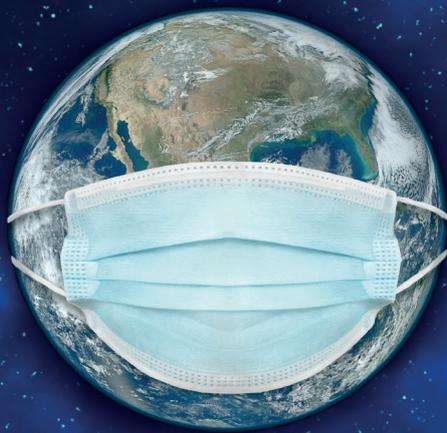


# IM05

INFORMAÇÃO MENSAL  
MAIO 2020



## AMBIENTE ECONÓMICO-FINANCEIRO

---

MERCADOS FINANCEIROS  
*As vulnerabilidades da dívida das empresas face a um choque histórico*

ECONOMIA INTERNACIONAL  
*Emergentes e COVID-19: às portas de uma crise financeira?*

ECONOMIA PORTUGUESA  
*Devemos preocupar-nos com a sustentabilidade da dívida pública na Zona Euro?*

## DOSSIER: O MUNDO DEPOIS DA COVID-19

---

*COVID-19 e cisnes negros: lições do passado para um futuro melhor*

*Como a COVID-19 mudará a nossa forma de produzir*

*Políticas económicas face à COVID-19: serão superados os limites do impossível?*

## INFORMAÇÃO MENSAL

Maio 2020

O *Informação Mensal* é uma publicação elaborada em conjunto pelo BPI Research (UEEF) e o CaixaBank Research.

### BPI Research (UEEF)

[www.bancobpi.pt /](http://www.bancobpi.pt/)  
<http://www.bancobpi.pt/grupo-bpi/estudos-e-mercados/mercados-financeiros>  
[deef@bancobpi.pt](mailto:deef@bancobpi.pt)

### Paula Carvalho

Economista Chefe

### CaixaBank Research

[www.caixabankresearch.com](http://www.caixabankresearch.com)  
[research@caixabank.com](mailto:research@caixabank.com)

### Enric Fernández

Economista Chefe

### Oriol Aspachs

Diretor de Estudos

### Sandra Jódar

Diretora de Estratégia Bancária

### Adrià Morron Salmeron

Coordenador da *Informação Mensal*

### Javier Garcia-Arenas

Coordenador do Dossier

Data de fecho desta edição:

5 de maio de 2020

## ÍNDICE

- 1 EDITORIAL
- 3 PONTOS CHAVE DO MÊS
- 4 PREVISÕES
- 7 ECONOMIA MUNDIAL
- 13 MERCADOS FINANCEIROS
- 16 *As vulnerabilidades da dívida das empresas face a um choque histórico*
- 20 ECONOMIA INTERNACIONAL
- 20 *Emergentes e COVID-19: às portas de uma crise financeira?*
- 25 ECONOMIA PORTUGUESA
- 25 *Devemos preocupar-nos com a sustentabilidade da dívida pública na Zona Euro?*
- 29 DOSSIER: O MUNDO DEPOIS DA COVID-19
- 29 *COVID-19 e cisnes negros: lições do passado para um futuro melhor*
- 31 *Como a COVID-19 mudará a nossa forma de produzir*
- 33 *Políticas económicas face à COVID-19: serão superados os limites do impossível?*

## Uma União incompleta

A resposta fiscal dos EUA à crise do coronavírus tem sido, por enquanto, muito mais forte do que a resposta dos países europeus. Em parte, isto deve-se ao facto de os EUA terem recorrido a medidas extraordinárias para preencherem as lacunas de um estado social menos generoso do que o europeu. Contudo, a principal razão reside no facto do Tesouro dos EUA contar com a estreita colaboração do Banco da Reserva Federal (Fed), que poderá atuar como credor de último recurso, se for necessário. Este apoio, combinado com o poder e a dimensão da economia norte-americana, é fundamental para que a dívida do Tesouro seja considerada um ativo totalmente seguro, algo que facilita enormemente o financiamento do défice público.

A Europa carece desta grande vantagem. O Banco Central Europeu (BCE) está, sem dúvida, a desempenhar um papel muito importante no apoio aos estados-membros através do programa de compra de dívida pública e das injeções de liquidez, mas não está ao nível da Fed. Questões legais e políticas impedem este procedimento, tal como evidenciou a sentença – tão surpreendente como discutível – do Tribunal Constitucional da Alemanha. Contudo, a razão subjacente é que a Zona Euro possui 19 Tesouros diferentes, um para cada país, mas não possui um único Tesouro que represente todos. Face ao risco de que algum país possa aproveitar o facto de ter um credor de último recurso e enfraquecer o euro, a Europa proibiu o BCE de financiar diretamente qualquer governo.

Esta restrição coloca em desvantagem os países europeus com uma posição fiscal mais débil. Os mesmos sabem que, se adotarem uma política fiscal agressiva, necessária para evitar uma recessão prolongada, o aumento do défice e da dívida pública poderá suscitar dúvidas sobre a sustentabilidade das suas finanças, aumentar o seu prémio de risco e, em última instância, conduzir a uma nova crise da dívida soberana. Se tentarem evitar estes riscos, a sua resposta poderá ser muito tímida, o que acabará por prejudicar a sua recuperação e a do conjunto da Zona Euro. Não é por acaso que a resposta fiscal da Alemanha foi a mais agressiva de toda a Zona Euro e a da Itália, a menos agressiva. Além disso estas diferenças, num contexto em que o quadro de ajudas estatais foi flexibilizado, fazem distorcer o mercado único.

É por todas estas razões que é necessária uma resposta fiscal conjunta a nível europeu. Criar um Tesouro como o americano da noite para o dia não é politicamente viável, mas projetar um fundo que apoie a recuperação suficientemente potente é absolutamente necessário, mesmo que seja temporário.

Para o financiar, a UE poderia emitir dívida perpétua, como o governo espanhol propôs, ou pelo menos dívida a longo prazo para aproveitar o contexto atual de taxas de juro baixas e reduzir os riscos de refinanciamento. A Áustria possui, atualmente, uma obrigação a 100 anos que paga uma taxa de juro de 1%, pagando o MEE menos de 1% para a emissão de dívida a 40 anos. Com este nível de taxas de juro, uma emissão de dívida de um bilião de euros (mais de 7% do PIB da UE) acarretaria um custo anual de 10.000 milhões de euros em juros, menos de 0,1% do PIB da UE.

É importante que os fundos possam ser utilizados o mais rapidamente possível. Seria desejável que possam ser lançados entre este ano e o próximo e gradualmente durante muitos exercícios. Além disso, deveriam ser transferências para os Estados-membros a fundo perdido ou projetos executados diretamente a nível europeu, mas não empréstimos que façam aumentar a dívida dos países-membros (a dívida emitida diretamente pela UE não lhes é atribuída por partes).

A decisão que irá ser tomada nas próximas semanas é de extrema importância para a UE. Não se trata apenas de sair antes desta crise, mas sim de sairmos juntos e com uma União mais forte.

## Cronologia

### MARÇO 2020

- 3** A Fed reduz as suas taxas de juro de referência em 50 p. b. para o intervalo de 1,00%-1,25%.
- 11** A Organização Mundial da Saúde declara pandemia devido à COVID-19.
- 12** O BCE aumenta as compras de ativos de 2020 em 120.000 milhões de euros, melhora a atratividade das TLTRO-III, introduz operações ponte de liquidez (LTRO até junho) e flexibiliza os requisitos regulamentares.
- 14** O Governo de Espanha implementa o estado de emergência.
- 15** A Fed reduz as suas taxas de juro de referência em 100 p. b., para o intervalo de 0,00%-0,25% e lança uma série de medidas (compras de *treasuries* e MBS de 500.000 e 200.000 milhões de dólares, aplica um corte de 150 p. b. na taxa de juro da denominada «janela de desconto» e elimina os requisitos mínimos de reservas).
- 18** O BCE lança um programa de compras contra a COVID-19 (PEPP), com uma dotação de 750.000 milhões de euros. Não está sujeito a limites de emissor ou emissão, permite desvios temporários da tabela de repartição do capital e ativos com um leque de vencimentos mais prolongado.  
O Governo de Espanha aprova medidas urgentes extraordinárias para combater o impacto da COVID-19. O Governo de Portugal implementa o Estado de Emergência.
- 23** A Fed anuncia que as compras de *treasuries* e de MBS serão ilimitadas e lança outros programas de compras (dívida das empresas, notas promissórias, ativos garantidos pelo crédito ao consumo, etc.).

### ABRIL 2020

- 9** O Eurogrupo estabelece um pacote de 540.000 milhões de euros de ajudas em forma de empréstimos para ajudar a combater a COVID-19.
- 12** A OPEP e os seus parceiros chegam a um novo acordo para reduzir a produção de petróleo até ao início de 2022.
- 30** BCE reforça a abundância de liquidez com melhorias nas TLTRO-III e o lançamento de injeções extraordinárias contra a pandemia (PELTRO).

### FEVEREIRO 2020

- 5** O Senado dos EUA absolve o presidente Donald Trump das acusações pelas quais foi aberto um processo de *impeachment*.
- 24** A Itália deteta um aumento nos casos de coronavírus no país e começa uma semana de turbulência nos mercados financeiros com sessões nas quais são registadas as maiores perdas nas bolsas dos últimos anos.

### JANEIRO 2020

- 15** Os EUA e a China assinam um primeiro acordo comercial (a primeira fase de uma negociação de três etapas).
- 30** A Organização Mundial da Saúde declara uma emergência sanitária internacional devido ao surto de coronavírus com origem na China.
- 31** Formalizada a saída do Reino Unido da UE e começa um período de transição até 31 de dezembro de 2020.

## Agenda

### MAIO 2020

- 5** Espanha: inscritos na Segurança Social e desemprego registado (abril).
- 6** Portugal: emprego e desemprego (1T).
- 8** Espanha: índice de produção industrial (março).  
Portugal: volume de negócios na indústria (março).  
Portugal: comércio internacional (março).
- 15** Portugal: evolução do PIB (1T).
- 18** PIB do Japão (1T).
- 19** Espanha: comércio externo (março).
- 22** Espanha: créditos, depósitos e taxa de incumprimento (março).  
Portugal: indicadores coincidentes (abril).  
Portugal: *rating* Fitch.
- 28** Espanha: Execução orçamental do Estado (abril).  
Espanha: evolução do IPC (maio).  
Zona Euro: índice de sentimento económico (maio).

### JUNHO 2020

- 2** Espanha: inscritos na Segurança Social e desemprego registado (maio).  
Portugal: emprego e desemprego (abril).
- 4** Conselho de Governo do Banco Central Europeu.
- 9** Portugal: comércio internacional (abril).  
Portugal: crédito de nova concessão (abril).
- 9-10** Comité Monetário da Fed.
- 12** Espanha: *rating* Fitch.
- 16** Espanha: inquérito trimestral do custo da mão de obra (1T).
- 17** Portugal: atividade turística (abril).
- 18-19** Conselho Europeu.
- 22** Espanha: créditos, depósitos e taxa de incumprimento (1T e abril).
- 24** Espanha: balanço de pagamentos e PIIN (1T).
- 29** Espanha: evolução do IPC (junho).  
Zona Euro: índice de sentimento económico (junho).  
Portugal: indicador de confiança das empresas e consumidores (junho).
- 30** Espanha: contas nacionais trimestrais (1T).  
Espanha: taxa de poupança das famílias (1T).  
Espanha: execução orçamental do Estado (maio).

## Uma recessão típica de uma guerra

Já temos as primeiras estimativas do impacto económico que as medidas de contenção estão a ter e a mensagem que oferecem não é animadora. De facto, o vocabulário bélico que costumamos utilizar quando nos referimos às consequências da luta contra a COVID-19 parece justificado em termos económicos. A dimensão da recessão na qual já estamos imersos não tem precedentes nas últimas décadas. É preciso regressar aos tempos da Segunda Guerra Mundial para encontrar quedas da atividade com uma dimensão semelhante.

Na China, onde o coronavírus apareceu pela primeira vez, a queda do PIB no primeiro trimestre do ano atingiu os 9,8% em cadeia. Nunca antes tinha sido registada uma descida desta dimensão na China desde que são publicados dados das contas nacionais. De facto, nunca tínhamos observado uma taxa de crescimento negativa na China. Agora todas as atenções estão dirigidas para a velocidade de recuperação. O gigante asiático tem vindo a levantar gradualmente as medidas de contenção desde o início de março e, apesar de parecer que a atividade dificilmente reagiria, nas últimas semanas de abril recebemos dados um pouco mais animadores, os quais esperamos que se consolidem nos próximos meses.

Nos principais países desenvolvidos, as medidas de contenção não começaram a ser implementadas até meados ou final do mês de março e com vários níveis de intensidade. Assim, nos EUA, que foi um dos últimos países a aplicar restrições à circulação, a queda do PIB foi de 1,2% em cadeia no 1T. Por sua vez a Zona Euro, que no seu conjunto reagiu um pouco mais cedo e aplicou restrições mais rígidas à mobilidade e atividade, sofreu uma queda mais acentuada do PIB (3,8%).

Convém destacar a elevada incerteza que desta vez envolve a primeira estimativa do PIB, pois os institutos de estatística tiveram que ajustar a metodologia utilizada para capturar a súbita e profunda desaceleração da atividade ocorrida no final do primeiro trimestre. Após as prováveis revisões que serão realizadas, as diferenças entre países poderão alterar (por exemplo, é surpreendente que a queda estimada para a economia italiana, de 4,7% em cadeia, seja inferior à queda de França ou Espanha, de 5,8% e 5,2%, respetivamente), não havendo dúvidas que a dimensão da queda da atividade está a ser muito forte. Isto é sugerido pelos indicadores relacionados com o mercado de trabalho, a redução incomum da mobilidade e do consumo de energia, o colapso dos índices de sentimento económico e

uma longa lista de outros indicadores. Para que o PIB da Zona Euro contraísse 3,8% no conjunto do primeiro trimestre, durante as duas últimas semanas de março a queda na atividade teve que ser cerca de 25%, pois em janeiro e fevereiro a economia manteve-se estável. Se aplicarmos a mesma lógica ao caso espanhol, verificamos que a queda na atividade foi provavelmente de cerca de 30% a partir da declaração de estado de emergência.

Este exercício simples ajuda a ilustrar a dimensão do declínio da atividade que provavelmente estamos a enfrentar atualmente. No entanto, cabe também destacar o quão difícil é fazer previsões no contexto atual. A existência de pequenas variações na velocidade do processo de desconfinamento poderá resultar em consequências económicas muito significativas.

Nestas circunstâncias, o mais sensato é trabalhar com cenários que mostrem a possível evolução da atividade com base em várias hipóteses sobre a evolução das restrições do distanciamento social. Os cenários publicados recentemente pelo Banco de Espanha são um bom exemplo. De acordo com as suas estimativas, se o confinamento durar 8 semanas e a eficácia das medidas de política económica for elevada, a queda do PIB este ano poderá ser de 6,8%. Contudo, se o confinamento se prolongar até 12 semanas e a eficácia das medidas de política económica não forem tão elevadas, a queda do PIB será de cerca de 12,4%. A guerra contra o coronavírus está a ter um custo económico muito elevado. Esperamos que, ao contrário de outras guerras, o custo humano seja muito menor e que o regresso à normalidade seja muito mais rápido.

Final de período, exceto quando é especificado o contrário

### Mercados financeiros

	Média 2000-2007	Média 2008-2016	2017	2018	2019	2020	2021
<b>TAXAS DE JURO</b>							
<b>Dólar</b>							
Fed funds (limite superior)	3,43	0,48	1,50	2,50	1,75	0,25	0,25
Libor 3 meses	3,62	0,70	1,61	2,79	1,91	0,40	0,40
Libor 12 meses	3,86	1,20	2,05	3,08	1,97	1,00	1,05
Dívida pública 2 anos	3,70	0,73	1,84	2,68	1,63	0,50	0,60
Dívida pública 10 anos	4,70	2,61	2,41	2,83	1,86	1,00	1,20
<b>Euro</b>							
Depo BCE	2,05	0,40	-0,40	-0,40	-0,50	-0,50	-0,50
Refi BCE	3,05	1,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Eonia	3,12	0,65	-0,34	-0,36	-0,46	-0,45	-0,45
Euribor 1 mês	3,18	0,79	-0,37	-0,37	-0,45	-0,43	-0,43
Euribor 3 meses	3,24	0,98	-0,33	-0,31	-0,40	-0,40	-0,40
Euribor 6 meses	3,29	1,14	-0,27	-0,24	-0,34	-0,33	-0,33
Euribor 12 meses	3,40	1,34	-0,19	-0,13	-0,26	-0,25	-0,25
<b>Alemanha</b>							
Dívida pública 2 anos	3,41	0,69	-0,69	-0,60	-0,63	-0,60	-0,50
Dívida pública 10 anos	4,30	1,98	0,35	0,25	-0,27	-0,30	-0,10
<b>Espanha</b>							
Dívida pública 3 anos	3,62	2,30	-0,04	-0,02	-0,36	0,16	0,35
Dívida pública 5 anos	3,91	2,85	0,31	0,36	-0,09	0,37	0,53
Dívida pública 10 anos	4,42	3,82	1,46	1,42	0,44	0,80	0,70
Prémio de risco	11	184	110	117	71	110	80
<b>Portugal</b>							
Dívida pública 3 anos	3,68	4,42	-0,05	-0,18	-0,34	0,37	0,57
Dívida pública 5 anos	3,96	5,03	0,46	0,47	-0,12	0,65	0,73
Dívida pública 10 anos	4,49	5,60	1,84	1,72	0,40	0,90	0,80
Prémio de risco	19	362	149	147	67	120	90
<b>TAXA DE CÂMBIO</b>							
EUR/USD (dólares por euro)	1,13	1,31	1,18	1,14	1,11	1,15	1,18
EUR/JPY (ienes por euro)	129,50	126,36	133,70	127,89	121,40	123,37	126,26
USD/JPY (ienes por dólar)	115,34	97,50	113,02	112,38	109,25	107,28	107,00
EUR/GBP (libras por euro)	0,66	0,83	0,88	0,90	0,85	0,92	0,88
USD/GBP (libras por dólar)	0,59	0,63	0,75	0,79	0,76	0,80	0,75
<b>PETRÓLEO</b>							
Brent (\$/barril)	42,3	85,6	64,1	57,7	65,2	40,0	55,0
Brent (euros/barril)	36,4	64,8	54,2	50,7	58,6	34,8	46,6

Previsões

Percentagem de variação em relação ao mesmo período do ano anterior, exceto quando é especificado o contrário

