistência financeira fornecido pelo MEE esteve/está dependente do FMI, ou seja, da sua decisão em participar no programa de financiamento, assim como do sucesso das reformas introduzidas na Grécia, incluindo a privatização de activos do Estado.

Desembolsos da assistência financeira do MEE à Grécia <sup>(1)</sup>

(valor máximo total acordado: €86 mil milhões; disponível até ao dia 20 de Agosto de 2018)

Data do desembolso	Montante (€)	Tipo de desembolso	Maturidade	Montante acumulado desembolsado (€)
20/08/2015	13 MM	numerário	amortização de 2034 a 2059	13 MM
24/11/2015	2 MM	numerário	amortização de 2034 a 2059	15 MM
01/12/2015	2.7 MM	troca de dívida (escritural)	coincidência entre maturidades de dívida antiga com Obrig. do MEE	17.7 MM
08/12/2015	2.7 MM	troca de dívida (escritural)	coincidência entre maturidades de dívida antiga com Obrig. do MEE	20.4 MM
23/12/2015	1 MM	numerário	amortização de 2034 a 2059	21.4 MM

Fonte: European Stability Mechanism (MEE)

Notas: maturidade média ponderada dos empréstimos (excluindo desembolsos em moeda escritural): 32.34 anos.

<sup>(1)</sup> O MME emitiu obrigações a taxa variável de modo a financiar a recapitalização/resolução da banca; foram desembolsadas obrigações no montante de €5.4 MM; os restantes €4.6 MM não foram usados e, por conseguinte, foram canceladas as obrigações.

## A GRÉCIA E O APOIO DO EUROGRUPO (cont.)

### 2. O que pede o Memorando de Entendimento?

Quanto a restabelecer a **sustentabilidade orçamental**, a Grécia deverá atingir um excedente primário<sup>1</sup> a médio prazo de 3.5% do PIB (-0.25% em 2015, 0.5% em 2016, 1.75% em 2017 e 3.5% em 2018). Esse excedente deverá ser alcançado através da seguinte actuação:

**Reformas orçamentais:** incluindo as reformas do IVA (imposto sobre valor acrescentado) e dos sistemas de pensões, apoiadas por um programa ambicioso de reforço do cumprimento das obrigações fiscais (combate à fuga e fraude fiscal) e da gestão das finanças públicas (uma gestão mais moderna e adequada).

No combate à evasão fiscal assegura-se igualmente a protecção cabal de grupos considerados mais vulneráveis.

Para **salvaguardar a estabilidade financeira**, a Grécia deverá igualmente adoptar medidas de consolidação do sector financeiro. As condições acordadas no Memorando de Entendimento incluem: dar resposta ao crédito malparado no sector bancário, recapitalizar os bancos, assim como reforçar a governação do Fundo Helénico de Estabilidade Financeira (FHEF) e dos bancos.

Quanto à **recapitalização dos bancos**, foi efectuada uma avaliação geral e dos activos dos principais bancos gregos pelo BCE no Outono de 2015. Em resultado, os bancos afectados foram recapitalizados tal como acordado na declaração do Eurogrupo de 14 de Agosto de 2015. Para o efeito, o MEE disponibilizou €5.4 mil milhões de euros ao FHEF para completar o capital privado dos bancos, na sequência das decisões da Comissão Europeia em relação aos auxílios estatais.

No que respeita ao **crescimento, competitividade e investimento**, a Grécia foi instada a pôr em prática um conjunto de reformas que deverão abranger, em especial, **o mercado de trabalho e os mercados de produtos**, nomeadamente o mercado da energia. Tudo isto com o objectivo de convergência com os requisitos e as boas práticas europeias. As reformas **do mercado de trabalho** incluem novos enquadramentos para a negociação colectiva, fixação salarial e despedimentos, para além de uma solução para o trabalho não declarado.

Deverá ser implementado um **programa de privatizações**, em que as autoridades gregas se comprometeram a adoptar legislação de modo a assegurar processos transparentes. No total, está previsto que as privatizações rendam €50 mil milhões, dos quais €6.4 mil milhões nos primeiros 3 anos do programa do MEE. Neste âmbito, deverá ser criado um fundo independente, gerido pelas autoridades gregas mas sob supervisão da UE, que terá como função privatizar os activos estatais gregos avaliados de forma independente.

A **modernização do Estado e da administração pública** é igualmente uma das principais prioridades do programa (administração fiscal, sistema judiciário, autoridade estatística, etc.). O objectivo é aumentar a eficiência no fornecimento de bens e na prestação de serviços públicos essenciais.

**A par do programa do MEE, é habitualmente solicitado um programa ao FMI. No caso do terceiro programa de ajuda à Grécia, a decisão do FMI de prestar apoio financeiro adicional tem-se revestido de grande dificuldade já que esta organização exigia a avaliação dos seguintes aspectos: conclusão de todas as reformas orçamentais, estruturais e do sector financeiro, de acordo com a 1ª avaliação da execução do programa do MEE; ponderação da necessidade de medidas adicionais; eventual acordo quanto ao alívio da dívida de modo a assegurar a sua sustentabilidade. Depois da inflexibilidade mostrada, o FMI aceitou, grosso modo, que a questão da sustentabilidade da dívida grega não seja abordada de imediato, permitindo que seja prorrogado para 2018. Por outro lado, o Eurogrupo reconhece que, num horizonte temporal mais longo, não é possível ter uma estimativa exacta sobre a sustentabilidade da dívida, apenas pressupostos, dado o elevado grau de incerteza quanto à evolução macroeconómica.**

A Grécia foi sujeita a dois programas de ajustamento no período 2010-2015. Durante o **1º programa de ajustamento** (anunciado em Maio de 2010), o financiamento foi disponibilizado de acordo com empréstimos bilaterais dos estados-membros do euro à Grécia, através do mecanismo de concessão de crédito. A Grécia recebeu um total de €52.9 mil milhões de assistência financeira europeia. O FMI disponibilizou um montante adicional de €20 mil milhões.

Em Março de 2012 e até Junho de 2015, foi aprovado pelo Eurogrupo o **2º programa de ajustamento**, que substituiu o primeiro. O financiamento foi disponibilizado pelos estados-membros do euro através do Fundo Europeu de Estabilidade Financeira (FEEF). Neste período, o FEEF disponibilizou €141.8 mil milhões e o FMI aproximadamente €12 mil milhões.

<sup>1</sup> Considera-se que um Estado alcançou um excedente primário quando a sua receita corrente ultrapassa a sua despesa corrente (com excepção dos juros da dívida). Alcançar excentos primários a médio prazo permite reduzir a dívida pública e restabelecer a sustentabilidade orçamental, essencial para que a economia regresse a um crescimento sustentável.