### Economia internacional

	Média 2000-2007	Média 2008-2016	2017	2018	2019	2020	2021
<b>CRESCIMENTO DO PIB</b>							
<b>Mundial</b>	4,5	3,4	3,9	3,6	2,9	-2,8	6,1
<b>Países desenvolvidos</b>	2,7	1,2	2,5	2,2	1,7	-5,6	5,5
Estados Unidos	2,7	1,4	2,4	2,9	2,3	-5,1	5,5
Zona Euro	2,2	0,4	2,7	1,9	1,2	-6,7	6,6
Alemanha	1,6	1,1	2,8	1,6	0,6	-6,2	6,6
França	2,2	0,6	2,4	1,7	1,2	-6,8	6,9
Itália	1,5	-0,7	1,8	0,7	0,2	-8,0	5,9
Portugal	1,5	-0,3	3,5	2,6	2,2	-8,1	6,1
Espanha	3,7	0,0	2,9	2,4	2,0	-7,2	6,9
Japão	1,5	0,4	2,2	0,3	0,7	-6,7	3,3
Reino Unido	2,9	1,1	1,9	1,3	1,4	-7,0	4,0
<b>Países emergentes e em desenvolvimento</b>	6,5	5,2	4,8	4,5	3,7	-0,8	6,5
China	11,7	8,4	6,9	6,6	6,1	1,0	9,3
Índia	9,7	6,9	6,6	6,8	5,3	-2,0	5,0
Indonésia	5,5	5,7	5,1	5,2	5,0	-1,0	4,0
Brasil	3,6	1,7	1,3	1,3	1,1	-3,7	1,3
México	2,4	2,1	2,1	2,1	-0,1	-7,0	1,1
Chile	5,0	3,2	1,2	4,0	1,1	-4,0	1,8
Rússia	7,2	0,9	1,8	2,5	1,3	-3,0	1,3
Turquia	5,4	4,8	7,5	2,8	0,9	-2,5	2,0
Polónia	4,0	3,2	4,9	5,2	4,1	-4,6	4,2
África do Sul	4,4	1,8	1,4	0,8	0,2	-5,4	0,4
<b>INFLAÇÃO</b>							
<b>Mundial</b>	4,2	3,8	3,2	3,6	3,6	2,8	3,6
<b>Países desenvolvidos</b>	2,1	1,5	1,7	2,0	1,4	0,7	1,9
Estados Unidos	2,8	1,6	2,1	2,4	1,8	0,7	2,5
Zona Euro	2,1	1,4	1,5	1,8	1,2	0,9	1,8
Alemanha	1,7	1,3	1,7	1,9	1,4	1,0	1,9
França	1,8	1,2	1,2	2,1	1,3	1,1	1,9
Itália	1,9	1,5	1,3	1,2	0,6	0,5	1,6
Portugal	3,0	1,2	1,4	1,0	0,3	-0,4	1,4
Espanha	3,2	1,3	2,0	1,7	0,7	0,2	1,6
Japão	-0,3	0,3	0,5	1,0	0,5	0,0	0,7
Reino Unido	1,9	2,3	2,7	2,5	1,8	1,4	2,2
<b>Países emergentes</b>	6,7	5,8	4,3	4,8	5,0	4,1	4,6
China	1,7	2,6	1,6	2,1	2,9	2,4	2,6
Índia	4,5	8,5	3,3	3,9	3,7	2,9	4,3
Indonésia	8,4	5,7	3,8	3,3	2,8	1,4	4,2
Brasil	7,3	6,4	3,5	3,7	3,7	3,3	3,8
México	5,2	3,9	6,0	4,9	3,6	3,0	3,4
Chile	3,1	3,5	2,2	2,7	2,3	2,8	3,1
Rússia	14,2	9,3	3,7	2,9	4,5	2,9	3,3
Turquia	27,2	8,1	11,1	16,2	15,5	8,5	9,8
Polónia	3,5	2,1	1,6	1,2	2,1	2,8	2,7
África do Sul	5,3	6,2	5,3	4,6	4,1	5,2	5,0

Previsões

Percentagem de variação em relação ao mesmo período do ano anterior, exceto quando é especificado o contrário

### Economia portuguesa

	Média 2000-2007	Média 2008-2016	2017	2018	2019	2020	2021
<b>Agregados macroeconómicos</b>							
Consumo das famílias	1,7	-0,2	2,1	2,9	2,2	-5,6	6,5
Consumo das Adm. Públicas	2,3	-0,7	0,2	0,9	1,1	3,3	1,0
Formação bruta de capital fixo	-0,3	-3,5	11,5	5,8	6,3	-26,2	-0,1
Bens de equipamento	1,2	-0,1	12,5	7,5	2,7	-	-
Construção	-1,5	-6,2	12,2	4,6	9,0	-	-
Procura interna (contr. Δ PIB)	1,3	-1,0	3,3	3,1	2,7	-8,0	4,8
Exportação de bens e serviços	5,2	3,5	8,4	4,5	3,7	-25,2	39,6
Importação de bens e serviços	3,6	1,6	8,1	5,8	5,2	-25,0	35,3
<b>Produto interno bruto</b>	<b>1,5</b>	<b>-0,3</b>	<b>3,5</b>	<b>2,6</b>	<b>2,2</b>	<b>-8,1</b>	<b>6,1</b>
<b>Outras variáveis</b>							
Emprego	0,4	-1,1	3,3	2,3	1,0	-7,3	5,0
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	6,1	12,2	8,9	7,0	6,5	12,7	8,6
Índice de preços no consumidor	3,0	1,2	1,4	1,0	0,3	-0,4	1,4
Saldo Balança Corrente (% PIB)	-9,2	-4,1	1,2	0,4	-0,1	-0,8	-0,3
Cap. ou nec. financ. resto do mundo (% PIB)	-7,7	-2,7	2,1	1,4	0,9	0,2	0,7
Saldo público (% PIB)	-4,6	-6,4	-3,0	-0,4	0,2	-9,0	-2,4

Previsões

### Economia espanhola

	Média 2000-2007	Média 2008-2016	2017	2018	2019	2020	2021
<b>Agregados macroeconómicos</b>							
Consumo das famílias	3,6	-0,6	3,0	1,8	1,1	-9,9	6,9
Consumo das Adm. Públicas	5,0	0,9	1,0	1,9	2,3	6,4	4,5
Formação bruta de capital fixo	5,6	-3,8	5,9	5,3	1,8	-12,6	10,8
Bens de equipamento	5,0	-1,5	8,5	5,7	2,7	-10,6	11,4
Construção	5,7	-6,5	5,9	6,6	0,9	-16,9	10,3
Procura interna (contr. Δ PIB)	4,5	-1,2	3,0	2,6	1,5	-6,9	6,8
Exportação de bens e serviços	4,8	2,8	5,6	2,2	2,6	-14,9	5,5
Importação de bens e serviços	7,0	-1,0	6,6	3,3	1,2	-15,0	5,7
<b>Produto interno bruto</b>	<b>3,7</b>	<b>0,0</b>	<b>2,9</b>	<b>2,4</b>	<b>2,0</b>	<b>-7,2</b>	<b>6,9</b>
<b>Outras variáveis</b>							
Emprego	3,2	-1,5	2,8	2,5	2,3	-5,1	5,1
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	10,5	20,8	17,2	15,3	14,1	19,3	15,9
Índice de preços no consumidor	3,2	1,3	2,0	1,7	0,7	0,2	1,6
Custos de trabalho unitários	3,0	0,1	0,7	1,2	2,3	4,7	0,9
Saldo Balança Corrente (% PIB)	-5,9	-1,1	2,7	1,9	2,0	1,2	1,5
Cap. ou nec. financ. resto do mundo (% PIB)	-5,2	-0,7	2,9	2,4	2,4	1,4	1,7
Saldo público (% PIB) <sup>1</sup>	0,4	-7,1	-3,0	-2,5	-2,8	-9,8	-6,0

Nota: 1. Não inclui perdas por ajudas a instituições financeiras.

Previsões

## A COVID-19 dificulta a atividade global

A disseminação do coronavírus a nível global é um **choque sem precedentes para a economia mundial**. As medidas de contenção para travar a epidemia da COVID-19 estenderam-se a nível global, resultando em restrições necessárias, mas severas, à atividade económica global. Assim, a paralisação da atividade é de tal dimensão que o FMI batizou o termo «O Grande Confinamento» para descrever a recessão sincronizada na qual o mundo estará mergulhado em 2020. No entanto, a palavra-chave do momento e dos tempos que se seguirão é, sem dúvida, incerteza. Nas últimas semanas, tornou-se evidente que o presente grau de incerteza nada tem a ver com o grau de incerteza dos tempos normais. Existem incertezas em muitos níveis e simultaneamente: nos aspetos médicos e epidemiológicos, na eficácia das políticas públicas de saúde e das medidas económicas e nas alterações de comportamento das famílias, empresas e investidores.

**As medidas de confinamento propagam-se e aumentam.** As restrições impostas para combater a COVID-19 refletiram-se numa desaceleração das infeções em economias importantes como as da Zona Euro, após as quais os governos começaram a preparar planos para um regresso gradual à normalidade. No entanto, convém não esquecer que esta situação não ocorre em muitas outras partes do mundo. Além disso, de forma geral, as estratégias de desconfinamento continuam a implicar uma extensão das restrições nos países que já as aplicam e um maior aperto noutras economias que até agora tinham optado por não as aplicar ou levá-las a cabo mais levemente. Assim, esta combinação de extensão (geográfica, setorial e temporal) dos confinamentos implica, como principal resultado global, que a gravidade do choque económico é manifestamente maior do que o esperado há apenas um mês.

**Poderá a política económica aliviar o choque?** Face à gravidade do choque, a resposta da política económica colocada sobre a mesa está, sem dúvida, no rumo certo, mas talvez com intensidade e ambição insuficientes, dependendo da geografia. Assim, em praticamente todos os países, tem vindo a ser implementada uma vasta série de medidas embora com uma profundidade bastante diferente. Os EUA estão entre os países que anunciaram um maior estímulo fiscal e monetário, enquanto na Europa convivem países que se comprometeram com ajudas diretas muito extensas, como a Alemanha, e outros que, devido a condições fiscais mais restritas, assumem um estímulo económico mais limitado. Nessa mesma Europa, as medidas anunciadas pelo Eurogrupo estão no rumo certo, sendo ainda muito tímidas, tanto pela quantia como porque continuam sem propor mecanismos de partilha de despesa e dívida. Sem elas, a pressão sobre as dívidas nacionais será importante, embora seja certo que ao nível da Zona Euro, o BCE tenha sido ambicioso e rápido nas suas medidas de apoio monetário.

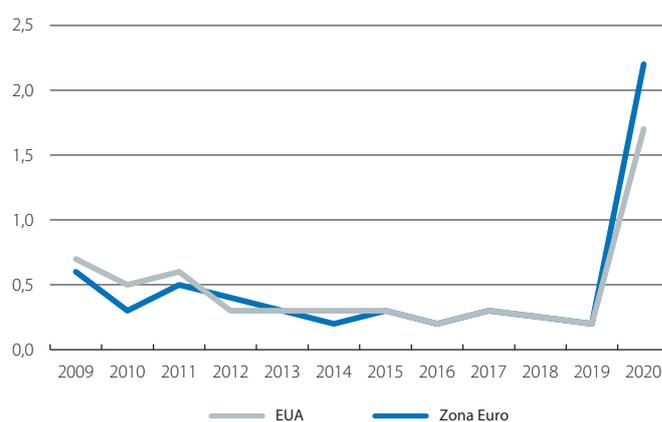
### Quadro macroeconómico do BPI Research

Previsões de crescimento (%)	2019	2020		2021	
		Atual	Antes do choque	Atual	Antes do choque
<b>Economia mundial</b>	2,9	-2,8	3,2	6,1	3,4
<b>Economias avançadas</b>	1,7	-5,6	1,5	5,5	1,6
<b>EUA</b>	2,3	-5,1	1,8	5,5	1,8
<b>Zona Euro</b>	1,2	-6,7	1,1	6,6	1,3
Alemanha	0,6	-6,2	0,7	6,6	1,5
França	1,2	-6,2	1,4	6,9	1,5
Itália	0,2	-9,0	0,5	5,9	0,7
Espanha	2,0	-7,2	1,5	6,9	1,5
Portugal	2,2	-8,1	1,7	6,1	1,6
<b>Economias emergentes e em desenvolvimento</b>	3,8	-0,8	4,4	7,1	4,5
<b>China</b>	6,1	1,0	5,5	9,3	5,7

Fonte: BPI Research.

### Incerteza das previsões da variação do PIB

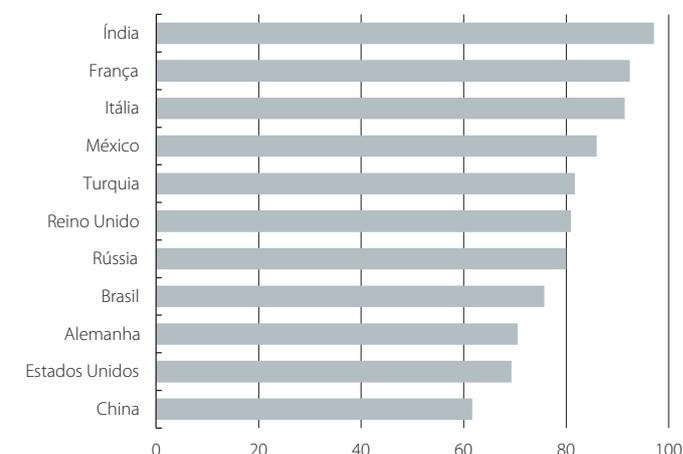
Desvio padrão das previsões do consenso de analistas a um ano (p. p.)



Fonte: BPI Research, a partir dos dados do Consensus Forecast.

### Grau de confinamento

Nível (100 = máximo)



Fonte: BPI Research, a partir dos dados do Oxford COVID-19 Government Response Tracker, Blavatnik School of Government.

**EMERGENTES**

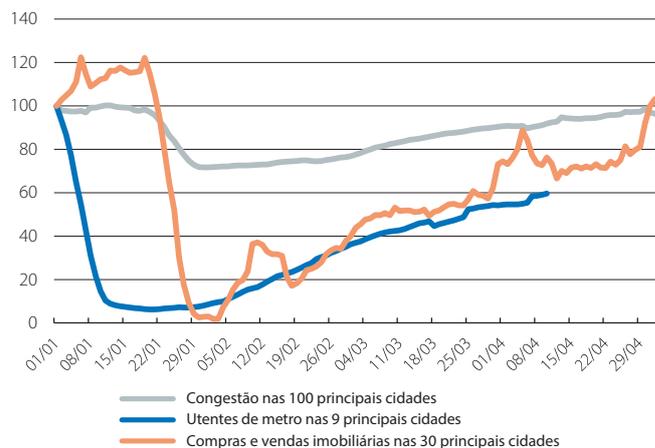
**Lições a partir do epicentro da pandemia.** A China foi o país que sofreu primeiro as consequências económicas da COVID-19 e também o primeiro a relaxar as medidas de contenção e regressar, relativamente, ao normal. E o que é que a sua evolução nos diz? Não apenas que o impacto negativo do coronavírus na atividade tenha sido alto, mas também que a recuperação da produção e do consumo está a ser menos rápida do que era de esperar inicialmente. Esta lentidão ilustra a dificuldade em obter uma rápida recuperação da atividade interna num contexto de pouca procura externa, além de destacar a questão de saber se a epidemia será uma sobrecarga persistente na confiança das empresas e dos consumidores. Assim, no 1T 2020, o PIB caiu 6,8% homólogo (-9,8% em cadeia), a primeira contração da economia desde que a China começou a publicar dados de contas nacionais trimestrais em 1992. O PIB do setor industrial caiu 9,5%, enquanto o do setor dos serviços caiu 5,2%. Com base neste impacto intenso e vasto em termos setoriais, os indicadores disponíveis, tanto os mais convencionais como o PMI da atividade industrial (que mal chega a 50,8 pontos em abril), como os alternativos (por exemplo, dados de mobilidade) sugerem que a recuperação está a ser gradual.

**O México afunda-se ainda mais na recessão, mas o pior ainda está para vir.** Os dados preliminares das contas nacionais indicam que o PIB caiu 1,6% em cadeia (-2,4% homólogo) no 1T 2020 (-0,1% em cadeia com o 4T 2019). Trata-se de um número que confirma que a baixa taxa de crescimento anterior à COVID-19 era uma base frágil para enfrentar o choque. À espera da divulgação do detalhe de componentes, a informação disponível sugere que a economia mexicana está a sofrer principalmente com a deterioração do contexto externo, em particular a queda do PIB norte-americano. Até que ponto este comportamento é representativo dos restantes mercados emergentes? É, pelo menos, em dois grandes aspetos. Primeiro, porque sugere que os efeitos macroeconómicos do choque estão a começar a fazer-se notar e que, como em outras partes do mundo, ainda está por vir a maior parte da queda da atividade. No caso do México, esta queda poderá assemelhar-se às grandes recessões das últimas décadas (ver o gráfico). Um segundo elemento que o México partilha com muitos outros mercados emergentes é o facto de, por agora, o principal canal de impacto ser externo, uma vez que as medidas locais de contenção demoraram mais tempo em serem implementadas (para uma visão mais detalhada das suas variáveis macroeconómicas e financeiras, consulte o Focus «Emergentes e COVID-19: às portas de uma crise financeira?») nesta edição da *Informação Mensal*.

**AVANÇADOS**

**Final abrupto da longa expansão norte-americana.** No 1T 2020, o PIB dos EUA sofreu a maior queda em cadeia desde a crise financeira de 2008, -1,2%, o que representa a sétima maior queda em cadeia dos últimos 70 anos (ver o gráfico). Em termos homólogos, o crescimento do PIB ainda se manteve em terreno positivo (+0,3%), mas bem abaixo do trimestre anterior (+2,3%). Embora seja um mau dado, as expectativas para o 2T são claramente mais sombrias, pois é o período em que o con-

**China: indicadores de atividade de alta frequência**  
Índice (100 = janeiro 2020)



**Nota:** «Congestão» e «Utentes de metro», média móvel de 7 dias. «Compra e vendas», percentagem em comparação com o ano anterior.  
**Fonte:** BPI Research, a partir dos dados da Capital Economics.

**México: PIB**

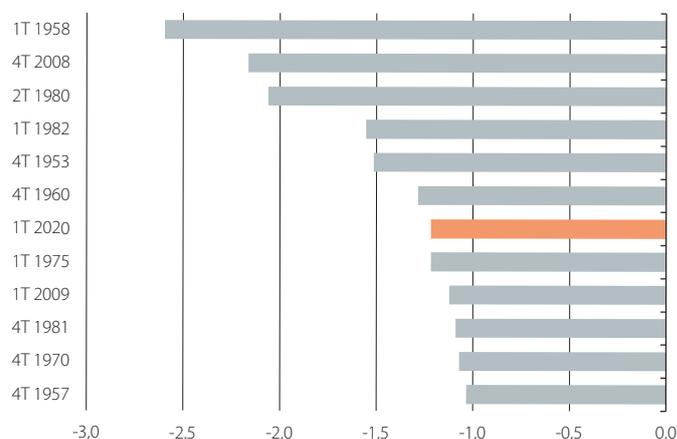
Variação homóloga (%)



**Fonte:** BPI Research, a partir dos dados do INEGI.

**EUA: as 12 maiores quedas em cadeia do PIB desde 1950**

Variação em cadeia (%)



**Fonte:** BPI Research, a partir dos dados do Bureau of Economic Analysis.

finamento se estende e, com ele, o encerramento das atividades no país. Neste contexto, as medidas fiscais e monetárias para apoiar a economia foram necessariamente agressivas. Especificamente, após o novo pacote de ajudas económicas aprovado pelo Congresso no final de abril, as medidas fiscais poderão ultrapassar os 1,7 biliões de dólares (8,6% do PIB), enquanto as garantias e outras medidas de liquidez poderão aproximar-se do bilião de dólares (~4%-5% do PIB).

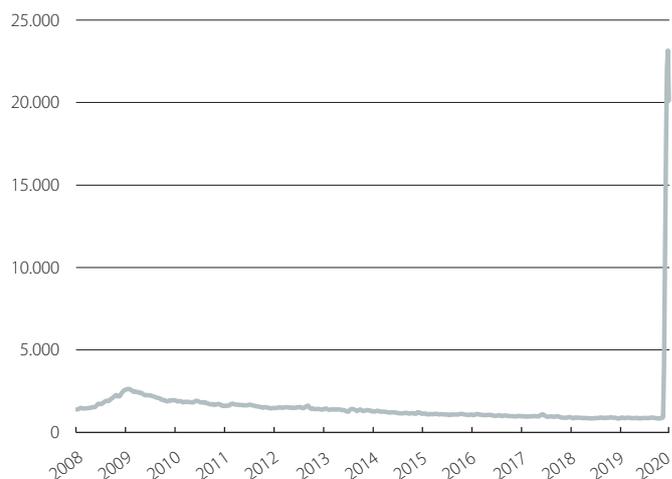
**Desemprego dispara relaxamento dos confinamentos nos EUA.** Uma das áreas em que a deterioração da atividade mais se faz notar é a do trabalho. Assim, na totalidade acumulada das quatro semanas que acabam a 25 de abril, os pedidos de subsídio de desemprego nos EUA totalizaram mais de 20 milhões (para sermos conscientes desta dimensão, no mesmo período de 2019, o número foi de 860.000 pedidos). Estes números sugerem que a taxa de desemprego de abril se situará em cerca de 15%, um nível que não era registado desde a Grande Depressão. Neste contexto de forte desaceleração económica, começaram a ser aliviadas as condições de confinamento. Assim, de acordo com o indicador de confinamento da Universidade de Oxford, as medidas encetadas a meados de março começaram a diminuir significativamente a partir de 25 de abril. Trata-se, contudo, de um processo desigual dado que as restrições continuam em vigor nalguns estados mais importantes, como a Califórnia, Massachusetts ou Nova Iorque.

**Colapso da atividade na Zona Euro.** O dado do PIB do 1T 2020 da Zona Euro mostra o tremendo impacto do coronavírus. Assim, o PIB caiu 3,8% em cadeia e 3,3% homólogo. Trata-se de uma queda em cadeia sem precedentes desde o início da união económica e monetária, que supera as piores descidas da dupla recessão de 2008-2012. Dos principais países, são apenas conhecidos atualmente os dados de Espanha (-5,2% em cadeia), França (-5,8%) e Itália (-4,7%). Estes números são extremamente negativos, mas o pior ainda está para vir. Assim, tudo indica que os dados do 2T refletirão uma queda muito mais intensa, uma vez que as medidas de contenção contra o vírus no 1T apenas foram implementadas nas últimas duas semanas de março. Neste sentido, o ESI, um índice de sentimento económico, caiu desde o nível de 94,2 pontos em março para 67,0 pontos em abril, com quedas no setor dos serviços e na indústria.

**A política fiscal avança na Europa.** De forma relativamente rápida, a maior parte dos países da UE implementaram vários planos de estímulo económico para conterem a recessão que causará o choque (ver a tabela). Na maior parte dos países, o tipo de intervenção é semelhante mas não a intensidade, pois como dissemos anteriormente depende, entre outros fatores, da posição fiscal a partir da qual se entra na crise. Por sua vez, a nível europeu, o Eurogrupo anunciou um pacote de medidas no valor de 540.000 milhões de euros para ajudar os Estados-membros da Zona Euro a enfrentarem a crise da COVID-19 (um máximo de 240.000 milhões para financiar despesas com saúde através de empréstimos MEE, 200.000 através do BEI e 100.000 em empréstimos para que os Estados financiem planos temporários de desemprego). Além disso, o Conselho Europeu encarregou a Comissão Europeia da preparação de

## EUA: pedidos de subsídio de desemprego

Acumulado de 4 semanas (milhares)



Fonte: BPI Research, a partir dos dados do U. S. Employment and Training Administration.

## Zona Euro: PIB real

Índice (100 = 2010)



Fonte: BPI Research, a partir dos dados do Eurostat.

## Zona Euro: índice de sentimento económico

Nível



Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Comissão Europeia.

uma proposta de Fundo de Recuperação, da qual se desconhecem praticamente todos os detalhes. No entanto, foi sugerido que a dimensão do Fundo seja substancial (são considerados montantes equivalentes a uma faixa que varia de 7,2% a 10,8% do PIB).

**Primeiras medidas de desconfinamento na UE.** A evidência de que a propagação da pandemia está a diminuir, juntamente com a constatação de que o prejuízo económico está a ser intenso, levou alguns países europeus a começarem a refazer algumas das medidas de contenção. Assim, e progressivamente durante o mês de maio, em França e Itália será permitida a abertura de lojas (os bares e restaurantes permanecerão encerrados, exceto para *take-away*), as opções de mobilidade serão alargadas para além dos municípios (até 100 quilómetros em França e dentro da região em Itália, por motivos de trabalho, necessidade ou saúde) e serão toleradas atividades sociais e desportivas com determinadas limitações. Além disso, em França, os infantários e as escolas primárias reabrirão primeiro e as escolas secundárias, posteriormente, com lotação limitada nas salas de aula. A partir de junho, as restrições serão ainda menores nos dois países, sempre sob o critério de não-acrécimo no número de contágios, utilização bastante generalizada de máscaras e manutenção do distanciamento social. Noutros países, como Alemanha e Áustria, foram seguidas etapas diferentes mas com critérios semelhantes: enquanto no segundo caso as restrições são praticamente inexistentes desde o início de maio, na Alemanha cada estado federal está a definir o seu ritmo de desconfinamento.

## ESPAÑA

**Queda sem precedentes da atividade.** O dado do PIB do 1T 2020 confirmou a expectativa de que as medidas de contenção implementadas para travar o avanço da COVID-19 terão um impacto histórico na atividade. No primeiro trimestre do ano, o PIB caiu 5,2% em cadeia (-4,1% homólogo), a maior descida em cadeia desde que começou a série histórica do INE em 1995 (a segunda maior queda foi de 2,6% em cadeia no 1T 2009). A partir deste valor, podemos deduzir que nas últimas duas semanas de março, quando o estado de emergência estava em vigor, a queda do PIB foi de aproximadamente 30%. Este impacto profundo era esperado devido à dureza das medidas de contenção e à importância do setor do turismo na economia espanhola, um setor seriamente afetado pela crise. De facto, no 2T a queda da atividade será claramente superior à do 1T, pois haverá um maior número de semanas afetadas pelas restrições associadas ao estado de emergência. Neste contexto, a incerteza em torno do cenário de previsões é extraordinariamente elevada, dado que pequenas variações no processo de desconfinamento podem acabar por ter um impacto muito significativo na atividade económica. Assim, se o levantamento das medidas de distanciamento social for gradual, a descida da atividade poderá atingir este ano os dois dígitos.

**Os indicadores de atividade mostram poucos sinais de melhoria.** Devido à rapidez com a qual se manifestou o impacto da crise induzida pela COVID-19 não estão ainda disponíveis muitos dos indicadores habituais sobre o impacto na econo-

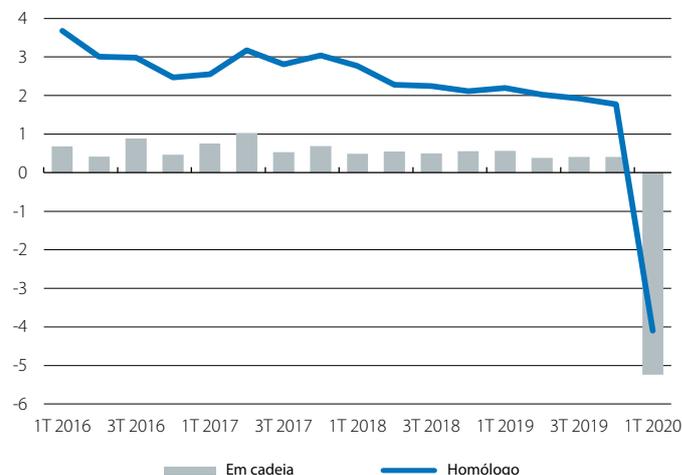
## Medidas económicas em vigor na Alemanha, França e Itália

	Alemanha	França	Itália
<b>Medidas fiscais</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Ampliação do plano de subsídios de horário reduzido.</li> <li>3.500 milhões (0,1% do PIB) para a Saúde.</li> <li>100.000 milhões (2,9% do PIB) para a recapitalização de empresas.</li> <li>50.000 milhões (1,5% do PIB) em subsídios diretos a pequenas empresas (menos de 10 empregados).</li> </ul> <b>Total ≈ 4,8% do PIB</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Cancelamento de impostos a empresas: caso a caso.</li> <li>Ampliação do desemprego temporário.</li> <li>Fundo de solidariedade para pequenas empresas.</li> <li>8.000 milhões (0,4% do PIB) para o sistema de saúde.</li> </ul> <b>Total ≈ 2,4% do PIB</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>3.500 milhões (0,2% do PIB) para o sistema de saúde.</li> <li>10.200 milhões (0,6% do PIB) para famílias e empresas.</li> <li>Crédito fiscal para pequenos negócios.</li> <li>Ajudas aos setores do transporte e aéreo (incl. a Alitalia).</li> </ul> <b>Total ≈ 0,9% do PIB</b>
<b>Diferimentos</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Diferimento de impostos às empresas (500.000 milhões, 14,5% do PIB).</li> </ul> <b>Total ≈ 14,5% do PIB</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Diferimento de impostos e faturas de gás, luz e aluguer para empresas.</li> </ul> <b>Total ≈ 9,4% do PIB</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Diferimento de até 220.000 milhões (13,2% do PIB) de empréstimos às PME e a trabalhadores independentes.</li> <li>Diferimento de até 10.700 milhões (0,6% do PIB) de impostos e subsídios às empresas.</li> </ul> <b>Total ≈ 13,8% do PIB</b>
<b>Garantias e avales</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>822.000 milhões (24% do PIB) em linhas de garantias e avales para empréstimos a empresas através do KfW.</li> <li>500.000 milhões (14,5% do PIB) em linhas de garantias e avales através do Fundo de Estabilização Económica.</li> <li>Quantidade ilimitada de linhas de avales para empréstimos às PME. O Governo assume 100% do risco.</li> </ul> <b>Total ≈ ilimitado</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>338.000 milhões (14,0% do PIB) em linhas de garantias e avales para empresas (entre 70% e 90% da garantia).</li> </ul> <b>Total ≈ 14,0% do PIB</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Até 300.000 milhões (16,8% do PIB) em linhas de garantias e avales para empresas.</li> </ul> <b>Total ≈ 16,8% do PIB</b>

Fonte: BPI Research, a partir dos dados das autoridades nacionais.

## Espanha: PIB

Variação (%)



Fonte: BPI Research, a partir dos dados do INE espanhol.

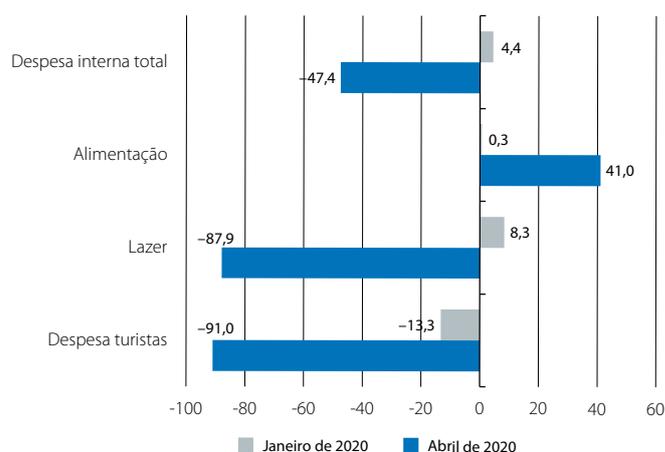
mia. No entanto, os dados disponíveis mostram que a atividade permanece em níveis muito baixos. De acordo com dados internos do CaixaBank, em abril a despesa (medida com pagamentos com cartão) diminuiu 47,4% homólogo, um registo que, apesar de ser ligeiramente mais positivo do que a queda de 54,1% nas últimas duas semanas de março, continua a refletir uma contração muito significativa na atividade. Por componentes, foram observadas despesas mais elevadas na rubrica de alimentos e de farmácias e um colapso na rubrica de lazer e turismo (ver o gráfico). Da mesma forma, os dados de procura de eletricidade da Rede Eléctrica Espanhola (REE) mostram uma queda de 17,6% homólogo em abril (excluindo os fins de semana), uma queda ainda mais acentuada do que a queda das duas últimas semanas de março (-10,4%). Por sua vez, em março, o índice PMI dos serviços sofreu uma queda histórica sem precedentes (-29,1 pontos), situando-se nos 23,0 pontos. Além disso, as vendas a retalho também caíram 14,1%, a maior queda desde o início da série em 2000. Neste contexto, a taxa de inflação geral situou-se em -0,7% em abril (0,0% em março), devido à queda acentuada do preço do petróleo e aos efeitos de deflação da COVID-19 nos serviços afetados (inflação -4,3%, por exemplo, na distribuição de água, eletricidade ou gás), que possuem um maior peso que os efeitos inflacionários nos alimentos (+4,0%).

**O mercado de trabalho no epicentro da furacão.** O mercado de trabalho é uma das áreas em que o impacto da crise está a ser sentido com maior intensidade. Entre o fim de fevereiro e o fim de março, o número de inscritos na Segurança Social (S. S.) diminuiu em 834.000 pessoas. Este registo não inclui os trabalhadores afetados pelos expedientes de regulação temporária de emprego (ERTE), que em meados de abril estimava-se que fossem 3,9 milhões, um número equivalente a 16,8% da população ativa. Estes trabalhadores recebem um subsídio de desemprego, mas permanecem inscritos na S. S., razão pela qual não são contabilizados no desemprego registado. Da mesma forma, mais de um milhão de trabalhadores independentes estão em suspensão de atividade (4,4% da população ativa). A rapidez com que o mercado de trabalho poderá absorver este contingente de trabalhadores quando a economia regressar à normalidade será fundamental para determinar o impacto a longo prazo da crise da COVID-19.

## PORTUGAL

**Paralisação sem precedentes da atividade portuguesa devido à COVID-19.** As medidas de contenção afetaram também consideravelmente a atividade económica de Portugal desde meados de março. É possível observar esta situação por indicadores de sentimento como o ESI da Comissão Europeia, que em abril caiu para níveis que nunca tinham sido observados nos últimos 20 anos, ou o inquérito realizado pelo INE e pelo Banco de Portugal, no qual 39% das empresas indicaram que tinham registado uma queda de mais de 50% na faturação na última semana de abril. Da mesma forma, em março, as vendas a retalho e a produção industrial caíram 5,6% e 7,2% homólogo, enquanto as vendas de automóveis caíram 87% homólogo em abril. Finalmente, os movimentos da rede de caixas automáticas caíram 46% homólogo entre meados de março e meados

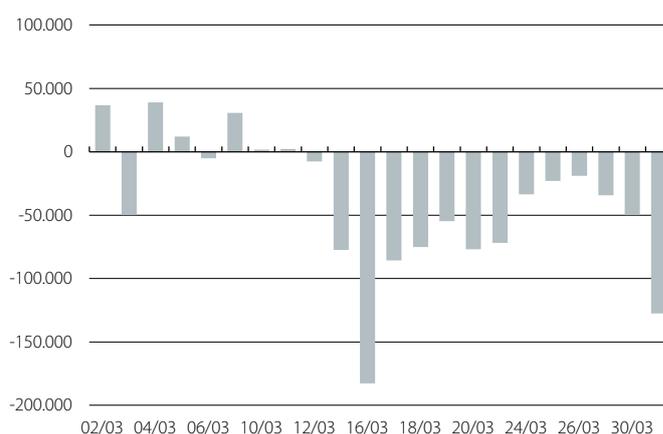
### Espanha: evolução da despesa com TPAs do CaixaBank Variação homóloga (%)



**Nota:** A «Alimentação» inclui a despesa interna em supermercados, grandes superfícies de alimentação e em farmácias. O «Lazer» inclui a despesa interna em restauração, transporte, lazer e alojamentos.  
**Fonte:** BPI Research.

### Inscritos na Segurança Social

Variação líquida diária (milhares)



**Nota:** Série não ajustada de sazonalidade.

**Fonte:** BPI Research, partir dos dados do Ministério do Trabalho, Migrações e Segurança Social espanhol.

### Portugal: índice de sentimento económico e PIB

(Pontos)

Variação homóloga (%)



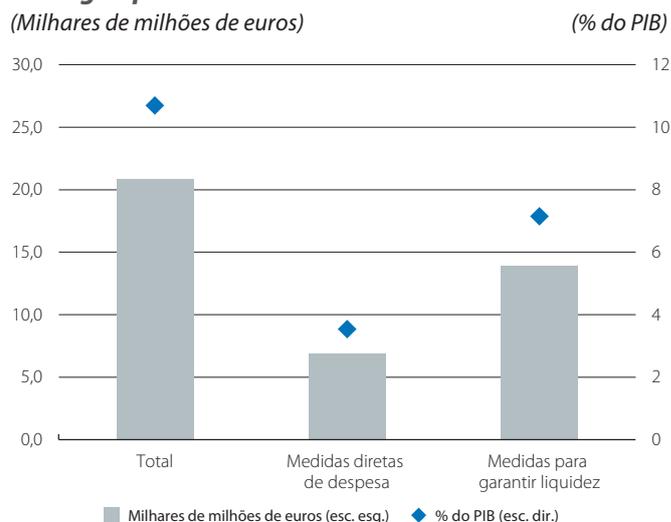
**Fonte:** BPI Research, a partir dos dados da Comissão Europeia e do INE de Portugal.

de abril. Com tudo isto, é de esperar uma contração do PIB já no 1T, embora o impacto das medidas de contenção seja claramente mais acentuado no 2T (as restrições do estado de emergência afetaram todo o mês de abril e as mesmas foram prolongadas em maio).

**O Governo apresenta novas medidas para continuar a apoiar as empresas e as famílias.** Por um lado, o governo reforçou linhas de crédito para empresas (até 7.360 milhões de euros ou 3,8% do PIB), as quais estarão também disponíveis para os trabalhadores independentes e abrangerão novos setores que inicialmente não estavam cobertos, como o comércio e o transporte. Por outro lado, estima-se que as medidas diretas de despesa pública anunciadas (como as ajudas ao emprego e subsídios às famílias) atinjam já 3,5% do PIB. No entanto, o impacto das medidas de contenção no mercado de trabalho será significativo. No final de abril, o número de desempregados registados nos centros de emprego aumentou 14,8% homólogo, enquanto o número de trabalhadores que perderam o emprego já representava 26% da população ativa no início do ano. A queda do emprego afetou particularmente o comércio, o alojamento e a restauração. De facto, o contexto é especialmente exigente para os setores relacionados com o turismo e as primeiras estimativas mostram uma queda de quase 50% no número de hóspedes em alojamentos turísticos em março.

**Com o impacto adverso no turismo e na confiança das famílias, o mercado imobiliário começa a ressentir-se.** O indicador de confiança registou a maior queda de sempre, ao mesmo tempo que os preços das casas, medidos pela avaliação bancária, diminuíram em cadeia em março pela primeira vez desde janeiro de 2016. Ao mesmo tempo, é possível ver uma queda abrupta das vendas em negociação e consultas por clientes em março, superiores a 50% face ao mês anterior, agravando os sinais de desaceleração que já se sentiam antes da pandemia. Neste contexto, os bancos antecipam alterações na concessão de crédito no 2T: por um lado, a procura de crédito por parte das empresas deverá aumentar de forma significativa; por outro lado, espera-se uma redução no caso dos particulares.