## TEMAS EM DESTAQUE

## A GRÉCIA E O APOIO DO EUROGRUPO (cont.)

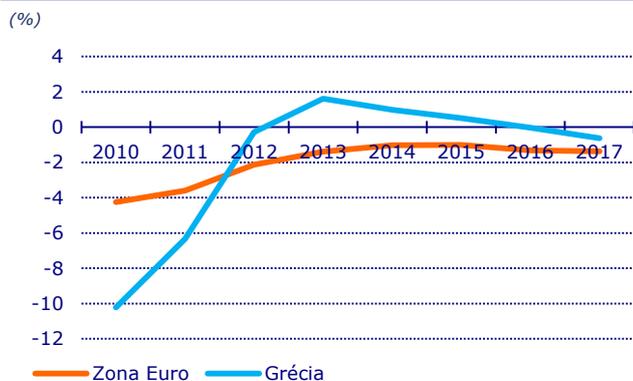
## 3. O que está a ser alcançado?

Em Maio de 2016, no âmbito da 1ª avaliação do 3º programa, o Eurogrupo congratulou-se com o fecho do programa de medidas acordadas. Contudo, será necessário um esforço na adopção de acções prioritárias já acordadas:

- primeiro pacote fiscal num montante superior a 3% do PIB até 2018; este pacote inclui a reforma das pensões, a reforma do imposto sobre o rendimento, para além da reforma do IVA e dos salários da função pública;
- a existência de um mecanismo de contingência adicional, que será legislado para assegurar um pacote de medidas (temporárias) que seria automaticamente aplicado perante uma situação de incumprimento das metas anuais de superavit primário no programa (3.5% a médio prazo). Por exemplo, actuação rápida do lado das receitas. Não deixa de ser um mecanismo limitado pelo impacto económico imprevisível que poderá ter. Por isso, estas excepções deverão ter o acordo das instituições;
- reforço dos balanços dos bancos de modo a permitir o retorno do crédito interno à economia grega; o programa de privatizações reforça o programa de ajuda; o Conselho Fiscal do Fundo criado (que gerirá os activos estatais) será nomeado em Junho de 2016, e o Fundo irá tornar-se totalmente operacional o mais tardar em Setembro;
- serão consideradas medidas ao nível da dívida, dada a necessidade de manter a sua sustentabilidade (não se avança com prazos).

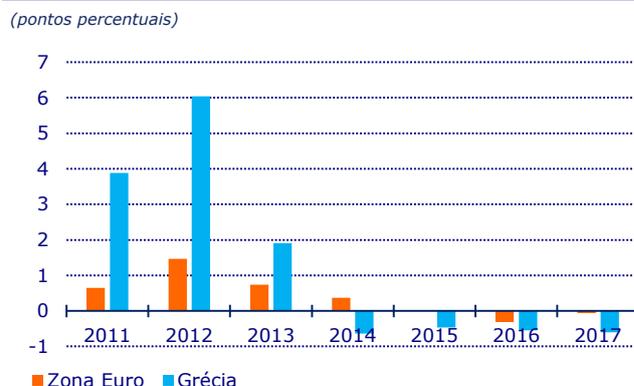
Tudo dependerá do sucesso da implementação das medidas. **Para já, poderá assumir-se como possível a fixação de objectivos para o excedente primário ao longo dos próximos anos (0.5% em 2016, 1.75% em 2017 e 3.5% em 2018), ainda que a sua razoabilidade não seja consensual.** Analisando o passado recente em termos do esforço de consolidação orçamental – variação do saldo orçamental estrutural (ajustado pelo PIB potencial e excluindo medidas extraordinárias) - verifica-se o esforço muito significativo realizado pela Grécia (de 2011 a 2013 o saldo estrutural melhorou cerca de 12 pontos percentuais do PIB potencial), mas em 2014 e 2015 registou-se já um ligeiro alívio. O gráfico infra, com base na informação recolhida da AMECO, inclui as estimativas da Comissão Europeia para o período 2016-17, no sentido do relaxamento das políticas e não de avanço na consolidação, como pretendem o Eurogrupo e o FMI.

Saldo estrutural em % do PIB (ajustado pelo PIB potencial)



Fonte: Comissão Europeia

Variação do saldo estrutural em % do PIB (ajustado pelo PIB potencial)



Fonte: Comissão Europeia

**Após aplicação integral das medidas acordadas e seguindo os procedimentos nacionais, o Eurogrupo mostra-se pronto a apoiar o desembolso da segunda parcela do programa do MEE. Para tal, o Parlamento grego aprovou algumas das medidas exigidas no programa acordado, de modo a ver aprovada, com sucesso, a primeira avaliação trimestral ao cumprimento do Memorando de Entendimento e receber uma nova parcela do terceiro programa de resgate. Esse montante será de €10.3 mil milhões e deverá cobrir as necessidades de financiamento do país até Novembro: €7.5 mil milhões para cobrir custos relacionados com o serviço da dívida; o remanescente será para saldar dívidas a fornecedores, visando impulsionar a economia grega.**

## Os principais pontos aprovados pelos deputados (153 em 300) foram:

- **Impostos** – no imposto sobre o rendimento, o objectivo é aumentar mais €1.8 mil milhões até 2018. Neste âmbito, é reduzido o limite máximo de rendimento médio anual livre de impostos de 9500 para 8800 euros. Os escalões de rendimento são estreitados e os coeficientes de tributação aplicados aumentados – o escalão mais baixo, que paga 22% de imposto, baixa de um rendimento bruto anual de 25 mil euros para 20 mil euros; já o escalão mais alto, que paga uma taxa de 45%, passa a contemplar rendimentos brutos anuais acima de 40 mil euros (antes era 42% para rendimentos acima de 42 mil euros).

## A GRÉCIA E O APOIO DO EUROGRUPO (cont.)

Foi igualmente aprovada uma nova tabela referente à taxa de solidariedade (introduzida em 2012): rendimentos anuais entre 12 a 20 mil euros têm uma taxa de 2.2%; até 30 mil 5%; até 40 mil 6.5%; ...; acima de 220 mil a taxa é de 10% (anteriormente a taxa máxima era de 8% e incidia sobre rendimentos anuais acima dos 500 mil euros).

Aumento da taxa normal de imposto sobre o valor acrescentado (IVA) de 23% para 24%; o imposto sobre os dividendos aumentou de 10% para 15%; introdução da tributação sobre o café, cigarros electrónicos, telecomunicações fixas, TV paga e estadias em hotéis; extensão da taxa de propriedade (ENFIA); a taxa sobre o rendimento bruto dos jogos de sorte passa de 5% para 35%.

- **Crédito malparado** – embora não haja restrições à resolução e transacção de crédito malparado dos bancos, existe a garantia de protecção das famílias com empréstimos abaixo de 140 mil euros associados à aquisição de habitação própria permanente.

- **Fundo de privatização** – é estabelecido um novo fundo que incorpora os resultados das privatizações, que estará operacional a partir de 2016 e com prazo de duração de 99 anos. Metade das receitas do fundo será usado para pagar a dívida pública e o resto vai para investimento no desenvolvimento económico do país.

- **Mecanismo de contingência** – será activado no caso de a Grécia falhar as metas definidas no programa de resgate. Automaticamente será imposto um corte nas despesas do Estado no montante de 2% do PIB, dependendo do défice fiscal previsto. Será a partir dos dados do Eurostat que o mecanismo será accionado. Recordar que a Grécia acordou um excedente primário de 3.5% em 2018 (excluindo o custo do serviço da dívida).

- **Pensões** – introduz um só sistema de regras de aposentação e uma pensão nacional de 384 euros; corte nas prestações sociais mais altas para pensionistas de baixo rendimento e novo cálculo na sua atribuição; aperto nas regras de obtenção de pensões de viuvez e pensões hereditárias, para além de maior contenção na utilização do mecanismo de reformas antecipadas. O objectivo é reduzir as despesas com pensões entre 2% e 15% do PIB até 2019.

- **Segurança Social** – definição das contribuições para a segurança social dos trabalhadores por conta de outrem. Classes de trabalhadores por conta própria (advogados, agricultores, etc.) são instados a contribuir para um fundo de pensões.

## 4. Algumas notas acerca da análise de sustentabilidade da dívida grega efectuada pelo FMI

A publicação da nota relativa à sustentabilidade da dívida da Grécia pelo FMI<sup>2</sup> constitui o facto mais recente num braço de ferro entre as instituições europeias e o Fundo, que se arrasta desde o desenho do último pacote de financiamento. A sua publicação foi imediatamente anterior à reunião de finais de Maio, que abriu a porta à participação do Fundo, e que estipulou já algumas medidas a adoptar pelas instituições europeias no curto prazo, com vista ao redesenho de algumas maturidades e redução de custos de financiamento.

O documento escarpeliza os vários factores subjacentes a qualquer cenário de sustentabilidade de dívida e vai afastando, de forma fundamentada, a probabilidade de melhorias significativas em variáveis fundamentais nesta análise, chegando à conclusão que a única forma de garantir a sustentabilidade é procurando alcançar necessidades brutas de financiamento entre 10%-20% do PIB num horizonte até 2040 (o Eurogrupo menciona objectivo de 15% no período de monitorização pós-programa e 20% depois). Para tal, o Fundo conclui que seria necessário uma reformulação dos empréstimos da Europa à Grécia, de forma a garantir um perfil descendente

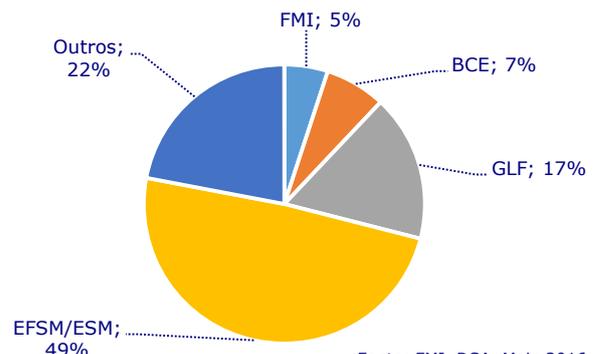
### FMI - Dados para a sustentabilidade da dívida pública grega (estudo)

(em percentagem do PIB, a não ser que esteja indicada outra forma)

	Actual			Projeções				
	2005/2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Dívida Pública nominal bruta	134.0	180.1	176.9	183.7	185.3	184.9	178.7	173.1
Necessidades de financiamento brutas	11.9	24.9	22.5	17.9	19.1	16.3	13.0	8.2
Crescimento do PIB real (%)	-2.2	0.7	-0.2	0.0	2.9	3.2	2.8	2.4
Inflação (deflador do PIB, %)	1.6	-2.2	-0.6	-0.2	0.7	1.3	1.5	1.7
Crescimento do PIB nominal (%)	-0.6	-1.6	-0.9	-0.2	3.7	4.5	4.3	4.1
Taxa de juro efectiva (%)	4.2	2.2	2.1	1.1	1.2	1.1	1.1	1.1

Fonte: FMI.

### Grécia - Composição da Dívida Pública



<sup>2</sup> <http://www.imf.org/external/pubs/cat/longres.aspx?sk=43915.0>  
Greece : Preliminary Debt Sustainability Analysis-Updated Estimates and Further Considerations.

## TEMAS EM DESTAQUE

## A GRÉCIA E O APOIO DO EUROGRUPO (cont.)

de dívida no longo prazo, que deveria incluir uma combinação dos seguintes aspectos:

- **Extensão das maturidades** – A dívida dos credores oficiais representa cerca de 78% do total da dívida helénica, segundo o FMI. A extensão das maturidades dos vários empréstimos (FEEF, MEEF e GLF – Greek Loan Facility, empréstimo inicial, em 2010) entre 10 e 30 anos reduziria as necessidades brutas de financiamento entre 7% e 25% em 2016, respectivamente. Todavia, o Fundo afirma que de forma isolada esta alteração não garantiria uma trajetória sustentável.
- **Períodos de carência de juros** – Alargamento para além do que já foi concedido. A extensão dos períodos de graça já concedidos permitiria à Grécia beneficiar de taxas muito baixas durante mais tempo e poderia reduzir o rácio de dívida para 84% do PIB em 2060.
- **Taxa de juro fixa** – As taxas de juro oficiais deveriam ser fixadas num valor não superior a 1.5% pelo menos até 2040. Esta medida acrescida às duas anteriores, ajudaria a reduzir o rácio da dívida em 53% em 2040 e em 151% em 2060.