### Portugal: pacote de medidas do Governo



Fonte: BPI Research, a partir de estimativas próprias e dos dados do Governo do Portugal.

### Portugal: indicador de confiança no mercado imobiliário



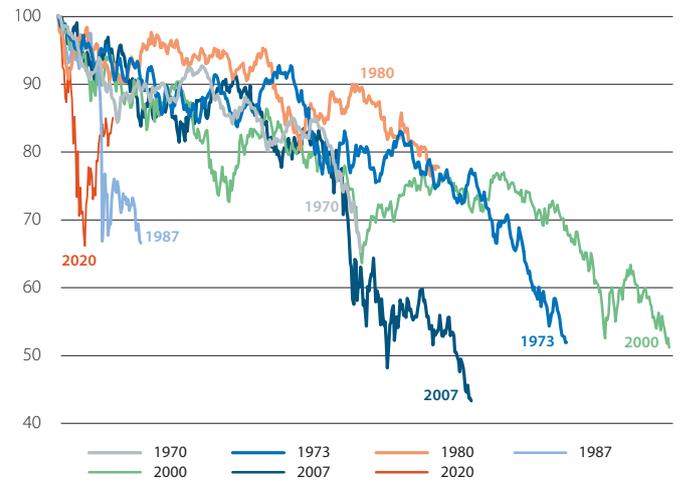
## Estabilização do sentimento dos mercados financeiros

Os mercados financeiros agarram-se às políticas de apoio à economia e aos planos de desconfinamento. Após o descalabro registado em fevereiro e março, com uma intensidade significativa e velocidade sem precedentes, os investidores recuperaram fôlego em abril, a volatilidade diminuiu e as cotações estabilizaram chegando mesmo a recuperar algum terreno. Assim, as bolsas registaram ganhos generalizados (embora continuem em terreno negativo no acumulado do ano em curso), as pressões sobre os prémios de risco relaxaram (principalmente no que se refere à dívida das empresas, mais pressionada nos últimos meses) e, no mercado cambial, as moedas das economias emergentes registaram uma maior estabilidade. Este melhor desempenho dos mercados financeiros ocorreu à medida que os investidores digeriram a rápida e significativa resposta por parte da política económica e, principalmente, devido à evolução das infeções em economias-chave, como a Zona Euro e à consequente preparação de planos de levantamento gradual das restrições à atividade. No entanto, apesar do menor stress nos mercados, o contexto financeiro permanece muito exigente e propenso a experimentar novos picos de volatilidade.

O barril de petróleo flutua em cotações negativas. O mês foi mais turbulento no mercado de petróleo, embora no início de abril os países da OPEP e outros grandes produtores, como a Rússia, tenham posto termo a uma breve guerra de preços e assinando um novo acordo de cortes na produção. Especificamente, em maio e junho de 2020 serão produzidos menos 9,7 milhões de barris por dia (mbd) do que os níveis de outubro de 2018, enquanto os cortes serão ligeiramente menores na segunda metade de 2020 (7,7 mbd) e ao longo de 2021 (menos 5,8 mbd desde janeiro de 2021 até abril de 2022). No entanto, os esforços da OPEP e dos seus parceiros colidiram com o congelamento da procura causada pela COVID-19, tendo o preço do petróleo continuado a cair ao ponto de terem sido negociados preços negativos nalgumas referências (em particular, nos contratos de crude norte-americano WTI com vencimento em maio). Esta anomalia refletiu o facto de que, com preços baixos do petróleo, a acumulação de existências está a saturar os centros de armazenamento dos EUA obrigando os compradores a assumirem custos mais elevados de armazenamento. Assim, à medida que se aproximava o prazo de execução dos contratos de maio, muitas refinarias norte-americanas apenas estavam dispostas a adquirir novos barris de petróleo se fossem compensadas pelo aumento dos custos, razão pela qual a 20 de abril o preço do barril do WTI chegou a ser comercializado a -37,6 dólares, pressionando negativamente o restante mercado. No entanto, o preço do Brent permaneceu sempre em terreno positivo e, pressionado por uma melhoria no sentimento do

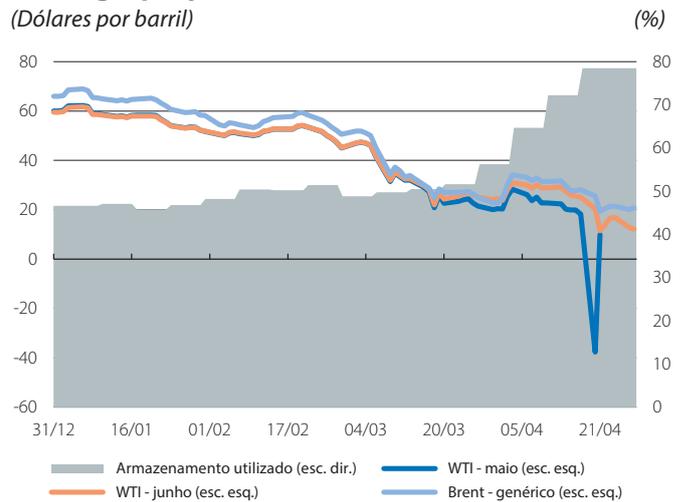
### S&P 500: as maiores quedas

Índice (100 = máximo anterior à queda)



Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Bloomberg.

### Petróleo: capacidade de armazenamento em Cushing e preço do barril de Brent e WTI



Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Bloomberg.

### Rácio P/E: evolução e média dos últimos anos (12 meses forwards)



Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Bloomberg.

mercado, fechou o mês de abril com uma ligeira recuperação, alcançando os 25 dólares.

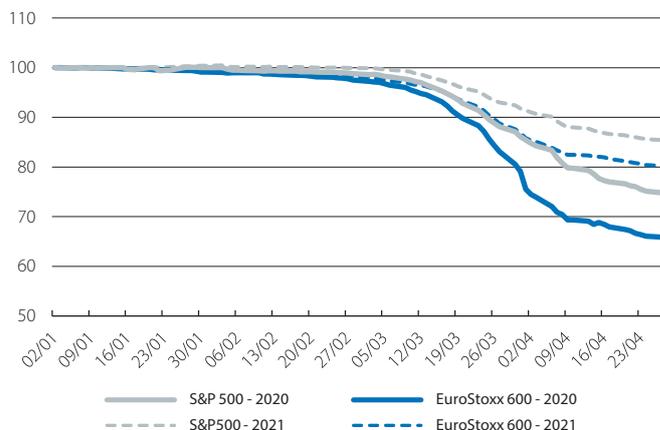
**As bolsas recuperam parte do terreno perdido.** Após as quedas acentuadas em março, em abril os principais índices bolsistas experimentaram aumentos de quase 10%, tanto nas economias avançadas (embora tenha ocorrido uma maior disparidade entre a periferia e o núcleo na Zona Euro) como nas economias emergentes. Além da melhoria do sentimento, a publicação de resultados empresariais referentes ao 1T 2020 durante o mês de abril favoreceu também o desempenho das bolsas de valores. É que, apesar de existir uma elevada deterioração dos lucros em termos homólogos devido ao impacto da COVID-19, de uma forma geral os lucros publicados foram ligeiramente melhores que os esperados pelos analistas, os quais nos meses anteriores tinham reduzido substancialmente as suas previsões. No entanto, no conjunto do ano, os índices permanecem claramente negativos e a volatilidade dos mercados bolsistas continua em níveis historicamente elevados. Além disso, a recuperação não foi idêntica em todos os setores tendo-se concentrado especialmente nos setores menos associados à evolução do ciclo económico (como a saúde, consumo não cíclico e telecomunicações).

**Pausa nas tensões nos mercados de crédito.** O forte aumento dos prémios de risco da dívida das empresas que ocorreu em março diminuiu em abril. As atuações dos principais bancos centrais (Fed e BCE) através de programas especiais de compra de ativos (como obrigações de securitização hipotecária e dívida das empresas) apoiaram a confiança dos investidores e favoreceram o alívio das tensões creditícias, tanto em segmentos com grau de investimento como em segmentos com grau de especulação. No entanto, o contexto creditício continua a mostrar exigências elevadas. Um dos aspetos que suscita maiores dúvidas entre os investidores e que está por trás dos aumentos dos prémios de risco das empresas, é a capacidade de absorção do mercado de grau de especulação de todas as empresas que estão a perder a sua classificação de grau de investimento (analisamos este fenómeno de «anjos caídos» no Focus «As vulnerabilidades da dívida das empresas face a um choque histórico» nesta edição da *Informação Mensal*).

**A Fed está disposta a alargar a rede de segurança.** Após lançar uma série de medidas de forma rápida e enérgica em março, as reuniões de abril dos principais bancos centrais terminaram com poucas novidades em termos de política monetária. A Fed e o BCE centraram as suas atenções na análise da alteração do cenário económico e em reafirmar que estão preparados para redobrar esforços, se necessário. Por um lado, nos EUA, no final da última reunião da Fed, Jerome Powell descreveu um cenário económico para o 2T negativo para a economia dos EUA, marcado por uma queda abrupta da atividade e pela previsão de forte aumento da taxa de desemprego para mais de 10% e a debilidade da taxa de inflação. Powell não anunciou novas medidas de política monetária, tendo salien-

## Evolução das expectativas dos lucros das empresas em 2020 e 2021

Índice (100 = janeiro 2020)

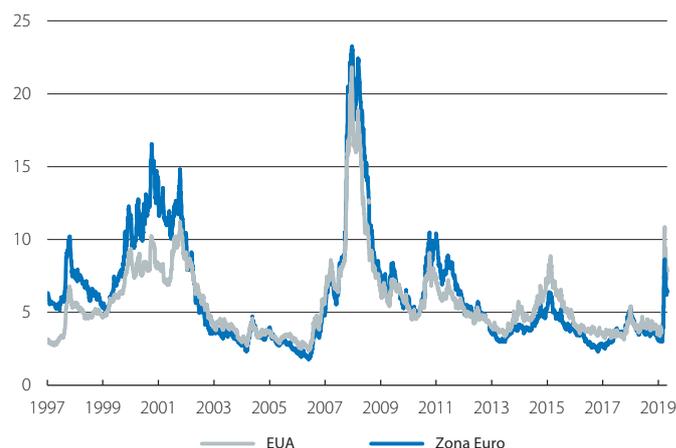


Nota: Evolução das expectativas dos lucros por ação em 2020 e 2021.

Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Bloomberg.

## Prémios de risco de empresas com grau de especulação

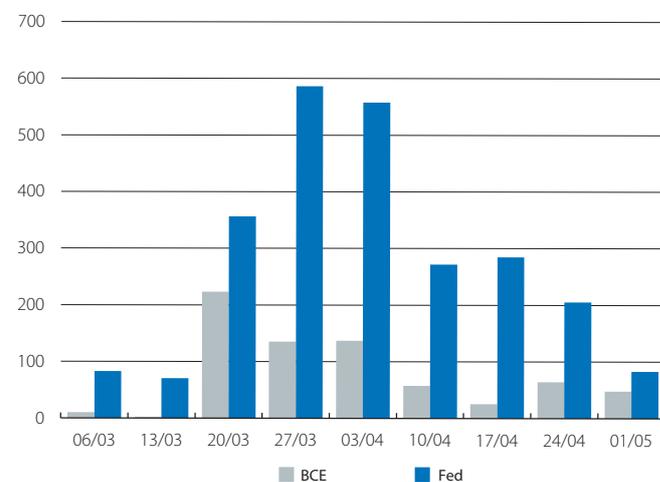
(p. p.)



Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Reserva Federal de St. Louis.

## Balanço dos bancos centrais: aumento semanal

(Milhares de milhões de euros e dólares)



Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Bloomberg.

tado que os atritos nos mercados financeiros internos estão a abrandar após a implementação da série de medidas anunciadas (entre as quais se destacam as compras ilimitadas de *treasuries* e obrigações hipotecárias). Da mesma forma também realçou que, devido à elevada incerteza do cenário económico atual, a Fed poderá aumentar os estímulos para favorecer que a recuperação seja o mais robusta possível.

**O BCE reforça a liquidez.** Tal como a Fed, o BCE apresentou igualmente um cenário económico de profunda recessão na Zona Euro para 2020. Neste contexto, a instituição anunciou novos estímulos, que se juntam aos já adotados em março, para reforçar a abundância de liquidez e evitar tensões no crédito. Entre eles, destaque para a redução do custo de financiamento através das TLRTO-III e a criação de um novo programa de injeções extraordinárias de liquidez para a pandemia (PELTRO), a partir de maio de 2020 e vencimento em meados de 2021, indo ao encontro de todos os pedidos a uma taxa de juro de -0,25%. Além disso, a instituição mostrou abertura para intensificar a dimensão de todas as suas ferramentas, consoante as necessidades.

**Prémios de risco da periferia no centro das atenções.** A implementação de medidas da Fed e do BCE favoreceu um contexto estável em níveis muito baixos para as taxas de juro soberanos nos EUA e na Alemanha. No entanto, o mês foi menos calmo para as taxas de juro soberanas na periferia da Zona Euro. As necessidades crescentes de financiamento destes países para fazer face ao impacto da COVID-19 continuaram a aumentar os prémios de risco (+35 p. b. em Itália, +16 p. b. em Espanha e +6 p. b. em Portugal). Além disso, em abril, a agência de rating Fitch cortou a nota soberana de Itália para BBB-. Por seu lado, o BCE manteve um elevado volume de compras de dívida pública no seu programa extraordinário contra a pandemia (PEPP) tendo concentrado as compras do seu outro programa (PSPP) em países periféricos (ainda não foi divulgada a distribuição geográfica das compras do PEPP).

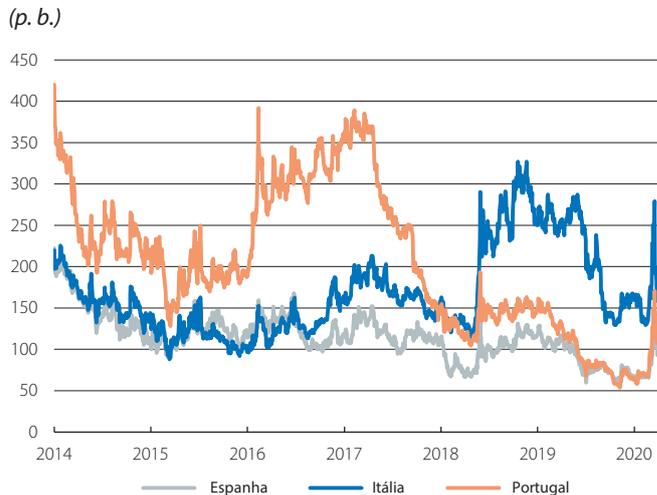
**Os mercados emergentes apresentam elevadas tensões de financiamento.** A recuperação dos *spreads* de crédito observada nas economias avançadas em março teve um impacto maior nas economias emergentes. Embora a recuperação do sentimento do mercado em abril e a série de injeções em dólares por parte da Fed tenham conseguido reduzir os prémios de risco sobre a dívida das economias emergentes, a forte queda do preço do petróleo agravou a situação em muitos países produtores. Por sua vez, no mercado cambial, as moedas emergentes permaneceram mais estáveis mas a sua debilidade persiste no conjunto do ano (o índice agregado de moedas emergentes da JP Morgan acumula uma queda de cerca de 15% desde o início do ano).

**Reuniões de abril da Fed e do BCE: principais palavras negativas**



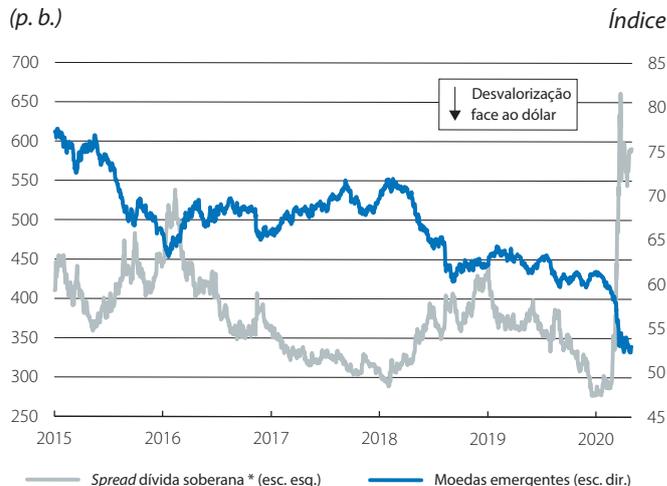
Fonte: BPI Research.

**Zona Euro: prémios de risco da dívida pública a 10 anos (p. b.)**



Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Bloomberg.

**Economias emergentes: moedas face ao dólar e spread da dívida soberana**



Nota: \* Diferença entre a média das economias emergentes com o treasury dos EUA.

Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Bloomberg.

## As vulnerabilidades da dívida das empresas face a um *choque* histórico

- A paralisação da atividade económica repercutir-se-á numa queda no PIB mundial que não se observava desde 1930. Existem deficiências financeiras latentes que possam fazer aumentar esta queda?
- Num contexto financeiro mais exigente, serão testados elevados níveis de endividamento, a sua qualidade deteriorar-se-á e poderão ser ativados mecanismos para amplificar as tensões devido às interligações entre vários ativos.
- Face a estes riscos, a política económica reagiu com rapidez e força, especialmente por parte dos bancos centrais, que provavelmente vão precisar de redobrar esforços.

O impacto da COVID-19 na economia tem uma dimensão histórica, tendo o próprio FMI previsto que a queda do PIB mundial este ano será a maior desde a Grande Depressão. Ao contrário do que ocorreu na recessão de 2008, esta crise não se deve a uma tomada de riscos excessiva e ao *boom* do crédito, sendo que a paralisação da atividade prejudicará a saúde financeira de muitas empresas. Além disso, as fortes turbulências nos mercados (com quedas históricas nas bolsas) e a maior restritividade generalizada em termos das condições financeiras podem desencadear vulnerabilidades latentes que amplifiquem o choque inicial. Neste contexto, de que forma a COVID-19 afetará os balanços das empresas? Com que vulnerabilidades financeiras latentes devemos preocupar-nos? E qual é a proteção que a resposta da política económica oferece?

### A crise económica da COVID-19 afeta especialmente a liquidez das empresas. Contudo, a solvência poderá também ser afetada

A paralisação da atividade económica reduz a geração de receitas de muitos negócios. No entanto, os custos empresariais não se reduzem com a mesma proporção, dado que alguns deles não estão diretamente ligados à produção, o que cria tensões de liquidez a curto prazo. Isto é ilustrado pela descida de 25% e 20% em termos de expectativas de lucro das empresas para 2020 do Eurostoxx 600 e do S&P 500, respetivamente. Além disso, a COVID-19 também causou uma maior restritividade geral nas condições financeiras que poderá dificultar o acesso das empresas às suas fontes de liquidez. Como é possível observar no segundo gráfico, a capacidade das empresas em obterem liquidez nos mercados grossistas tem sido desigual: em março, as emissões de dívida com melhor qualidade creditícia foram as mais altas registadas desde janeiro de 2019, enquanto no mercado de dívida de menor qualidade as emissões congelaram. Assim, muitas das medidas oferecidas pelos vários governos das economias avançadas visam oferecer liquidez às empresas (por exemplo, com linhas de crédito e garantias públicas ou adiamento do pagamento de impostos) **tentando garantir que as empresas que eram solventes antes da crise económica o continuem a ser após a reativação da economia.**

### EUA: condições financeiras da Reserva Federal de Chicago

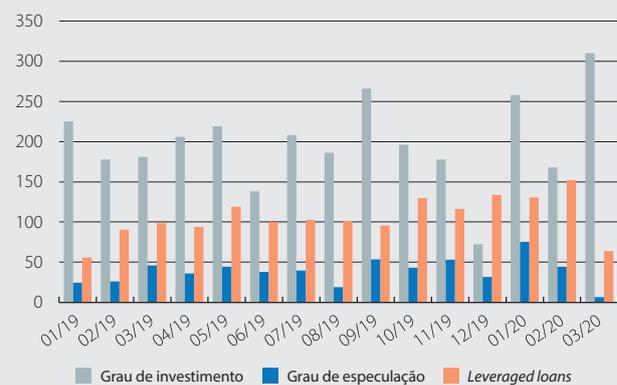
Índice



Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Reserva Federal de Chicago.