**O FMI afirma que as propostas que sugere relativamente à alteração das condições dos empréstimos permitiriam alcançar uma poupança (para a Grécia) equivalente a 50% do PIB em termos de valor actual dos seus encargos (e utilizando uma taxa de desconto entre 3-5% no horizonte de projecção de 2016-60 para os cálculos do VAL). Significando que a contrapartida seria uma perda de igual valor a repartir entre os restantes estados-membros.**

Importa ainda destacar algumas das questões abordadas pelo Fundo nesta análise e que colocam em perspectiva a dificuldade da Grécia tornar a sua dívida sustentável, num processo que diferencia o país dos seus congéneres na UEM. Destacamos os seguintes:

- **O nível/patamar já alcançado pela sua dívida pública**, 321 mil milhões de euros em finais de 2015, cerca de 176.9% do PIB segundo o FMI.
- **Dificuldades de alcançar saldo primário expressivo** – pretende-se alcançar 3.5% de forma sustentada; o Fundo argumenta que a experiência nos últimos anos demonstra essa impossibilidade; afirma ainda que poucos países foram capazes de sustentar saldos primários excedentários expressivos durante uma década ou mais, e no caso da Grécia essa possibilidade ainda parece menos provável dada a ainda elevada fragilidade das instituições e pelo facto de as projecções sugerirem que o desemprego permanecerá em dois dígitos durante várias décadas. Sugere saldo primário objectivo máximo de 1.5% (recorde-se que o Eurogrupo manteve 3.5%).
- **Tendências demográficas adversas e sistema de pensões insustentável** - o rácio de dependência dos mais velhos é dos mais elevados da UE; o peso da despesa com pagamento de pensões é a mais elevada da UE, representando cerca de 17% do PIB (em Portugal, o mesmo rácio era de cerca de 3% do PIB em 2013) e as transferências regulares para o sistema ascendem a cerca de 10% do PIB (2.5% na UEM).
- **Fragilidades no sector financeiro** significam que o sector não estará apto tão cedo a fornecer o crédito que a economia precisará para sustentar taxas de crescimento elevadas: o Fundo destaca o elevado nível de incumprimento (44% do total dos empréstimos, em final de 2015, segundo o FMI) e o facto de o capital dos bancos poder estar artificialmente empolado pela consideração de uma proporção anormalmente elevada de DTA – Deferred Tax Assets (créditos fiscais sobre impostos que serão pagos futuramente) no capital dos bancos (representam cerca de 20 mil milhões de euros, cerca de 50% do capital da banca em termos médios, o valor mais alto da UEM).
- **Dificuldade de sustentar crescimento potencial mais robusto** - desenvolvimentos adversos no mercado laboral (população activa a encolher velozmente); pouca possibilidade de reforço significativo do capital/investimento; dúvidas quanto à capacidade de reforçar significativamente a Produtividade Total dos Factores, dependente da realização de reformas estruturais consistentes.

No quadro ao lado evidenciamos algumas das características da dívida da República Helénica, designadamente o facto de 69% ter associada taxa de juro variável e a reduzida proporção de dívida transaccionável – apenas 23%, o que reflecte o elevado peso dos empréstimos oficiais. Acresce que o Tesouro helénico tinha uma posição de cash de cerca de 2 mil milhões de euros no final de Março, que compara com 7 mil milhões de euros de necessidades líquidas de financiamento (a título de referência, as de 2015).

## Grécia - Dívida Pública directa do Estado

	2015
A. Taxa Fixa	30.9%
Taxa Variável	69.1%
B. Transaccionável	23.2%
Não Transaccionável	76.8%
C. Euro	96.5%
Outras moedas	3.5%
Posição de <i>cash</i> (31/Março/2016)	2,080
<i>Milhões de euros</i>	
Por memória	
Necessidades Líquidas de financiamento estimadas em 2015 (FMI) - Milhões de euros	7,400

Fonte: PDMA - Agência de Gestão da Dívida Pública da República da Grécia.

## ALEMANHA - MERCADO DE TRABALHO

□ **As perspectivas para a actividade económica na Alemanha continuam favoráveis, impulsionadas, em larga medida, pelo consumo doméstico.** De facto, a procura externa débil, em linha com a desaceleração das economias emergentes, deverá fomentar uma contribuição externa negativa para o crescimento do PIB este ano e no próximo, de acordo com as previsões da Comissão Europeia. Do lado da procura doméstica destaca-se o consumo das famílias, que deverá manter-se como um importante factor de crescimento económico da Alemanha. Em 2015, esta componente teve um contributo de 1.1 ponto percentual (p.p.) para o crescimento económico, depois de, nos anos anteriores, ter registado um contributo substancialmente inferior. Para além dos baixos preços do petróleo e taxa de inflação reduzida, que potenciam o aumento dos salários reais, e de condições financeiras mais favoráveis no actual contexto de baixas taxas de juro, o consumo privado beneficia ainda de um mercado de trabalho robusto.

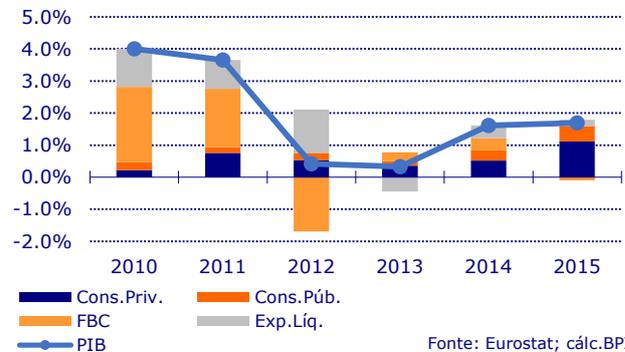
□ **Em 2003, Gerhard Schröder decidiu implementar um conjunto de reformas (“Hartz”), numa altura em que a taxa de desemprego na Alemanha seguia uma tendência ascendente e se aproximava dos dois dígitos.** De facto, na década terminada em 2003, o país registava uma elevada taxa de desemprego (média de 8.5% no período) e um fraco crescimento económico. O desemprego de longa duração assumia valores substanciais (quase metade da população desempregada), reflexo não só do desajustamento entre as aptidões dos desempregados e as necessidades do sector produtivo, como também do sistema de protecção social que desincentivava o regresso ao trabalho. Enquanto os benefícios para os desempregados de curta duração estavam em linha com a média dos países da OCDE, o sistema de benefícios era bem mais generoso no caso dos desempregados de longa duração. Adicionalmente, se atentarmos nos dados sobre a população empregada, verifica-se que, em 2002, embora a população empregada atingisse 65% da população do país, o valor ficava abaixo do observado no caso de outros países, como o Reino Unido, Suécia, Holanda ou os EUA, onde o rácio superava os 70% no mesmo período.

O pacote de medidas foi aplicado em três fases, entre Janeiro de 2003 e Janeiro de 2005: os pacotes Hartz I-III incluíam medidas destinadas a promover o regresso mais rápido ao mercado de trabalho (agências de emprego temporário, promoção de empregos destinados a pessoal menos especializado e com salários mais baixos e apoio a novas iniciativas empresariais) e reestruturação do Instituto de Emprego, no sentido de o tornar mais flexível e eficiente; o pacote Hartz IV englobava o corte de benefícios aos desempregados e a implementação de medidas destinadas a reduzir o desemprego de longa duração.

**Os efeitos da aplicação destas reformas parecem, ainda hoje, sustentar a robustez do mercado de trabalho alemão.** De facto, três anos após a aplicação das medidas, a taxa de desemprego tinha reduzido um terço, acompanhada por um incremento da população empregada numa dimensão semelhante. A contribuir para o bom desempenho do mercado laboral alemão estiveram também negociações salariais responsáveis e flexíveis

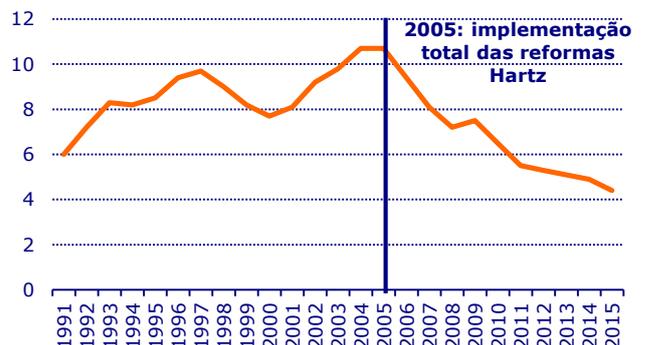
### Contributos das várias componentes para o crescimento do PIB

(pontos percentuais; taxa de crescimento real do PIB y/y%)



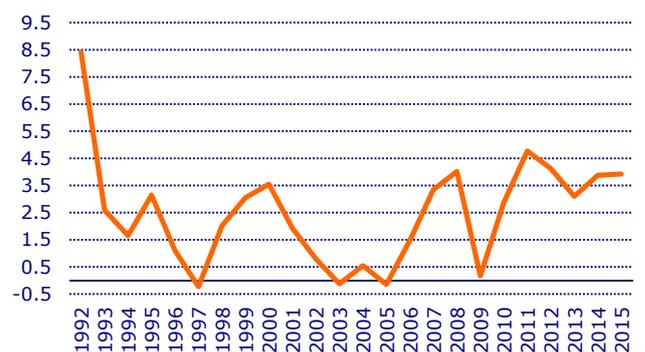
### Taxa de desemprego - final do período

(percentagem)



### Taxa de crescimento média dos salários

(yoy%)



## TEMAS EM DESTAQUE

## ALEMANHA - MERCADO DE TRABALHO (cont.)

por parte dos parceiros sociais. Nota para o papel distinto que os sindicatos e comissões de trabalhadores têm na Alemanha, comparativamente a outros países. De facto, para além da negociação colectiva dos salários e outras condições de trabalho, os elementos representativos dos trabalhadores alemães têm também um papel na gestão da empresa, fazendo parte do Conselho de Administração, com os mesmos direitos e deveres dos restantes membros. A sua representatividade depende da dimensão da própria empresa, mas pode ir de um terço a metade do respectivo Conselho.

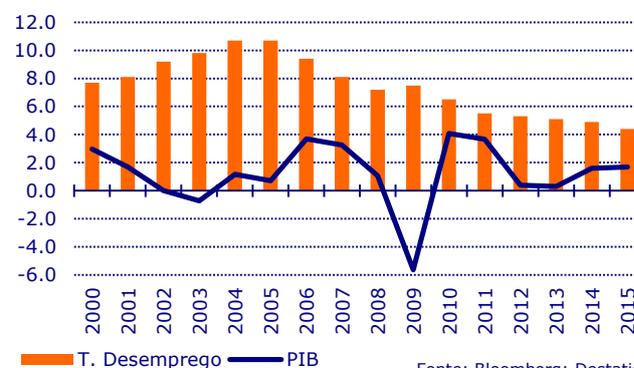
**Este contexto permitiu ao país passar pela crise financeira de 2008/09 sem as consequências consideráveis no mercado laboral que outros Estados-Membros enfrentaram.** O aumento da taxa de desemprego fixou-se em 0.3 pontos percentuais (p.p.) entre 2008 e 2009, que compara com um aumento de 2.2 p.p. no caso do conjunto dos países da OCDE. Este desempenho é ainda mais surpreendente quando comparado com a queda registada na taxa de crescimento real do PIB em comparação com os países da OCDE: queda de 5.6% do produto interno na Alemanha, face a -3.4% na OCDE. Em causa, estiveram factores como as reformas do mercado de trabalho anteriormente aplicadas e a flexibilidade do horário de trabalho. Outra razão prende-se com os impactos distintos da crise nos vários sectores de actividade, tendo em conta que a recessão na Alemanha afectou essencialmente o sector transaccionável, especialmente a indústria transformadora. No entanto, o sector não transaccionável é mais intensivo em mão-de-obra, pelo que as crises neste sector tendem a ter um impacto mais considerável no emprego do que no sector transaccionável.

**Em Janeiro de 2015, a Alemanha introduziu um salário mínimo, fixado em EUR 8.50 por hora, perto da média registada nos países da OCDE.** Antes disso, as associações patronais e sindicatos negociavam os salários para cada um dos sectores em que se inseriam. No entanto, a cobertura da negociação colectiva começou a diminuir gradualmente nas últimas duas décadas e a desigualdade salarial a aumentar, nascendo, por esta via, a necessidade de definição de um salário mínimo, até ao momento apenas existente para alguns sectores. Aquando a sua aplicação, os líderes empresariais consideravam que isso poderia resultar em menos empregos ou na deslocalização da produção de algumas empresas para outros países, onde o trabalho é relativamente mais barato, tornando o país menos competitivo. De acordo com o FMI, a introdução de um salário mínimo nacional pode levar a uma redução da desigualdade salarial, mas também aumentar o nível do desemprego em algumas regiões e sub grupos de trabalhadores. Apesar disso, os dados do mercado laboral alemão não revelam impactos adversos: a taxa de desemprego manteve a tendência descendente, o número de vagas de emprego incrementou e a taxa de participação continuou a aumentar.