### Mundo: emissões de dívida das empresas por segmento

(Milhares de milhões de dólares)



Fonte: BPI Research, a partir dos dados do FMI.

No entanto, as mudanças que estão a ocorrer no contexto poderão também condicionar a solvência de algumas empresas a médio prazo. Apesar dos esforços dos bancos centrais em manterem um contexto acomodatório, é provável que aumente o custo do financiamento para empresas mais frágeis, colocando uma maior pressão nos seus balanços. As diferenças entre setores também são significativas. Tudo indica que a normalização da atividade será mais gradual em setores como atividades de lazer e turis-

mo. O setor da energia está igualmente a sofrer especialmente devido à queda abrupta do preço do petróleo.

**Vulnerabilidades da dívida das empresas: quantidade, qualidade e interligações**

As dificuldades de liquidez e solvência poderão voltar a expor várias vulnerabilidades na dívida das empresas não financeiras. Por um lado, a **quantidade de dívida das empresas está em níveis historicamente elevados**. De acordo com os dados do BIS, nos EUA a dívida das empresas encontra-se num máximo histórico de 75% do PIB, enquanto na Zona Euro é de 107%, ligeiramente inferior ao máximo de 111%.

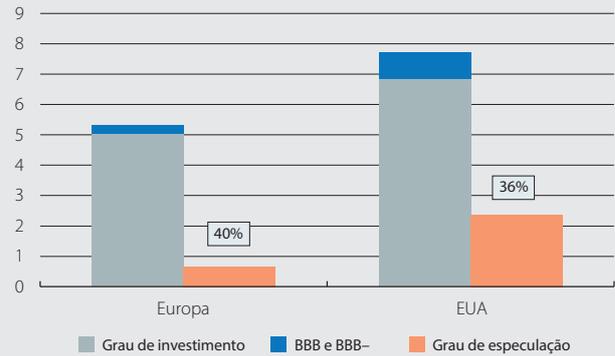
**Da mesma forma, está em causa a qualidade desta dívida em alguns segmentos.** Uma das principais vulnerabilidades são os denominados «anjos caídos», empresas cuja dívida aparentemente é de boa qualidade (possui um *rating* com grau de investimento), mas que com uma pequena descida da sua classificação de crédito, passariam a ter um *rating* com grau de especulação. Como muitos fundos possuem limites em ativos com grau de especulação que os mesmos podem ter em posse na sua carteira, a «queda de um anjo» origina geralmente vendas forçadas, que se repercutem numa pressão ainda maior sobre a queda do preço. Além disso, esta situação faz aumentar a oferta de ativos neste segmento e aumenta o custo de financiamento e refinanciamento, tanto dos «anjos caídos» como das restantes empresas com dívida de grau especulativo. No terceiro gráfico, podemos observar a dívida das empresas da Europa e dos EUA que atualmente é suscetível de ser um «anjo caído» (ou seja, que se encontra agora nas últimas duas escalas do grau de investimento, BBB e BBB-/Baa2 e Baa3). A dimensão dos possíveis novos «anjos caídos» é preocupante pois em situações anteriores de stress, entre 2% e 4% da dívida total de grau de investimento caiu para grau especulativo. Aos níveis atuais, isto equivalerá a 160.000 milhões de euros na Europa e 230.000 milhões de dólares nos EUA. Contudo, atualmente a fração poderá ser ainda maior visto existir uma maior concentração de dívida mais elevada nas escalas mais baixas do grau de investimento.

Outra vulnerabilidade relacionada com a qualidade da dívida das empresas tem origem no novo crédito concedido a empresas altamente endividadas (conhecidas como *leveraged loans*), que representa cerca de 1,2 biliões de dólares nos EUA e cerca de 0,2 biliões de euros na UE (ou aproximadamente 8% da dívida das empresas em economias avançadas)<sup>1</sup>. O principal risco deste segmento de dívida das empresas é que, em situações de *stress* financeiro, costuma sofrer maior quedas no *rating*, endividamentos forçados e um maior incumprimento. Por enquanto, a queda no preço destes ativos foi aproxima-

1. Financial Stability Board (2019). «Vulnerabilities Associated with Leveraged Loans and Collateralised Loan Obligations».

**Europa e EUA: dívida das empresas**

(Biliões de euros e dólares)

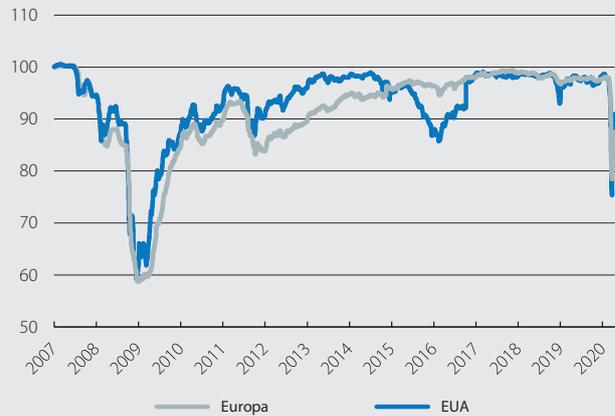


Nota: Os quadros mostram a percentagem de dívida com classificação BBB e BBB- em relação ao mercado total com grau de especulação.

Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Bloomberg.

**Europa e EUA: preço dos leveraged loans**

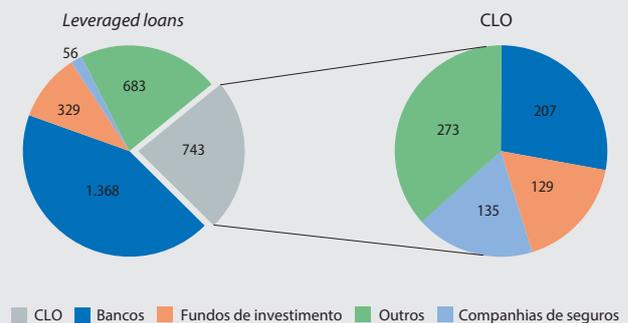
Índice (100 = janeiro 2017)



Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Bloomberg.

**Detentores de leveraged loans e CLO**

(Milhares de milhões de dólares)



Fonte: BPI Research, a partir dos dados do Financial Stability Board.

damente metade da queda da Grande Recessão (ver o quarto gráfico).

A maior parte desta dívida está no balanço do setor bancário, mas o quinto gráfico mostra como uma parte nada subestimável está em mãos de instituições financeiras menos capitalizadas ou empacotada em *collateralized*

*loan obligations* (CLO), ativos compostos por conjuntos de outros ativos com níveis diferentes de risco (dívida pública, dívida das empresas com classificação de crédito alta, *leveraged loans* ou inclusivamente rendimento variável). Este processo de empacotamento ou securitização dos *leveraged loans* produz um complexo sistema de interligações no sistema financeiro (entre originadores de cada ativo subjacente, originadores de cada CLO, compradores de CLO, etc.). Neste sentido, a baixa qualidade dos ativos subjacentes às CLO (a grande maioria com uma classificação de crédito inferior à de grau de investimento) e o forte crescimento do mercado de CLO na última década (aumentou mais do dobro) são preocupantes. No entanto, existem elementos técnicos que tornam as CLO menos sensíveis a mudanças no sentimento do mercado do que outros instrumentos que sofreram maiores turbulências no passado<sup>2</sup>. Além disso, no seu conjunto, o mercado de ativos de securitização apenas possui metade do tamanho que alcançou em trimestres anteriores à crise financeira de 2008.

### **A resposta da política económica está no bom caminho, mas... será suficiente?**

Para que estes elementos de risco identificados não se tornem amplificadores do choque, **é importante que o setor das empresas mantenha um acesso favorável a fontes estáveis de financiamento**. Os governos e os principais bancos centrais atuaram nesta linha, embora o alcance das medidas seja diferente entre regiões. Por exemplo, as medidas fiscais diretas<sup>3</sup> anunciadas nos EUA e na Alemanha representam 8,6% e 6,9% do PIB, respetivamente, enquanto nas economias com menos espaço fiscal, como Itália ou Espanha, a maior parte do estímulo concentrou-se em dimensões como garantias e avales públicos. Além disso, nos EUA, a Fed e o Tesouro americano coordenaram entre si fomentar o fluxo de crédito e o bom funcionamento dos mercados<sup>4</sup>.

Por sua vez, os bancos centrais têm sido particularmente agressivos em conter o stress financeiro, assegurando o bom funcionamento dos mercados e garantindo que o

crédito continue a fluir em condições favoráveis<sup>5</sup>. No que diz respeito à dívida das empresas, os programas anunciados até agora podem levar o BCE e a Fed a adquirirem cerca de 2% e 7%<sup>6</sup> da dívida das empresas existente nos seus respetivos mercados no decorrer de 2020. Além disso, a Fed e o BCE ajudaram a aliviar as tensões no mercado de «anjos caídos» ao anunciar que aceitarão como garantia a dívida que possuía grau de investimento no início da crise de saúde, mesmo se cair para grau especulativo (sempre que aquando do momento da compra, a nota não seja inferior a BB– e BB, respetivamente).

Contudo, a maior parte das medidas limita-se à dívida com grau de investimento. No entanto, como pudemos observar, existem vulnerabilidades significativas na dívida de menor qualidade, um segmento cujas taxas de incumprimento nas recessões de 2001 e 2008 foram de 9,6% e 13,4%, respetivamente, e que dificilmente irá escapar ao efeito da COVID-19.

2. Por exemplo, as CLO não permitem reembolsos antecipados e o seu fluxo de pagamentos não depende de fontes com necessidades de refinanciamento com vencimentos mais curtos do que os dos ativos latentes.

3. Que incluem esquemas semelhantes aos ERTE em Espanha ou subsídios a pequenas e médias empresas.

4. Ver o artigo «Políticas económicas face à COVID-19: serão superados os limites do impossível?» no Dossier desta edição da *Informação Mensal* para obter mais detalhes sobre a coordenação da política monetária e fiscal na Zona Euro.

5. Redução das taxas de juro para níveis mínimos, contribuições de liquidez para o sistema financeiro, promovendo a utilização de *buffers* de capital acumulados nos últimos anos para absorver novos custos e grandes volumes de compras de dívida pública e das empresas.

6. Para o BCE, assumimos que o mesmo destinará à dívida das empresas uma percentagem semelhante à realizada no passado nos programas atuais (20.000 milhões mensais mais os 120.000 e 750.000 anunciados em março). Nos EUA centramo-nos no Primary e Secondary Market Corporate Credit Facility (500.000 e 250.000 milhões de dólares, respetivamente).

**Taxas de juro (%)**

	30-abril	31-março	Varição mensal (p. b.)	Varição acum. em 2020 (p. b.)	Varição homóloga (p. b.)
<b>Zona Euro</b>					
Refi BCE	0,00	0,00	0	0,0	0,0
Euribor 3 meses	-0,27	-0,36	9	11,0	3,6
Euribor 12 meses	-0,12	-0,17	5	13,1	-0,4
Dívida pública a 1 ano (Alemanha)	-0,54	-0,67	13	9,2	0,3
Dívida pública a 2 anos (Alemanha)	-0,76	-0,69	-7	-15,9	-17,3
Dívida pública a 10 anos (Alemanha)	-0,59	-0,47	-12	-40,1	-61,1
Dívida pública a 10 anos (Espanha)	0,72	0,68	5	25,5	-26,1
Dívida pública a 10 anos (Portugal)	0,82	0,87	-5	37,5	-30,4
<b>EUA</b>					
Fed funds (limite superior)	0,25	0,25	0	-150,0	-225,0
Libor 3 meses	0,56	1,45	-89	-135,2	-200,4
Libor 12 meses	0,86	1,00	-13	-113,2	-188,1
Dívida pública a 1 ano	0,14	0,15	-1	-142,4	-225,0
Dívida pública a 2 anos	0,20	0,25	-5	-137,4	-213,7
Dívida pública a 10 anos	0,64	0,67	-3	-127,8	-188,6

**Spreads da dívida corporativa (p. b.)**

	30-abril	31-março	Varição mensal (p. b.)	Varição acum. em 2020 (p. b.)	Varição homóloga (p. b.)
Itraxx Corporativo	80	97	-16	36,2	21,7
Itraxx Financeiro Sénior	101	117	-16	49,8	31,8
Itraxx Financeiro Subordinado	218	255	-37	104,6	75,4

**Taxas de câmbio**

	30-abril	31-março	Varição mensal (%)	Varição acum. em 2020 (%)	Varição homóloga (%)
EUR/USD (dólares por euro)	1,096	1,103	-0,7	-2,3	-2,2
EUR/JPY (ienes por euro)	117,420	118,640	-1,0	-3,6	-5,6
EUR/GBP (libras por euro)	0,870	0,888	-2,1	2,8	2,3
USD/JPY (ienes por dólar)	107,180	107,540	-0,3	-1,3	-3,5

**Matérias-primas**

	30-abril	31-março	Varição mensal (%)	Varição acum. em 2020 (%)	Varição homóloga (%)
Índice CRB de matérias primas	353,2	370,2	-4,6	-12,0	-15,6
Brent (\$/barril)	25,3	22,7	11,1	-61,7	-64,3
Ouro (\$/onça)	1.686,5	1.577,2	6,9	11,2	31,8

**Rendimento variável**

	30-abril	31-março	Varição mensal (%)	Varição acum. em 2020 (%)	Varição homóloga (%)
S&P 500 (EUA)	2.912,4	2.584,6	12,7	-9,9	-1,1
Eurostoxx 50 (Zona Euro)	2.927,9	2.786,9	5,1	-21,8	-16,4
Ibex 35 (Espanha)	6.922,3	6.785,4	2,0	-27,5	-26,4
PSI 20 (Portugal)	4.284,2	4.069,6	5,3	-17,8	-20,4
Nikkei 225 (Japão)	20.193,7	18.917,0	6,7	-14,6	-9,3
MSCI emergentes	924,9	848,6	9,0	-17,0	-14,6

## Emergentes e COVID-19: às portas de uma crise financeira?

- Os principais países emergentes estão a atravessar uma rápida deterioração económica.
- A sua situação financeira tem vindo a deteriorar devido ao dólar *crunch*, à maior restritividade das condições financeiras e ao aumento dos prémios de risco soberano.
- A gravidade da crise que enfrentarão dependerá, em grande parte, da evolução do crescimento global e da eficácia das medidas dos grandes bancos centrais.

A pandemia do coronavírus está a causar efeitos muito significativos nas economias emergentes. Tal como detalharemos mais adiante, o choque da COVID-19 está a propagar-se através de canais reais e financeiros de maneira rápida e intensa. Como resultado, quase 100 países, a maior parte emergentes, estão a considerar pedir ajuda ao FMI ou aumentar a que já possuem. O que está a acontecer? Estamos a entrar numa nova crise emergente generalizada como as crises das décadas de 1980 e 1990?

### Em que posição os mercados emergentes enfrentam o choque da COVID-19?

Ainda há pouco tempo pensávamos que a saúde económica dos países emergentes era globalmente boa, com exceção de alguns casos, os denominados frágeis, que já tínhamos detetado (por exemplo, a África do Sul e a Turquia). Ao efetuar uma revisão aos principais equilíbrios macroeconómicos e financeiros verificamos que, de facto, esta premissa se mantém (ver a primeira tabela).

No entanto, esta avaliação positiva geral não oculta algumas vulnerabilidades. A principal delas, de longe, é que o endividamento dos países emergentes – público ou privado, dependendo do país – tendeu a situar-se em níveis superiores aos desejáveis na última década. Por exemplo, é o caso dos níveis de dívida pública do Brasil, Hungria e Índia ou dos níveis de dívida externa da Turquia, Polónia, Hungria e África do Sul.

Estes níveis de endividamento não geravam preocupação excessiva, enquanto as condições macroeconómicas e

financeiras permaneciam favoráveis. Porém, infelizmente, a pandemia alterou completamente o contexto económico e financeiro.

### A transmissão real do choque da COVID-19

Existe muita incerteza em torno do impacto que terão as medidas que estão a ser tomadas para combater a COVID-19. Para avaliar o impacto da crise atual em cada país emergente é também necessário considerar a sua exposição a determinadas áreas, que previsivelmente serão particularmente afetadas. De uma forma geral, a recessão será maior quanto maior for a sua relação comercial com os EUA, a China e a UE (as regiões com maior incidência da pandemia); quanto maior for a sua dependência do turismo (setor especialmente sensível ao encerramento das fronteiras); quanto mais importantes forem as exportações de petróleo (que entraram em colapso devido à combinação entre a queda da procura e a rutura do controlo da oferta por parte dos produtores) e, finalmente, quanto mais o país depender dos setores mais afetados pelas estratégias de contenção (que prevemos que acabarão por ser aplicadas em quase todos os países).

Como é possível observar na tabela em anexo, os principais países emergentes estão expostos, em maior ou menor grau, a estas áreas especialmente vulneráveis. No entanto, destaque para o México, África do Sul, Brasil, Rússia e Polónia, países nos quais a deterioração económica será especialmente acentuada.

### Emergentes: fundamentos macroeconómicos e financeiros

	Índia	Indonésia	Coreia	Brasil	México	África do Sul	Turquia	Rússia	Polónia	Hungria
Saldo da balança corrente (% do PIB)	-0,9	-2,7	4,5	-2,9	-0,2	-1,3	1,1	5,6	1,5	-0,9
Dívida externa (% do PIB)	20,0	36,0	24,0	35,0	37,0	52,0	63,0	29,0	61,0	76,0
Inflação (%)	6,6	3,0	1,0	4,0	3,3	4,6	9,8	2,5	4,7	3,9
Rácio reservas/Dívida externa c/p (%)	170,0	187,0	218,0	253,0	186,0	87,0	61,0	428,0	112,0	156,0
Saldo orçamental (% PIB)	-0,3	-0,3	1,3	-5,5	-2,0	-1,0	-2,1	2,8	0,5	-0,3
Dívida pública (% do PIB)	69,0	34,0	38,0	75,9	46,9	57,0	29,0	15,0	47,4	67,0
Taxa de juro de referência (%)	4,7	4,5	0,8	3,8	6,5	4,3	11,9	6,0	0,5	0,9

**Notas:** Os níveis das variáveis em zona de risco são indicados a cor laranja. Para a taxa de inflação, indica que o objetivo do banco central nacional não está a ser cumprido. Para a taxa de juro de referência, foram marcados os países com uma taxa de juro real negativa.

**Fonte:** BPI Research, a partir dos dados da Bloomberg da Refinitiv.

## Principais canais reais de transmissão do choque da COVID-19

	Canal comercial <sup>1</sup>	Canal turístico <sup>2</sup>	Canal hidrocarbonetos <sup>3</sup>	Canal confinamento <sup>4</sup>	Variação do PIB (%) (prev.)		Variação acumulada do PIB 2020-2021 (%)
					2020	2021	
Índia	4,4	4,7	-3,0	100,0	-2,0	5,0	2,9
Brasil	5,3	7,9	1,0	79,2	-3,7	1,3	-2,4
Rússia	15,1	4,9	15,0	85,7	-3,0	1,3	-1,7
Coreia	15,9	4,1	-4,0	81,0	-1,2	3,4	2,2
México	31,9	16,1	2,0	90,5	-7,0	1,1	-6,0
Indonésia	5,3	5,8	1,0	76,2	-1,0	4,0	3,0
Turquia	13,2	11,7	0,0	85,7	-2,5	2,0	-0,5
África do Sul	10,8	9,0	0,0	100,0	-5,4	0,4	-5,0
Polónia	37,5	4,5	1,0	81,0	-4,6	4,2	-0,6
Hungria	65,7	8,0	2,0	90,5	-3,1	4,2	1,0

**Notas:** O sombreado a cor laranja indica uma maior intensidade relativa do choque. 1. Soma das exportações para os EUA, UE e China, em percentagem do PIB. 2. Contribuição do setor do turismo para o PIB, em percentagem do PIB total. 3. Exportações líquidas de energia, em percentagem do PIB. 4. Índice de grau de confinamento da Universidade de Oxford, onde 100 é o máximo possível. **Fonte:** BPI Research, a partir dos dados da Refinitiv, da Universidade de Oxford, do Barclays Capital e do FMI.

### A transmissão financeira do choque da COVID-19

Foram ativadas várias cadeias de transmissão financeira nos últimos meses com velocidade e intensidade inco-muns. Assim, os índices que tentam resumir o quão apertadas ou relaxadas são as condições financeiras, sofreram recentemente uma restritividade repentina. De acordo com o índice Goldman Sachs de condições financeiras globais, que por exemplo considera, entre outros, a evolução das taxas de juro e os *spreads* num conjunto de economias desenvolvidas e emergentes, as condições financeiras situaram-se em níveis semelhantes aos observados em 2008-2009. Esta restritividade foi acompanhada por uma queda acentuada nas entradas líquidas de capital estrangeiro com uma intensidade que não se observava desde esses anos e que reflete uma forte depreciação das principais moedas emergentes face ao dólar (em comparação com o início de 2020, na ordem de 20% nos casos da África do Sul, Brasil e México no dia em que escrevemos estas linhas).

Este episódio sugere duas debilidades emergentes. A primeira é a dependência face ao financiamento externo e, portanto, a sua sensibilidade a possíveis paragens repentinas de entradas de capital. Embora os défices da balança corrente não sejam particularmente preocupantes na maior parte dos países emergentes, a verdade é que as necessidades de financiamento externo, em termos brutos, são elevadas na Turquia, África do Sul, Hungria, Brasil, Índia e Indonésia, devido ao facto das amortizações da dívida pública e privada para 2020 serem substanciais. Além disso, nos dois primeiros países, o nível de reservas é baixo, podendo levar ao agravamento dos problemas de liquidez.

A segunda debilidade é a elevada exposição à dívida em dólares. Mais uma vez surgem os nomes da África do Sul e da Turquia. Contudo, nem a Polónia nem a Hungria podem respirar tranquilas se trocarmos o dólar pelo euro ou pelo franco suíço. A convicção de que evitar a escassez de dóla-

res é fundamental levou à reativação das linhas de *swap* da Reserva Federal com vários bancos centrais emergentes. Sem dúvida que é uma ajuda, embora a experiência de 2008-2009 e o grau de endividamento alcançado em dólares nos avisem que isto é apenas parte da solução.

Juntamente com a restritividade das condições financeiras e o dólar *crunch*, um terceiro elemento de pressão resulta das dívidas relacionadas com a solvência pública. Embora, exceto no caso do Brasil, a situação das finanças públicas de forma geral não seja extremamente alarmante, é preocupante o facto de que uma parte significativa da dívida pública esteja denominada em dólares ou noutras moedas internacionais (acima de 10% do PIB nos casos da Turquia, Hungria e Polónia). O aumento dos prémios de risco das obrigações soberanas, tal como é testemunhado pelo aumento dos prémios dos CDS e algumas revisões em baixa da classificação de crédito (México e África do Sul, por exemplo), sugere que os investidores consideram países com maior risco: a Indonésia, o México (o elo mais fraco neste país é a sociedade petrolífera semi-pública Pemex), o Brasil, a África do Sul e a Turquia.

### Qual é a margem de manobra?

Portanto, a leitura realizada até agora destaca a importância de canais reais e sobretudo financeiros na transmissão do choque da COVID-19 nos países emergentes. O que podem fazer estes países face a esta situação? A margem de manobra existente varia consideravelmente, dependendo do país e da dimensão da política económica considerada. Em termos de posição fiscal, com exceção do Brasil, o espaço disponível é razoavelmente amplo, embora provavelmente insuficiente para absorver totalmente um choque económico e financeiro com a dimensão da crise da COVID-19. Menos evidente é a margem da política monetária, dado que na maior parte dos países emergentes a taxa de juro real é negativa ou muito baixa e a incidência de medidas de expansão monetária não conven-

cionais é praticamente uma incógnita, visto ser um terreno por explorar.

Por agora, a maior parte dos países emergentes está a atuar a partir da sua política fiscal através de uma combinação de garantias e avales públicos, adiamento do pagamento de impostos e de contribuições para a Segurança Social e da antecipação de transferências sociais semelhantes às que ocorrem nos países avançados. A resposta fiscal dos países emergentes também se assemelha à resposta dos países avançados, nos quais é significativamente díspar em termos de dimensão, de modo que alguns países estão a ser menos ambiciosos, como é o caso do México, enquanto outros, como a Rússia, estão a mobilizar mais recursos públicos. No que diz respeito à política monetária, o ataque está a ser efetuado através da redução das taxas de juro de referência e de algumas atuações macroprudenciais.

### Um futuro incerto... e que poderá mudar rapidamente

Estas atuações, embora necessárias, não serão os únicos fatores determinantes na evolução macroeconómica e financeira dos países emergentes nos próximos tempos. A parte essencial deste jogo, mencionada anteriormente, é jogada fora de casa: é fundamental que a recuperação do mundo avançado seja o mais rápida possível, sendo necessário conter as tensões financeiras. A incerteza é extrema em ambos os aspetos, mas mesmo assim é necessário aventurarmo-nos em desenhar alguns cenários para o futuro.

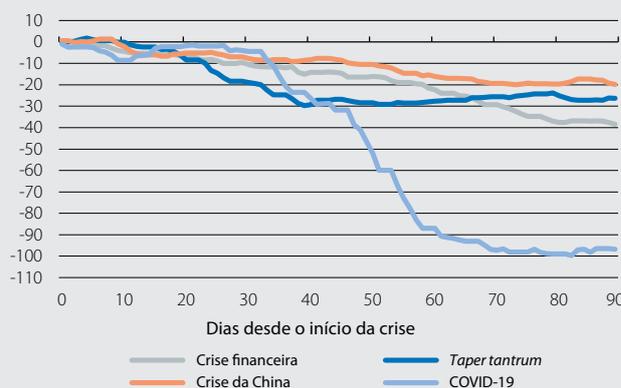
Se as previsões de crescimento e recuperação se cumprirem, os mercados emergentes que analisámos irão registar, em termos gerais, recessões severas em 2020 para posteriormente, em 2021, recuperarem parte do terreno perdido. O perigo assenta, como na maior parte das economias, em que a temporalidade esperada não seja tão acentuada e que acabem por ocorrer perdas permanentes de rendimentos, o que poderá ter importantes repercussões sociais e políticas. Apesar de grave, esta não é a frente mais perigosa, pelo menos a curto prazo.

O maior perigo está no facto de ocorrer uma crise financeira de longo alcance. Embora seja quase impossível identificar as formas em que a mesma se poderá materializar, as correntes pelas quais este «afundamento» financeiro poderá ocorrer provavelmente já se têm vindo a revelar: intensificação das vulnerabilidades externas, dólar *crunch*, para a desvalorização das moedas novas tensões das condições financeiras e dúvidas de solvência soberana.

Voltemos à pergunta inicial: estamos à beira de uma crise financeira emergente global? As probabilidades não são baixas. Ao contrário do que aconteceu no passado imediato, a grande conclusão deste Focus é de que todos ou quase todos os países emergentes são potencialmente frá-

### Evolução dos fluxos de capital estrangeiros nas economias emergentes

(Agregado de milhares de milhões de dólares)



**Nota:** Mede a evolução do agregado diário dos fluxos de investimento estrangeiro nas economias emergentes durante os primeiros 90 dias de cada crise. «Crise financeira» desde 9 de agosto de 2008, «Taper tantrum» desde 17 de maio de 2013, «Crise da China» desde 26 de junho de 2015 e «COVID-19» desde 21 de janeiro de 2020.

**Fonte:** BPI Research, a partir dos dados da IIF.

geis. Nada disto é inevitável. Contudo, pelo bem de todos esperamos que continuem a ser tomadas medidas céleres e, por parte dos grandes bancos centrais, com ambição e coordenação.

Percentagem de variação em relação ao mesmo período do ano anterior, exceto quando é especificado o contrário

## ESTADOS UNIDOS

	2017	2018	2T 2019	3T 2019	4T 2019	1T 2020	01/20	02/20	03/20
<b>Atividade</b>									
PIB real	2,4	2,9	2,3	2,1	2,3	0,3	–	–	–
Vendas a retalho (sem carros nem gasolina)	4,5	4,7	3,8	4,3	4,0	3,0	3,9	4,5	0,6
Confiança do consumidor (valor)	120,5	130,1	128,3	132,1	127,0	127,3	130,4	132,6	118,8
Produção industrial	2,3	3,9	1,2	0,2	–0,7	–2,1	–0,9	0,0	–5,5
Índice atividade industrial (ISM) (valor)	57,4	58,9	52,4	49,4	48,1	50,0	50,9	50,1	49,1
Habitacões iniciadas (milhares)	1.209	1.250	1.256	1.282	1.441	1.466	1.619	1.564	1.216
Case-Shiller preço habitação usada (valor)	200	211	216	216	219	...	221	222	...
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	4,3	3,9	3,6	3,6	3,5	3,8	3,6	3,5	4,4
Taxa de emprego (% pop. > 16 anos)	60,1	60,4	60,6	60,9	61,0	60,8	61,2	61,1	60,0
Balança comercial <sup>1</sup> (% PIB)	–2,8	–2,4	–3,1	–3,1	–2,9	...	–2,8	–2,8	...
<b>Preços</b>									
Taxa de inflação geral	2,1	2,4	1,8	1,8	2,0	2,1	2,5	2,3	1,5
Taxa de inflação subjacente	1,8	2,1	2,1	2,3	2,3	2,2	2,3	2,4	2,1

## JAPÃO

	2017	2018	2T 2019	3T 2019	4T 2019	1T 2020	01/20	02/20	03/20
<b>Atividade</b>									
PIB real	2,2	0,3	0,9	1,7	–0,7	...	–	–	–
Confiança do consumidor (valor)	43,8	43,6	39,4	37,1	38,1	36,0	38,8	38,3	30,9
Produção industrial	2,9	1,0	–1,5	–1,9	–6,7	...	–2,4	–3,7	...
Índice atividade empresarial (Tankan) (valor)	19,0	20,8	7,0	5,0	0,0	–8,0	–	–	–
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	2,8	2,4	2,4	2,3	2,3	2,4	2,4	2,4	2,5
Balança comercial <sup>1</sup> (% PIB)	0,5	–0,1	–0,5	–0,4	–0,3	–0,3	–0,4	–0,2	–0,3
<b>Preços</b>									
Taxa de inflação geral	0,5	1,0	0,8	0,3	0,5	0,5	0,7	0,5	0,4
Taxa de inflação subjacente	0,1	0,3	0,6	0,6	0,7	0,7	0,8	0,6	0,6

## CHINA

	2017	2018	2T 2019	3T 2019	4T 2019	1T 2020	01/20	02/20	03/20
<b>Atividade</b>									
PIB real	6,9	6,7	6,2	6,0	6,0	–6,8	–	–	–
Vendas a retalho	10,3	9,0	8,5	7,6	7,7	–18,2	–20,5	–20,5	–15,8
Produção industrial	6,6	6,2	5,6	5,0	5,9	–7,3	–13,5	–13,5	–1,1
PMI indústrias (oficial)	51,6	50,9	49,6	49,7	49,9	45,9	50,0	35,7	52,0
<b>Setor exterior</b>									
Balança comercial <sup>1,2</sup>	420	352	395	428	424	361	381	374	361
Exportações	7,9	9,9	–1,0	–0,4	1,8	–13,4	–33,3	7,9	–6,6
Importações	16,3	15,8	–3,8	–6,3	3,0	–2,9	–16,4	13,5	–0,9
<b>Preços</b>									
Taxa de inflação geral	1,6	2,1	2,6	2,9	4,3	5,0	5,4	5,2	4,3
Taxa de juro de referência <sup>3</sup>	4,4	4,4	4,4	4,4	4,4	4,4	4,4	4,4	4,4
Renminbi por dólar	6,8	6,6	6,8	7,0	7,0	7,0	6,9	7,0	7,0

Notas: 1. Saldo acumulado durante os últimos 12 meses. 2. Milhares de milhões de dólares. 3. Fim do período.

Fonte: BPI Research, a partir dos dados do Bureau of Economic Analysis, Bureau of Labor Statistics, Reserva Federal, Standard & Poor's, ISM, Departamento de Comunicações do Japão, Banco do Japão, Instituto Nacional de Estatística da China e da Thomson Reuters Datastream.

## ZONA EURO

## Indicadores de atividade e emprego

Valores, exceto quando é especificado o contrário

	2017	2018	2T 2019	3T 2019	4T 2019	1T 2020	01/20	02/20	03/20
Vendas a retalho ( <i>variação homóloga</i> )	2,5	1,6	2,1	2,7	1,8	...	2,2	3,0	...
Produção industrial ( <i>variação homóloga</i> )	2,9	1,0	-1,4	-2,1	-2,8	...	-1,8	-3,9	...
Confiança do consumidor	-5,4	-4,9	-7,0	-6,8	-7,6	-8,8	-8,1	-6,6	-11,6
Sentimento económico	110,4	111,5	103,8	102,0	100,6	100,1	102,6	103,4	94,2
PMI indústrias	57,4	55,0	47,7	46,4	46,4	47,2	47,9	49,2	44,5
PMI serviços	55,6	54,5	53,1	52,8	52,3	43,8	52,5	52,6	26,4
<b>Mercado de trabalho</b>									
Emprego (pessoas) ( <i>variação homóloga</i> )	1,6	1,5	1,2	1,0	1,0		-	-	-
<b>Taxa de desemprego (% pop. ativa)</b>	9,1	8,2	7,6	7,5	7,5	7,4	7,4	7,3	7,4
Alemanha ( <i>% pop. ativa</i> )	3,8	3,4	3,1	3,1	3,2		3,2	3,2	...
França ( <i>% pop. ativa</i> )	9,4	9,1	8,5	8,5	8,4		8,2	8,1	...
Itália ( <i>% pop. ativa</i> )	11,3	10,6	10,0	9,8	9,8		9,8	9,7	...
<b>PIB real (<i>variação homóloga</i>)</b>	2,7	1,9	1,2	1,4	1,0	-3,3	-	-	-
Alemanha ( <i>variação homóloga</i> )	2,8	1,6	0,3	0,6	0,5	...	-	-	-
França ( <i>variação homóloga</i> )	2,4	1,7	1,5	1,5	0,9	-5,8	-	-	-
Itália ( <i>variação homóloga</i> )	1,8	0,7	0,2	0,5	0,0	-4,7	-	-	-

## Preços

Porcentagem de variação em relação ao mesmo período do ano anterior, exceto quando é especificado o contrário

	2017	2018	2T 2019	3T 2019	4T 2019	1T 2020	01/20	02/20	03/20
Inflação geral	1,5	1,8	1,4	1,0	1,0	1,1	1,4	1,2	0,7
Inflação subjacente	1,0	1,0	1,1	0,9	1,2	1,1	1,1	1,2	1,0

## Setor externo

Saldo acumulado durante os últimos 12 meses em % do PIB dos últimos 4 trimestres, exceto quando é especificado o contrário

	2017	2018	2T 2019	3T 2019	4T 2019	1T 2020	01/20	02/20	03/20
<b>Balança corrente</b>	3,2	3,2	2,8	3,0	3,1		2,9	3,0	...
Alemanha	8,1	7,3	7,1	7,5	7,7		...	...	...
França	-0,7	-0,6	-0,7	-0,8	-0,8		...	...	...
Itália	2,7	2,6	2,7	2,7	...		...	...	...
<b>Taxa de câmbio efetiva nominal<sup>1</sup> (valor)</b>	96,5	98,9	97,3	97,7	96,9		...	...	...

## Crédito e depósitos dos setores não financeiros

Porcentagem de variação em relação ao mesmo período do ano anterior, exceto quando é especificado o contrário

	2017	2018	2T 2019	3T 2019	4T 2019	1T 2020	01/20	02/20	03/20
<b>Financiamento do setor privado</b>									
Crédito a sociedades não financeiras <sup>2</sup>	2,5	3,8	3,9	3,9	...		...	...	...
Crédito às famílias <sup>2,3</sup>	2,6	3,0	3,3	3,4	...		...	...	...
Taxa de juro de crédito às sociedades não financeiras <sup>4</sup> (%)	1,3	1,2	1,1	1,1	...		...	...	...
Taxa de juro de empréstimos às famílias para a compra de habitação <sup>5</sup> (%)	1,7	1,6	1,6	1,5	...		...	...	...
<b>Depósitos</b>									
Depósitos à ordem	10,2	7,9	7,6	8,6	...		...	...	...
Outros depósitos a curto prazo	-2,7	-1,5	0,4	0,7	...		...	...	...
Instrumentos negociáveis	1,6	-4,2	-4,9	-1,7	...		...	...	...
Taxa de juro dos depósitos até 1 ano das famílias (%)	0,4	0,3	0,3	0,3	...		...	...	...

**Notas:** 1. Ponderado pelo fluxo de comércio internacional. Valores mais elevados representam uma valorização da moeda. 2. Dados ajustados de vendas e titularizações. 3. Incluem as ISFLS. 4. Créditos de mais de um milhão de euros com taxa flexível e até um ano de fixação da taxa oficial. 5. Empréstimos com taxa flexível e até um ano de fixação da taxa oficial.

**Fonte:** BPI Research, a partir dos dados do Eurostat, do Banco Central Europeu, da Comissão Europeia, de organismos nacionais de estatística e da Markit.

## Devemos preocupar-nos com a sustentabilidade da dívida pública na Zona Euro?

- As medidas necessárias para enfrentar a COVID-19 criarão um aumento significativo da dívida pública nas principais economias do mundo e, entre elas, na Zona Euro.
- A sustentabilidade da dívida da Zona Euro não está em causa mas o contexto é exigente e coloca o BCE numa posição-chave. Uma recuperação dinâmica da atividade é também essencial, o que, por sua vez, exige uma ação coordenada de política económica.

A pandemia da COVID-19 forçou a paralisação da atividade económica. Esta paralisação, juntamente com a necessidade de proteger os trabalhadores e o tecido empresarial com uma forte resposta em termos de política fiscal, causará um aumento significativo da dívida pública entre as principais economias da Zona Euro (as próprias estimativas do FMI, que reproduzimos no primeiro gráfico, assim o refletem). Além disso, na ausência de uma maior ambição em matéria de política fiscal por parte da UE, as previsões sugerem que o aumento da dívida será claramente maior em países cujo setor público já partia de um elevado nível de endividamento. Nos mercados financeiros, esta circunstância criou uma preocupação relativamente à sustentabilidade da dívida, com as dúvidas a refletirem-se tanto no aumento dos prémios de risco soberano (descritos na conjuntura dos mercados financeiros nesta mesma edição da *Informação Mensal*) como na expectativa – implícita nas cotações financeiras – de possíveis descidas na nota de crédito (ver o segundo gráfico), especialmente antes do BCE anunciar em março o seu pacote de apoio para lutar contra a COVID-19.