**Os salários em 2015 cresceram em linha com o ano anterior.** Ainda assim, face aos dados do primeiro trimestre de 2016, assistiu-se a um aumento de 4.3% y/y dos salários, enquanto no primeiro trimestre do ano anterior, o crescimento dos salários tinha ficado abaixo (+3.5% y/y). **De facto,**

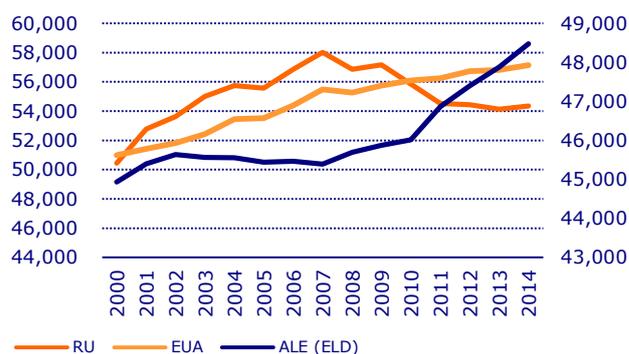
## Taxa de crescimento real do PIB vs taxa de desemprego

(yoy%; percentagem)



## Salário Anual Médio, a preços constantes de 2014

(preços constantes de 2014, à taxa de câmbio do USD em 2014)



## Taxa de Desemprego na Zona Euro e Alemanha

(percentagem)



## ALEMANHA - MERCADO DE TRABALHO (cont.)

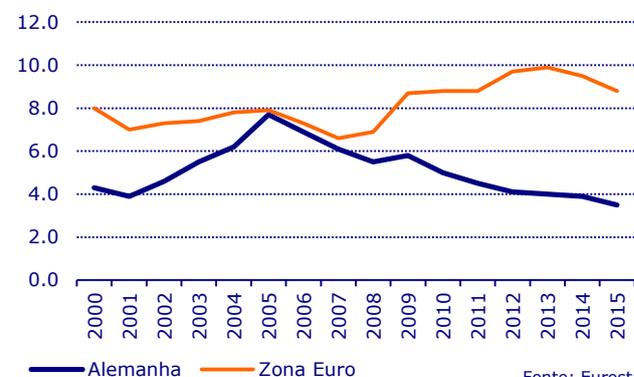
**alguns indicadores revelam pressão para o aumento dos salários.** A UBS destaca, por exemplo, o facto de as rondas negociais serem acompanhadas por ameaças de greve, reflexo de que o poder negocial dos sindicatos tem aumentado nos últimos anos, o que poderá colocar alguma pressão sobre os salários. **Entretanto, já se desenrolaram as negociações colectivas dos salários para alguns sectores.** O sindicato dos trabalhadores da siderurgia conseguiu aumentos de 4.8% para 700,000 trabalhadores para os próximos 21 meses, enquanto o maior sindicato do sector dos químicos exigiu um aumento de 5% para 550,000 trabalhadores. Relativamente ao sector público, o governo local e federal chegaram a acordo para um aumento de 4.8% dos salários dos funcionários do sector para os próximos dois anos. Adicionalmente, à medida que a taxa de desemprego atinge mínimos, a percentagem de postos de trabalho vagos atinge máximos de 16 anos. Tipicamente, as pressões salariais aumentam quando esta taxa amplia, em linha com a concorrência entre as empresas por trabalho cada vez mais escasso.

De acordo com os dados preliminares do gabinete de estatísticas alemão, em 2015 assistiu-se a um aumento substancial do saldo migratório, reflexo do recente fluxo de refugiados que chegou ao país. **Ainda que se possa assistir a um aumento substancial da força de trabalho, não se espera que os salários venham a cair.** De acordo com a UBS, este facto é explicado pelas barreiras linguísticas, desajustamento das competências, e existência do salário mínimo. **Ainda assim, e dado o desafio demográfico do envelhecimento da população, o sucesso da integração dos refugiados é crucial para o país.** No entanto, de acordo com um estudo do FMI, os imigrantes empregados na Alemanha ganham menos 20% do que os trabalhadores nativos com características semelhantes. Ainda que este gap diminua ao longo do tempo, a convergência dos salários nunca chega a ser atingida. Outro aspecto importante é o conhecimento da língua, que gera um fosso de 30% entre os salários. Embora não se conheça com rigor a nova onda de refugiados, a informação disponível aponta para pessoas com características que se aproximam de uma maior probabilidade de uma situação de desemprego, comparativamente aos imigrantes que chegavam à Alemanha no passado.

**Com um mercado de trabalho robusto e crescimento dos salários, porque não cresce mais o consumo privado? Em causa poderá estar a elevada taxa de poupança das famílias alemãs.** De facto, contrariamente ao que acontece noutros países europeus, as famílias na Alemanha poupam uma parte muito relevante do seu rendimento disponível, atingindo, no último ano, uma taxa superior a 16%. Esta forte preocupação com a poupança tem já vários anos, impulsionada mesmo por campanhas públicas que chamam à atenção para a necessidade da poupança. O Governo alemão promove, a título de exemplo, incentivos fiscais para planos privados de reformas. Outras razões que podem estar por trás destas elevadas taxas de poupança têm a ver com o facto de as famílias aproveitarem o recente aumento do rendimento disponível, promovido pela queda abrupta dos preços do petróleo e baixa taxa de inflação, para constituir poupanças e lidar com o ambiente de incerteza

### Taxa de desemprego jovem - 15 aos 24 anos

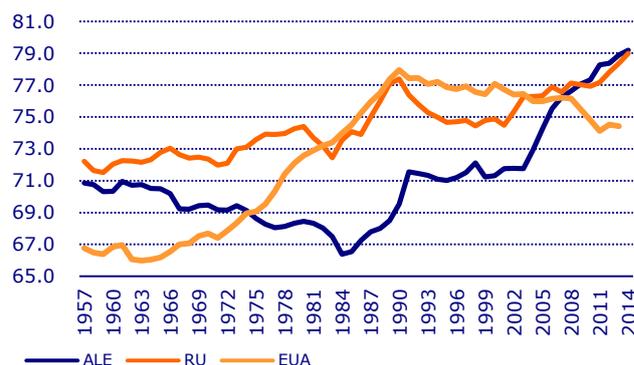
(percentagem)



Fonte: Eurostat

### Taxa de participação da força de trabalho

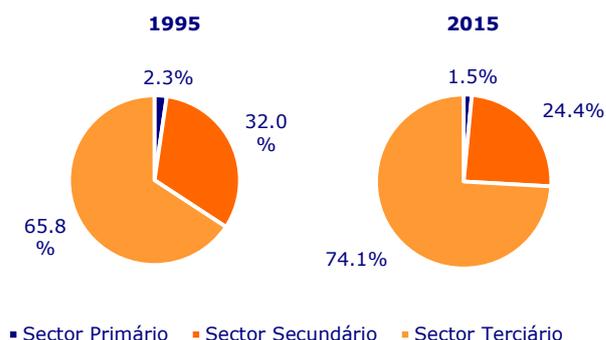
(força de trabalho em % do total da pop.entre os 15 e os 24 anos)



Fonte: OCDE

### Emprego por sector de actividade

(% do total da população empregada)