### A COVID-19 compromete a sustentabilidade das finanças públicas?

A sustentabilidade da dívida pública depende de quatro elementos: o nível de dívida a partir da qual se parte, o saldo fiscal (superavit ou défice), os juros a pagar pela dívida e o crescimento da economia<sup>1, 2</sup>. Uma das relações fundamentais entre estes quatro fatores é a relação estabelecida entre crescimento e taxa de juro. Partindo de um nível de dívida inicial, o crescimento do PIB reduz o peso que a dívida possui sobre a totalidade de recursos da economia, enquanto os juros aumentam o valor total a ser pago: portanto, quanto maior for o crescimento económico em relação à taxa de juro, mais fácil será reduzir o peso da dívida. Neste sentido, a política monetária do BCE ancorou um contexto de taxas de juro suficientemente

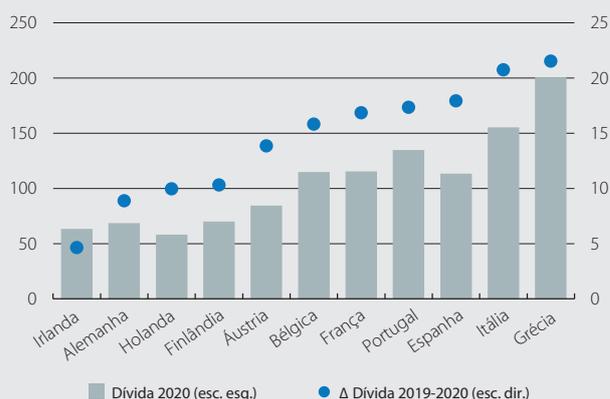
1. Especificamente, se designarmos o rácio entre dívida pública e PIB no ano  $t$  como  $d_t$ , saldo fiscal primário (excluindo os juros) como  $b_t$ , a taxa de juro como  $i_t$  e o crescimento do PIB nominal como  $g_t$ , a evolução é de:

$$d_{t+1} = d_t + \frac{i_{t+1} - g_{t+1}}{1 + g_{t+1}} d_t - b_{t+1}$$

2. O crescimento é um elemento particularmente importante, pois representa os recursos disponíveis para pagar a dívida no futuro. Assim, uma dívida de 1.000 euros é mais sustentável para uma economia que hoje produz apenas 100 euros, mas que no futuro produzirá 700, do que para uma economia que hoje produz 700 euros, mas cuja produção futura será de apenas 100. É também precisamente por este motivo que a sustentabilidade da dívida é avaliada em termos do rácio dívida/PIB (e não em termos do seu volume absoluto).

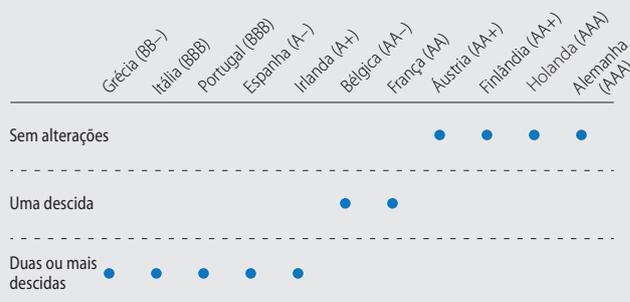
### Rácios de dívida pública sobre o PIB em 2020

Rácio 2020 (% do PIB) (Variação em comparação com 2019, p.p.)



Fonte: BPI Research, a partir dos dados e previsões do Fiscal Monitor de abril de 2020 do FMI.

### Zona Euro: ratings oficiais em janeiro de 2020 e alterações implícitas nos movimentos dos CDS (entre janeiro e março)



Fonte: BPI Research, a partir de estimativas próprias, dos dados da Bloomberg e de ratings da Fitch.

baixas para não comprometerem a sustentabilidade da dívida<sup>3</sup>. Contudo, para que isto aconteça, não será apenas importante que o BCE mantenha um contexto de taxas de juro baixas, mas também que a COVID-19 não gere prejuízos persistentes no crescimento económico. Por outras palavras, é essencial uma resposta de política económica forte e coordenada<sup>4</sup> que permita uma rápida recuperação da economia e, conseqüentemente, um crescimento da atividade claramente superior ao crescimento dos juros.

3. Especificamente, não existe nenhuma economia da Zona Euro onde a taxa de juro do conjunto da sua dívida pública seja superior ao seu crescimento do PIB nominal a longo prazo (nem hoje nem na direção que as taxas de juro do mercado refletem para os próximos anos).

4. Ver o artigo «Políticas económicas face à COVID-19: Serão supe rados os limites do impossível?» nesta edição da *Informação Mensal*.

## É exequível uma disciplina fiscal que não comprometa o crescimento ou a sustentabilidade da dívida no futuro?

Apesar de diminuir os recibos a curto prazo, o facto de tanto o BCE como o crescimento futuro desempenharem um papel fundamental na sustentabilidade da dívida sugere que as economias mais endividadas da Zona Euro enfrentam um contexto relativamente frágil. Quando a recuperação estiver em andamento, um dos desafios será definir uma política fiscal que ajude a alavancar a economia numa primeira fase e que, numa segunda fase, seja disciplinada mas que não asfixie o crescimento. Ao analisar a margem de manobra, fica bem patente que este não será um caminho fácil, mas não impossível.

Um dos limites deste caminho é definido pelo saldo fiscal primário (ou seja, que exclui o pagamento de juros) o qual permite manter estável o rácio de dívida nos níveis projetados para 2020. No outro extremo, o limite é estabelecido pelo saldo que permitirá reduzir a dívida para 60% em 20 anos<sup>5</sup>. Como é possível observar no terceiro gráfico, no qual apresentamos os dois limites, tanto a expectativa de que o crescimento do PIB regresse à normalidade como o apoio do BCE sob a forma de taxas de juro baixas fornece uma boa almofada de segurança: todas as principais economias da Zona Euro poderão reduzir o rácio da dívida pública com uma política fiscal inclusivamente ainda menos restritiva do que a estabelecida em 2015-2019. No entanto, reduzi-la significativamente é outra história: Itália, França e Espanha necessitarão de saldos primários significativamente mais positivos do que os registados nos últimos anos, devendo Portugal continuar a ser pelo menos tão disciplinado como o foi em 2015-2019.

### Um aumento dos prémios de risco comprometerá a sustentabilidade da dívida?

As conclusões anteriores dependem de duas suposições importantes: i) que o crescimento nominal do PIB regresse ao dinamismo nos próximos anos e ii) que o contexto de taxas de juro continue a ser favorável. Portanto, uma maior restritividade das condições financeiras e o consequente aumento do custo da dívida poderão comprometer a margem de manobra dos governos. Quão frágil é cada economia face a esta alteração de contexto? Para a observar, no quarto gráfico apresentamos a estimativa da taxa de juro a partir da qual poderá ser desencadeado um aumento sustentado do rácio de dívida (assumindo um saldo fiscal primário igual à média de 2015-2019 e um crescimento do PIB nominal de acordo com o seu potencial). Comparado com o custo de juros atual, praticamente todos os países parecem ter uma certa capacidade de resistir a taxas de juro mais elevadas (exceto a França, que nas nossas estimativas é penalizada por ter mantido um saldo fiscal primário médio de cerca de -2% entre 2015 e 2019). No caso da Itália, Bélgica e Espanha, as taxas de juro que poderão pressionar a dinâmica da dívida ultrapassam em mais de 1 p.p. os níveis atuais.

5. Cumprindo a configuração atual dos tratados europeus.

## Saldo fiscal primário e sustentabilidade da dívida na Zona Euro\*

	Saldo que estabiliza a dívida em níveis de 2020		Saldo que reduz o rácio da dívida para 60% em 2040**		Saldo médio 2015-2019 (ajustado por ciclo)
	Cenário taxas de juro forwards	Cenário taxas de juro 2019	Cenário taxas de juro forwards	Cenário taxas de juro 2019	
Alemanha	-1,6	-1,3	-1,1	-0,9	1,9
Áustria	-1,9	-1,3	-0,4	0,0	0,9
Bélgica	-1,9	-1,2	1,2	1,7	0,0
Espanha	-1,9	-1,2	1,2	1,7	-0,2
Finlândia	-1,6	-1,4	-1,0	-0,8	-0,4
França	-2,1	-1,8	1,1	1,3	-1,9
Grécia	-2,5	-2,1	5,2	5,4	7,2
Irlanda	-1,9	-1,5	-1,7	-1,4	1,1
Itália	-0,5	0,5	4,2	4,9	2,2
Holanda	-1,4	-1,2	-1,5	-1,3	1,6
Portugal	-1,8	-0,9	2,3	2,9	2,6

**Notas:** \* Assume-se um crescimento nominal estável do PIB e de acordo com as previsões a longo prazo do FMI em outubro de 2019. No cenário forwards, o custo da dívida é projetado com base nas expectativas da taxa de juro do mercado. No «cenário 2019», assume-se que o custo da dívida permanece constante no nível de 2019.

\*\* Em 2021, é imposto um crescimento nominal do PIB de acordo com as últimas previsões do FMI (que preveem uma recuperação superior à taxa de juro a longo prazo). A partir de então, é assumido novamente um crescimento igual ao crescimento a longo prazo.

**Fonte:** BPI Research, a partir dos próprios cálculos e de dados e previsões do FMI.

## Taxas de juro e sustentabilidade da dívida na Zona Euro

	Custo da dívida (%)			Rácio de dívida 2020 (% do PIB)***
	Custo a partir do qual desestabilizaria o rácio da dívida**	Custo em 2019	Custo médio 2000-2019	
Alemanha	6,20	1,32	3,42	69
Áustria	4,65	2,00	3,96	85
Bélgica*	3,05	1,95	4,00	115
Espanha*	3,25	2,32	4,00	113
Finlândia	2,77	1,37	3,46	70
França*	1,44	1,50	3,48	115
Grécia	6,39	1,66	3,93	201
Irlanda	6,60	2,21	3,89	63
Itália*	3,57	2,47	4,10	156
Holanda	6,40	1,45	3,57	58
Portugal	5,18	2,55	4,06	135

**Notas:** \* Países com rácios superiores a 100% e onde a taxa de juro que desestabilizaria a dívida é inferior à média histórica.

\*\* Assume-se um saldo primário igual à média de 2015-2019 (ajustado pelo ciclo) e um crescimento nominal do PIB, de acordo com as previsões a longo prazo do FMI em outubro de 2019.

\*\*\* Previsão do FMI para 2020.

**Fonte:** BPI Research, a partir dos próprios cálculos e de dados e previsões do FMI.

### Devemos preocupar-nos?

A nossa análise sugere que a sustentabilidade da dívida pública não está em questão. No entanto, também mostra que o contexto atual é muito exigente e coloca o BCE numa posição-chave. Não obstante, será também fundamental conseguir uma recuperação dinâmica da atividade, sendo para tal necessária uma ação coordenada da política económica.

**Indicadores de atividade e emprego**

Percentagem de variação em relação ao mesmo período do ano anterior, exceto quando é especificado o contrário

	2018	2019	2T 2019	3T 2019	4T 2019	1T 2020	02/20	03/20	04/20
Índice coincidente para a atividade	2,6	2,3	2,4	2,2	2,1	2,0	2,0	2,1	...
<b>Indústria</b>									
Índice de produção industrial	0,1	-2,4	-2,2	-4,1	0,5	-1,3	0,9	-7,2	...
Indicador de confiança na indústria (valor)	0,8	-3,2	-3,3	-3,7	-4,3	-4,6	-4,2	-6,1	-15,9
<b>Construção</b>									
Licenças de novas construções (acum. 12 meses)	19,1	7,5	16,5	13,3	7,5	...	...	...	...
Compra e venda de habitações	16,8	1,7	-6,6	-0,2	6,1	...	...	...	...
Preço da habitação (euro / m <sup>2</sup> – avaliação bancária)	8,6	10,4	10,2	11,0	11,1	11,2	11,1	10,3	...
<b>Serviços</b>									
Turistas estrangeiros (acum. 12 meses)	4,8	7,1	4,9	5,8	6,8	...	7,2	...	...
Indicador de confiança nos serviços (valor)	14,1	12,9	14,2	11,5	10,6	5,8	6,5	2,7	-18,2
<b>Consumo</b>									
Vendas no comércio a retalho	4,2	4,6	5,7	4,3	3,7	3,0	9,3	-4,7	...
Indicador coincidente do consumo privado	2,5	2,3	2,3	2,5	2,5	1,8	1,8	1,5	...
Indicador de confiança dos consumidores (valor)	-4,6	-8,0	-8,9	-7,6	-7,1	-8,6	-8,1	-9,9	-21,0
<b>Mercado de trabalho</b>									
População empregada	2,3	1,0	0,9	0,9	0,5	...	-0,2	...	...
Taxa de desemprego (% da pop. ativa)	7,0	6,5	6,3	6,1	6,7	...	6,4	...	...
<b>PIB</b>	<b>2,6</b>	<b>2,2</b>	<b>2,1</b>	<b>1,9</b>	<b>2,2</b>	...	...	...	...

**Preços**

Percentagem de variação em relação ao mesmo período do ano anterior, exceto quando é especificado o contrário

	2018	2019	2T 2019	3T 2019	4T 2019	1T 2020	02/20	03/20	04/20
Inflação global	1,0	0,3	0,5	-0,2	0,3	0,4	0,4	0,0	0,0
Inflação subjacente	0,7	0,5	0,6	0,1	0,4	0,2	0,1	0,0	-0,1

**Setor externo**

Saldo acumulado durante os últimos 12 meses em milhares de milhões de euros, exceto quando é especificado o contrário

	2018	2019	2T 2019	3T 2019	4T 2019	1T 2020	02/20	03/20	04/20
<b>Comércio de bens</b>									
Exportações (variação homóloga, acum. 12 meses)	5,1	3,6	3,3	2,1	3,6	...	3,2	...	...
Importações (variação homóloga, acum. 12 meses)	8,2	6,6	8,3	7,8	6,5	...	4,6	...	...
<b>Saldo corrente</b>	<b>0,8</b>	<b>-0,2</b>	<b>-0,2</b>	<b>-0,6</b>	<b>-0,2</b>	...	<b>-0,2</b>	...	...
Bens e serviços	1,5	0,8	0,5	0,2	0,8	...	0,8	...	...
Rendimentos primários e secundários	-0,7	-1,0	-0,8	-0,8	-1,0	...	-1,0	...	...
<b>Capacidade (+) / Necessidade (-) de financiamento</b>	<b>2,8</b>	<b>1,9</b>	<b>1,7</b>	<b>1,4</b>	<b>1,9</b>	...	<b>1,9</b>	...	...

**Crédito e depósitos dos setores não financeiros**

Percentagem de variação em relação ao mesmo período do ano anterior, exceto quando é especificado o contrário

	2018	2019	2T 2019	3T 2019	4T 2019	1T 2020	02/20	03/20	04/20
<b>Depósitos<sup>1</sup></b>									
Depósitos das famílias e empresas	3,8	5,0	4,5	5,3	5,2	...	5,1	...	...
À ordem e poupança	14,3	14,4	13,3	15,1	14,9	...	15,4	...	...
A prazo e com pré-aviso	-3,0	-2,4	-2,3	-2,5	-2,8	...	-3,6	...	...
Depósitos das Adm. Públicas	-1,9	-13,6	-11,9	-17,1	-13,7	...	-9,7	...	...
<b>TOTAL</b>	<b>3,5</b>	<b>4,0</b>	<b>3,6</b>	<b>4,1</b>	<b>4,2</b>	...	<b>4,4</b>	...	...
<b>Saldo vivo de crédito<sup>1</sup></b>									
Setor privado	-1,5	-1,2	-1,3	-0,7	-0,6	...	-0,4	...	...
Empresas não financeiras	-4,0	-4,2	-4,1	-3,3	-3,3	...	-4,2	...	...
Famílias - Crédito à habitação	-0,8	-0,1	0,0	0,0	-0,2	...	0,2	...	...
Famílias - outros fins	4,2	4,1	2,7	4,2	6,3	...	8,9	...	...
Administrações Públicas	2,4	-8,5	-8,2	-6,4	-7,1	...	-5,2	...	...
<b>TOTAL</b>	<b>-1,4</b>	<b>-1,5</b>	<b>-1,6</b>	<b>-1,0</b>	<b>-0,9</b>	...	<b>-0,6</b>	...	...
<b>Taxa de incumprimento (%)<sup>2</sup></b>	<b>9,4</b>	<b>6,1</b>	<b>8,3</b>	<b>7,7</b>	<b>6,1</b>	...	...	...	...

Notas: 1. Residentes em Portugal. As variáveis de crédito não incluem titularizações. 2. Dado fim do período.

Fonte: BPI Research, a partir dos dados do INE, do Banco de Portugal e Datastream.

**Indicadores de atividade e emprego**

Percentagem de variação em relação ao mesmo período do ano anterior, exceto quando é especificado o contrário

	2018	2019	2T 2019	3T 2019	4T 2019	1T 2020	02/20	03/20	04/20
<b>Indústria</b>									
Índice de produção industrial	0,3	0,7	1,4	0,9	0,5	...	-1,3	...	...
Indicador de confiança na indústria (valor)	-0,1	-3,9	-4,6	-2,0	-5,2	-5,4	-4,0	-7,0	-30,7
PMI das indústrias (valor)	53,3	49,1	49,9	48,2	47,2	48,2	50,4	45,7	...
<b>Construção</b>									
Licenças de novas construções (acum. 12 meses)	25,7	17,2	21,9	13,0	8,0	...	1,0	...	...
Compra e venda de habitações (acum. 12 meses)	14,2	3,2	5,7	1,5	-2,6	...	-3,9	...	...
Preço da habitação	6,7	5,1	5,3	4,7	3,6	...	-	-	-
<b>Serviços</b>									
Turistas estrangeiros (acum. 12 meses)	4,0	1,5	1,5	2,1	1,4	0,1	0,8	-1,4	...
PMI dos serviços (valor)	54,8	53,9	53,2	53,5	53,6	42,5	52,1	23,0	...
<b>Consumo</b>									
Vendas a retalho	0,7	2,3	2,2	3,3	2,3	-3,5	1,8	-14,1	...
Matrículas de automóveis	7,8	-3,6	-4,4	-7,9	5,1	-27,6	-6,0	-69,3	...
Indicador de confiança dos consumidores (valor)	-4,2	-6,3	-4,0	-5,8	-10,5	-10,3	-7,9	-11,6	-29,2
<b>Mercado de trabalho</b>									
População empregada <sup>1</sup>	2,7	2,3	2,4	1,8	2,1	1,1	-	-	-
Taxa de desemprego (% da pop. ativa)	15,3	14,1	14,0	13,9	13,8	14,4	-	-	-
Inscritos na Segurança Social <sup>2</sup>	3,1	2,6	2,8	2,5	2,2	1,2	1,9	-0,2	...
<b>PIB</b>	<b>2,4</b>	<b>2,0</b>	<b>2,0</b>	<b>1,9</b>	<b>1,8</b>	<b>-4,1</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>

**Preços**

Percentagem de variação em relação ao mesmo período do ano anterior, exceto quando é especificado o contrário

	2018	2019	2T 2019	3T 2019	4T 2019	1T 2020	02/20	03/20	04/20
Inflação global	1,7	0,7	0,9	0,3	0,4	0,6	0,7	0,0	-0,7
Inflação subjacente	0,9	0,9	0,8	0,9	1,0	1,1	1,2	1,1	...