Fonte: Destatis

**TEMAS EM DESTAQUE**

**ALEMANHA - MERCADO DE TRABALHO (cont.)**

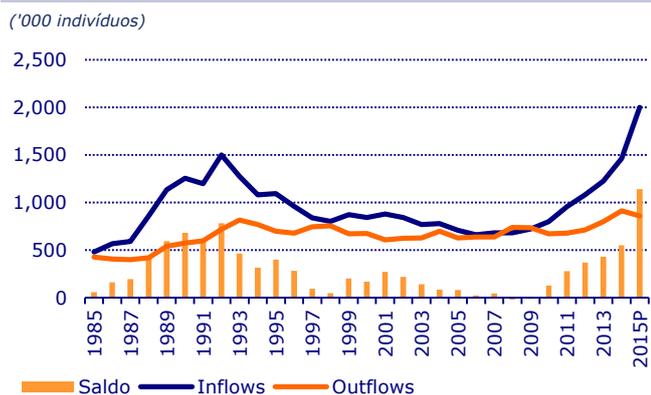
que ainda prevalece relativamente ao contexto económico mundial. Ainda que o actual contexto seja de baixas taxas de juro, que poderiam incentivar o consumo actual em detrimento do consumo futuro, a relação entre taxas de juro e o nível de poupança tende a ser baixa na Alemanha, de acordo com o Bundesbank. Adicionalmente, nota final para o facto de os alemães não deterem apenas depósitos bancários, mas também activos financeiros que geram retornos mais satisfatórios, e pela influência de outros factores no nível de poupança das famílias, nomeadamente, mudanças no enquadramento institucional (sistemas fiscais e de segurança social), demografia, níveis de riqueza e preferências e atitudes face ao risco por parte das famílias.

**Número de vagas de emprego existentes na economia, no final do período**



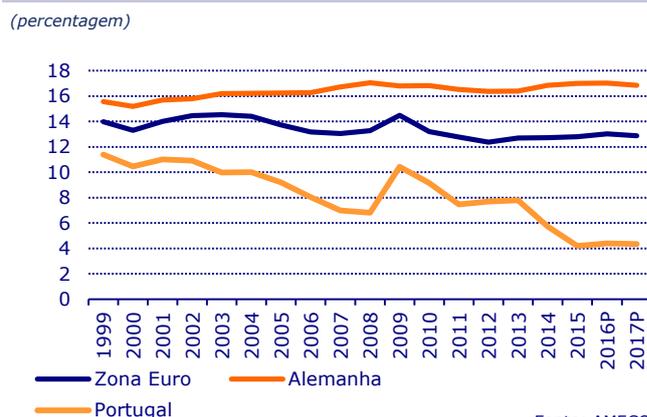
Fonte: Bloomberg

**Saldo Migratório**



Fonte: Destatis

**Taxa de Poupança Bruta das Famílias**



Fonte: AMECO

## EUA - A CRIAÇÃO DE EMPREGO ESTÁ NO LIMITE?

Os números relativos ao mercado de trabalho norte-americano dos meses de Abril e Maio mostram que os sinais de ligeiro abrandamento económico podem já estar a ter reflexos na criação de novos postos de trabalho. Mas também o facto de que na actual situação do emprego, próximo do pleno emprego (contando que há uma bolsa de desencorajados que desistiu de procurar trabalho ou porque não têm qualificações adequadas e/ou porque têm um alto nível de qualificações a que corresponde um alto nível de exigência e, por isso, rejeitam propostas inadequadas), existe dificuldade em responder à maior ou menor dinâmica económica. De facto, embora a taxa de desemprego tenha caído para 4.7% em Maio (valor mais baixo desde Novembro de 2007, exactamente quando se iniciou a crise do *subprime*), a força de trabalho mostra um decréscimo após vários meses de expansão. A população está a envelhecer e os trabalhos oferecidos são pouco atractivos (empregos menores e mal pagos) para determinada mão-de-obra altamente qualificada. Assim, parece difícil manter no curto/médio prazo uma criação de emprego mensal acima da fasquia dos 200 mil (em termos de média de três meses o valor está já bem abaixo desse valor padrão), quando é consensual entre as principais organizações internacionais de que está a acontecer um abrandamento da actividade económica nos EUA, seja por contágio externo e/ou por inércia interna.

De facto, os dados já conhecidos do crescimento norte-americano no 4ºT2015 e 1ºT2016 reforçam a tendência de menor crescimento. As taxas anualizadas e ajustadas sazonalmente foram, respectivamente, de 1.4% e de 0.5%. Depois de um crescimento de 2.4% em 2015, o FMI acredita que a taxa se mantenha em 2.4% em 2016 e que registe um pequeno aumento para 2.5% em 2017.

De referir que os relatórios do emprego de Abril e de Maio foram decepcionantes já que, em termos médios, os economistas esperavam emprego adicional nos dois meses entre 200 mil (em Abril) e 160 mil (em Maio). Surpreendeu a queda da taxa de desemprego para 4.9% em Abril e 4.7% em Maio, valores que só se encontram na pré-crise de finais de 2007, nos EUA. Pode-se concluir que esta evolução é possível não só com a criação de emprego, mas também é reflexo da diminuição da força de trabalho (envelhecimento da população e indivíduos que desistiram de procurar emprego e saíram das estatísticas). Este nível de taxa de desemprego é o mais baixo dos últimos oito anos e, como já se referiu anteriormente, será difícil que o valor baixe muito mais no futuro, perante as especificidades do mercado de trabalho norte-americano (na prática e de acordo com algumas análises, a taxa de pleno emprego nos EUA situa-se à volta dos 4%). Em Maio existiam 7 436 mil desempregados (menos 484 mil face aos 7 920 mil existentes em Abril), que compara com o valor de 8 619 mil existentes em Maio de 2015 (menos 1 183 mil).

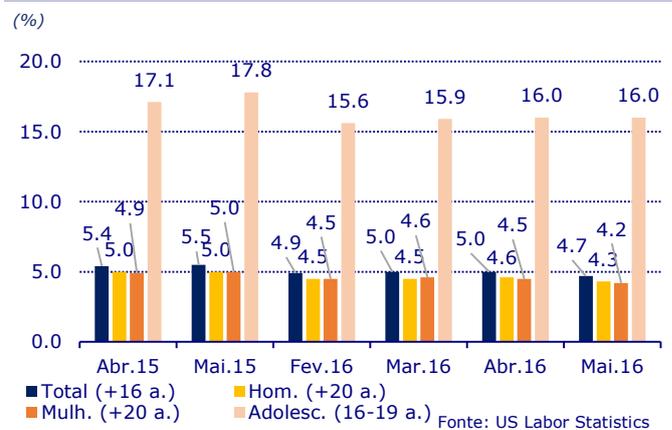
Relevante foi o facto de o número de desempregados de longa duração (na situação de desemprego acima das 27 semanas) ter diminuído em 178 mil (para 1.9 milhões) em Maio. Essa diferença ainda é mais expressiva se compararmos com os valores de Maio de 2015: verificou-se um decréscimo de 606 mil desempregados. Refira-se que este grupo representa 25.1% do total de desempregados.

Dentro do grupo de desempregados, o maior número, 3.6 milhões (perto de 48% do total), terminaram empregos temporários e acabaram por ficar sem trabalho, seguindo-se o grupo dos reincidentes, 2.2 milhões ou 30%, que regressam com frequência ao grupo dos desempregados (instabilidade e precariedade; ou por inadequação; ou por opção do próprio).

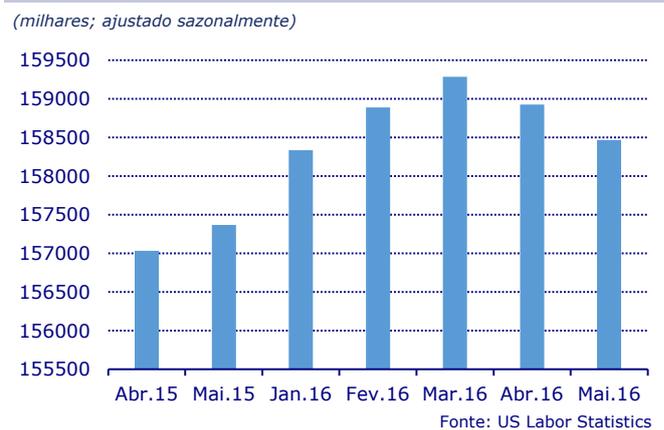
Marginalmente fora da força de trabalho encontravam-se 1.7 milhões de pessoas, menos 149 mil do que há um ano atrás (não estão incluídas nos desempregados porque não procuraram emprego nas 4 semanas anteriores ao inquérito). Dentro deste grupo encontram-se os desencorajados (não procuram emprego porque não acreditam haver postos de trabalho adequados). Em Maio representavam 538 mil, menos 25 mil do que no mesmo mês no ano anterior.

Em relação à evolução da força de trabalho, o rácio do emprego versus população residente manteve-se nos 59.7% de Abril a Maio, sendo uma taxa elevada. Em Maio de 2015 era de 59.4%.

**Evolução da taxa de desemprego e sua composição**



**Evolução da força de trabalho**



## TEMAS EM DESTAQUE

## EUA - A CRIAÇÃO DE EMPREGO ESTÁ NO LIMITE? (cont.)

Assim, em Maio surgiram 38 mil novos empregos (excluindo o sector agrícola), que compara com os 123 mil criados em Abril (houve uma revisão em baixa de 37 mil já que o valor referido no relatório de Abril era de 160 mil). Os analistas de mercado apontavam para um valor à volta exactamente dos 160 mil, por isso a enorme decepção. Se referirmos que em Março foram gerados 186 mil empregos e em Maio de 2015 273 mil, é fácil constatar que estamos perante uma tendência de diminuição consecutiva deste valor. Mesmo considerando os valores médios trimestrais das variações, pode-se retirar a ideia de já ter havido um pico em Fevereiro, a partir do qual se iniciou uma diminuição dos empregos criados. Evolução idêntica verifica-se no sector privado (mais de 90% do emprego norte-americano).

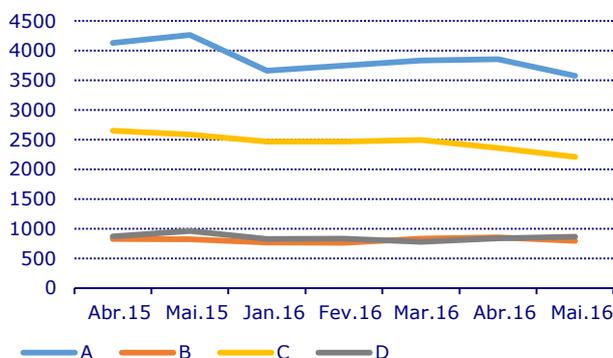
Para estes valores contribuiu a diminuição do emprego nos serviços do Estado, na produção industrial, no sector das minas e na exploração madeireira. No sector da exploração mineira assiste-se à sua diminuição e/ou fecho de algumas empresas, dada a queda abrupta dos preços das matérias-primas. No abate das árvores, para além da estagnação em geral da procura, o mau tempo limitou algumas actividades, nomeadamente o da construção de novas casas. Também o sector retalhista por grosso viu diminuir o número de empregos. Por seu turno, no total, os serviços geraram bastantes empregos (144 mil em Abril e 61 mil em Maio), nomeadamente nas áreas da saúde e da educação. Também as actividades financeiras foram geradoras de emprego.

Em Abril, o rendimento médio por hora para todos os empregados no sector privado (excluindo a agricultura) subiu 9 cêntimos, para \$25.54, depois do aumento de 6 cêntimos em Março. Em Maio esta tendência acentuou-se. O rendimento médio neste último mês foi de \$25.59, mais 5 cêntimos, o que não deixa de ser um sinal de ligeira e continuada pressão ao nível do trabalho e dos salários, quando o grupo dos desempregados começa a ser curto.

**Todo este cenário será tido em conta pelos governadores da Reserva Federal, quando decidirem manter ou alterar a política monetária, iniciado que está o processo de normalização das taxas de juro (por mais lento que possa ser). O facto é que a Fed terá que aproveitar o momento de expansão económica para poder colocar as taxas de juro de referência num nível mais adequado, para garantir que a política monetária tenha espaço de actuação no futuro, perante choques exógenos adversos.**

## Razões para o desemprego

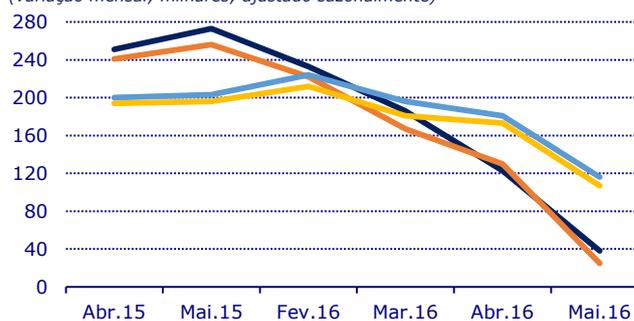
(milhares; ajustado sazonalmente)



Fonte: US Labor Statistics  
 Nota: A - completaram empregos temporários e perderam o emprego; B - abandono do emprego; C - reincidentes; D - entradas novas

## Emprego criado (excluindo agricultura)

(variação mensal; milhares; ajustado sazonalmente)



Nota: \*média de 3 meses  
 Fonte: US Labor Statistics