**Sector exterior**

Saldo acumulado durante los últimos 12 meses em miles de millones de euros, salvo indicación expresa

	2018	2019	2T 2019	3T 2019	4T 2019	1T 2020	02/20	03/20	04/20
<b>Comércio de bens</b>									
Exportações (variação homóloga, acum. 12 meses)	2,9	1,8	2,3	1,7	1,8	...	2,3	...	...
Importações (variação homóloga, acum. 12 meses)	5,6	1,0	3,9	3,0	1,0	...	0,7	...	...
<b>Saldo corrente</b>	<b>23,3</b>	<b>24,9</b>	<b>21,4</b>	<b>22,2</b>	<b>24,9</b>	<b>...</b>	<b>27,6</b>	<b>...</b>	<b>...</b>
Bens e serviços	32,6	35,2	32,1	32,5	35,2	...	37,3	...	...
Rendimentos primários e secundários	-9,3	-10,3	-10,7	-10,2	-10,3	...	-9,7	...	...
<b>Capacidade (+) / Necessidade (-) de financiamento</b>	<b>29,1</b>	<b>29,0</b>	<b>27,6</b>	<b>28,0</b>	<b>29,0</b>	<b>...</b>	<b>31,8</b>	<b>...</b>	<b>...</b>

**Crédito e depósitos dos setores não financeiros<sup>3</sup>**

Percentagem de variação em relação ao mesmo período do ano anterior, exceto quando é especificado o contrário

	2018	2019	2T 2019	3T 2019	4T 2019	1T 2020	02/20	03/20	04/20
<b>Depósitos</b>									
Depósitos das famílias e empresas	3,2	5,4	5,8	5,4	5,4	4,4	4,5	4,3	...
À vista e poupança	10,9	10,7	10,9	10,3	10,3	8,9	9,1	8,9	...
A prazo e com pré-aviso	-19,9	-13,4	-12,8	-13,2	-13,9	-16,6	-16,7	-17,4	...
Depósitos das Adm. Públicas	15,4	8,8	15,7	3,7	-2,1	-29,4	-5,2	-78,6	...
<b>TOTAL</b>	<b>3,9</b>	<b>5,6</b>	<b>6,3</b>	<b>5,3</b>	<b>4,8</b>	<b>2,3</b>	<b>3,9</b>	<b>-0,8</b>	<b>...</b>
<b>Saldo vivo de crédito</b>									
Setor privado	-2,4	-1,5	-1,1	-1,1	-1,5	-1,1	-1,4	-0,6	...
Empresas não financeiras	-5,5	-3,4	-3,0	-2,3	-3,0	-1,8	-3,0	-0,3	...
Famílias - habitações	-1,1	-1,3	-1,3	-1,6	-1,5	-1,7	-1,5	-2,0	...
Famílias - outros fins	2,8	3,2	4,4	3,4	2,2	2,7	2,9	2,3	...
Administrações Públicas	-10,6	-6,0	-7,2	-5,4	-1,2	1,8	0,1	1,6	...
<b>TOTAL</b>	<b>-2,9</b>	<b>-1,7</b>	<b>-1,5</b>	<b>-1,4</b>	<b>-1,5</b>	<b>-0,9</b>	<b>-1,3</b>	<b>-0,5</b>	<b>...</b>
<b>Taxa de incumprimento (%)<sup>4</sup></b>	<b>5,8</b>	<b>4,8</b>	<b>5,4</b>	<b>5,1</b>	<b>4,8</b>	<b>...</b>	<b>4,8</b>	<b>...</b>	<b>...</b>

Notas: 1. Estimativa EPA. 2. Dados médios mensais. 3. Dados agregados do setor bancário espanhol e residentes em Espanha. 4. Dado fim do período.

Fonte: BPI Research, a partir dos dados do Ministério da Economia, Ministério de Fomento, Ministério de Emprego e da Segurança Social, Instituto Nacional de Estatística, Serviço Público de Emprego Estatal espanhol, Markit, Comissão Europeia, Departamento de Alfândegas e Impostos Especiais espanhol e Banco de Espanha.

## COVID-19 e cisnes negros: lições do passado para um futuro melhor

Existem eventos com uma probabilidade muito baixa de sucederem mas, quando ocorrem, têm um impacto enorme e são difíceis de prever. São os denominados cisnes negros. Alguns exemplos de cisnes negros são a Primeira Guerra Mundial, o *crash* de 1929, que levou à Grande Depressão, ou a crise financeira de 2008. Também o são pandemias como a peste negra no século XIV, a gripe espanhola em 1918-1920 ou a COVID-19 hoje em dia. Neste artigo, iniciaremos uma jornada histórica sobre alguns destes eventos para analisarmos quais foram as mudanças socioeconómicas que eles causaram e se a humanidade aprendeu alguma coisa com os mesmos. Temos esperança que isto nos ajude a enquadrar melhor o cisne negro que estamos a enfrentar nestes tempos difíceis.

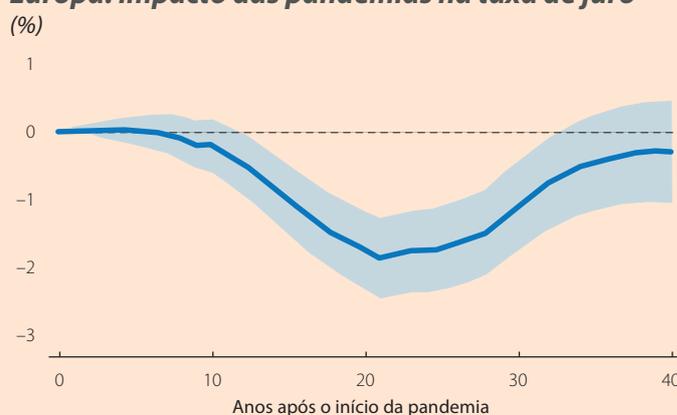
Qual é a frequência destes eventos? O economista Robert Barro, de Harvard, estima que de meio em meio século (ou seja, com uma probabilidade anual de 2,0%), ocorrem eventos que causam uma queda acentuada do PIB nalgumas das principais economias. Devido aos seus efeitos, os cisnes negros em geral, e as pandemias em particular, possuem um impacto grande e persistente na economia. Uma investigação recente estima que as pandemias causam danos económicos prolongados que pressionam negativamente as taxas de juro durante 40 anos<sup>1</sup> pois muitas vezes são seguidas por uma maior poupança por parte das famílias, pelo receio de surtos e maior aversão ao risco, menos oportunidades de investimento e muita cautela. De acordo com estes resultados, os efeitos da COVID-19 poderão durar muito tempo, embora isto dependa no final e em grande parte da existência de mudanças duradouras nas nossas preferências e hábitos de consumo e investimento, e do tempo que demorará a descobrir uma vacina.

A COVID-19 possui características que a classificam como cisne negro: é um choque com baixa probabilidade de materialização e com um impacto muito elevado. Possivelmente também cumpre a terceira condição para ser um cisne negro: a sua dificuldade de previsão, embora neste caso o debate esteja aberto: há quase uma década que muitos virologistas<sup>2</sup> alertavam para a possibilidade de novas pandemias e alguns governos, como os EUA, levaram a cabo exercícios de simulação para cenários de pandemia após o surto do ébola. De qualquer forma, e para além deste debate, é provável que num mundo tão globalizado e hiperligado como o nosso, as pandemias ocorram com mais frequência do que pensávamos até há bem pouco tempo (não nos esqueçamos que recentemente sofremos já várias epidemias importantes como o SARS, a gripe A, o MERS, o zika ou o ébola). Não é por acaso que as cidades com maior dinamismo comercial na Idade Média e na Idade Moderna – Amesterdão, Veneza e Londres – foram atingidas com maior frequência pelos surtos da peste. É portanto essencial aprender com os erros que cometemos com a COVID-19 para estarmos mais bem preparados ao nível da saúde e minimizarmos o impacto de futuras pandemias.

Uma das grandes perguntas que a sociedade está a fazer é se depois de superarmos esta epidemia voltaremos à normalidade ou se irão ocorrer alterações sociais de fundo. Embora seja difícil dar respostas definitivas, uma análise histórica das anteriores pandemias sugere que elas normalmente costumam deixar uma marca importante na sociedade. Assim, as primeiras pandemias que flagelaram o Império Romano (a peste antonina nos anos 165-180 d.C. e a peste de Cipriano em 250-270 d.C.) aumentaram a espiritualidade, o que favoreceu a expansão do cristianismo<sup>3</sup>, enquanto a peste de Justiniano (541-543 d.C.) acelerou o declínio do Império Bizantino.

No entanto, se existe uma pandemia que provocou alterações socioeconómicas incomuns as quais paradoxalmente e a longo prazo acabaram por ser positivas, foi a peste negra (1346-1351), que dizimou até 60% da população europeia. Após a peste negra, a escassez de mão de obra conduziu a um aumento sustentado dos salários – uma situação improvável de ocorrer com a COVID-19, visto possuir uma taxa de mortalidade muito baixa na população ativa – e do poder negociador dos trabalhadores, provocando a debilitação do sistema feudal na Europa Ocidental. Além disso, os sobreviventes na Europa aumentaram o consumo de uma forma incomum, uma exceção ao padrão de maior poupança privada observado após as pandemias, talvez ligado não apenas ao aumento dos salários, mas também à consciencialização que a vida era curta<sup>4</sup>. Outras alterações significativas ocorreram para

### Europa: impacto das pandemias na taxa de juro



*Nota:* É a taxa de juro natural (a que equilibra poupança e investimento). O estudo aborda as 12 pandemias mais graves na Europa desde a Peste Negra. Intervalos de confiança de 95%.

*Fonte:* Jordà, Ò, Singh, S. R. e Taylor, A. M. (2020). «Longer-run economic consequences of pandemics». National Bureau of Economic Research, n.º w26934.

1. Ver Jordà, Ò, *et al.* (2020). «Longer-run economic consequences of pandemics». National Bureau of Economic Research, n.º w26934.

2. Ver Wolfe, N. (2011). «The viral storm: the dawn of a new pandemic age». Macmillan.

3. Ver Stark, R. (2009). «La expansión del cristianismo». Editorial Trotta.

4. Ver Schmelzing, P. (2020). «Eight centuries of global real interest rates, RG, and the suprasedecular decline». Bank of England Staff Working Paper, n.º 845, 1311-2018.

compensar a falta de mão de obra, tendo sido introduzidas melhorias tecnológicas que trouxeram invenções como a prensa de Gutenberg<sup>5</sup> e que, nas sociedades do noroeste da Europa, as mulheres se começaram a integrar no mercado de trabalho. Esta sociedade mais rica tornou-se também mais sofisticada, de modo que começou a surgir uma maior procura de bens transformados, as cidades atraíram trabalhadores de zonas rurais e formou-se uma nova classe média. De facto, historiadores e economistas de renome, como Daron Acemoglu do MIT, consideram que as alterações sociais e económicas surgidas após a Peste Negra foram o ponto de viragem no desenvolvimento de instituições inclusivas na Inglaterra no século XVII que lançaram as bases para a Revolução Industrial.

Finalmente, a gripe espanhola de 1918 teve igualmente efeitos importantes, embora negativos: de acordo com um estudo recente<sup>6</sup>, o pânico da população provocou um aumento prolongado da desconfiança nas relações humanas nos países mais afetados pela pandemia. Na situação atual, caso ocorra um aumento semelhante na desconfiança, o comércio eletrónico e a economia digital poderão sair ainda mais beneficiados em detrimento das interações presenciais.

A boa notícia é que ao longo da história a sociedade soube aprender com as grandes crises que a assolaram, tanto em termos de saúde como em termos económicos. Por exemplo, na área da saúde, após um breve período inicial caracterizado pela superstição e desconfiança dos médicos, a peste negra originou um interesse muito maior nas ciências médicas, tornou-se popular a proliferação, no século XV, de tratados médicos para combater a peste e foi também lançada a criação de comités permanentes de saúde em cidades europeias para enfrentar futuras pandemias. Como resultado do desenvolvimento das instituições de saúde, generalizaram-se no século XVI os controlos de saúde nas fronteiras e o confinamento de doentes em áreas especialmente preparadas, permitindo atenuar o impacto das novas vagas de peste que ocorriam. Outro exemplo ilustrativo vem da epidemia da cólera que dizimou Londres no século XIX e que resultou na melhoria da rede de esgotos de forma a impedir o surto de contágios devido à bebida de água contaminada.

Os ensinamentos da gripe espanhola também não foram ignorados: os seus efeitos terríveis (até 50 milhões de vítimas) consciencializaram os governos sobre o grande impacto das pandemias, levando ao estabelecimento de sistemas de saúde pública na maior parte das economias europeias e a criação em Viena, em 1919, de uma organização para combater internacionalmente as epidemias, a qual se pode considerar predecessora da OMS. Outra lição particularmente valiosa para a situação atual é que as cidades norte-americanas, sendo inicialmente mais restritivas ao nível das suas políticas de distanciamento social, acabaram por experimentar um melhor desempenho económico nos anos seguintes do que as cidades que não o fizeram<sup>7</sup>.

Ao longo da história, a sociedade conseguiu também aprender com episódios traumáticos desde o ponto de vista económico. Quando se deu a crise de 1929, a atitude passiva dos governos agravou a crise e a consequente catadupa de falências bancárias, encerramento de empresas e um forte aumento do desemprego. No entanto, esta fatídica experiência histórica contribuiu para que a resposta à Grande Recessão de 2008 fosse muito diferente, com um maior envolvimento dos governos das economias mais afetadas para evitar uma forte depressão económica. Após a Segunda Guerra Mundial, as economias registam também os efeitos prejudiciais das políticas protecionistas e isolacionistas que tinham implementado desde 1914, tendo criado uma estrutura bem-sucedida de integração comercial que lançou as bases para a globalização. O último cisne negro económico, a crise financeira de 2008, também impulsionou grandes mudanças. Assim, muito foi feito para corrigir as deficiências identificadas no setor financeiro. Em particular, os bancos devem cumprir requisitos mais elevados de capital, liquidez e de transparência, e foi fortalecido o papel dos órgãos de administração e de supervisão.

No entanto, a crise atual mostra que foi um erro não finalizar o processo de união económica e monetária: entre outras coisas, é necessário concluir a união bancária e criar uma capacidade fiscal a nível europeu que a curto prazo seja essencial para cobrir as elevadas necessidades atuais de financiamento dos estados europeus para reconstruírem a sua economia, sendo que, em última instância, é imprescindível para o bom funcionamento da união monetária<sup>8</sup>.

Em suma, o nosso percurso histórico sugere que a COVID-19 é uma conjuntura crítica que poderá causar mudanças decisivas na trajetória do mundo. Em particular, poderá abrir as portas para novas formas mais sustentáveis de produzir e trabalhar<sup>9</sup> e repensar como e onde queremos viver. Além disso, é uma oportunidade para fornecer mais recursos aos nossos sistemas de saúde, acelerar a mudança tecnológica, criar um novo contrato social entre gerações e fortalecer os nossos mecanismos de cooperação globais. A humanidade já demonstrou no passado que sabe tirar ilações dos cisnes negros e iluminar um mundo melhor. Espero que desta vez também saibamos encontrar a fórmula.

5. Ver Herlihy, D. (1997). «The Black Death and the transformation of the West». Harvard University Press.

6. Ver Le Moglie, M. *et al.* (2020). «Epidemics and Trust: The Case of the Spanish Flu». IGIER Working Paper, n.º 661.

7. Ver Correia, S. *et al.* (2020). «Pandemics Depress the Economy, Public Health Interventions Do Not: Evidence from the 1918 Flu». Documento de Trabalho.

8. Ver o artigo «Políticas económicas face à COVID-19: serão superados os limites do impossível?» neste Dossier para uma análise mais aprofundada.

9. Para mais detalhes, consultar o artigo «Como a COVID-19 mudará a nossa forma de produzir» neste mesmo Dossier.

## Como a COVID-19 mudará a nossa forma de produzir

Atualmente, as manchetes de economia concentram-se nos devastadores efeitos económicos da crise COVID-19 sobre o mercado de trabalho, sobre as empresas e as famílias e nas medidas adotadas por governos e bancos centrais de quase todo o mundo para atenuar estes efeitos. No entanto, quando tudo acabar, tornar-se-ão mais patentes as alterações que a crise atual está a provocar de uma forma mais silenciosa e discreta em muitos outros aspetos. Neste artigo, iremos abordar as alterações que provavelmente ocorrerão na forma de produzir.

### Cadeias de valor global: mais robustas

Durante anos, a hiperotimização e a hiperglobalização das cadeias de valor e a estratégia do *just-in-time*<sup>1</sup> foram essenciais para as enormes melhorias de eficiência na produção de bens e serviços. Contudo, o surto da pandemia atual pôs em evidência a sua fragilidade. A interrupção em apenas um dos elos da cadeia pode provocar a paralisação de toda a produção.

O setor automóvel já se apercebeu deste efeito dominó após o terremoto e o tsunami que atingiram a costa leste do Japão em 2011<sup>2</sup>. Desde então, algumas das empresas do setor que foram afetadas por este desastre decidiram aumentar os *stocks* dos principais componentes dentro da sua cadeia de produção ou diversificar algumas das suas linhas de produção. Por exemplo, a Toyota desenvolveu o sistema RESCUE, uma base de dados complexa com informação de todas as redes de distribuição de cada componente, a qual fornece uma maior robustez à produção no caso de acontecimentos inesperados. Contudo, estas mudanças estratégicas não estão isentas de riscos: maior robustez à custa de uma menor competitividade.

O choque poderá desencadear uma mudança estratégica que resultará em cadeias de valor mais robustas em muitos outros setores e empresas. É difícil generalizar as características que estas novas cadeias de valor globais terão, mas certamente serão mais curtas e, portanto, menos globalizadas. Serão mais redundantes em termos de componentes principais (ou seja, com alternativas na produção destes componentes) e serão efetuados um maior número de controlos em todas as etapas da produção. Logisticamente é provável que aumente o investimento em *stocks*.

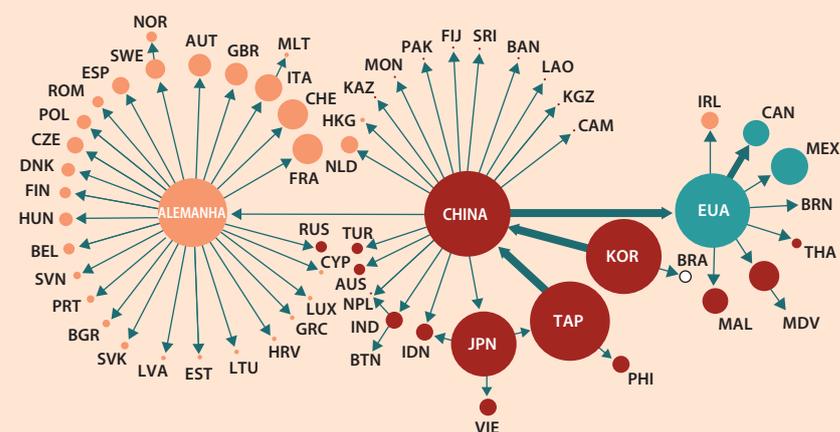
Face ao dilema de manter muito mais processos ou elos da cadeia no país de origem ou no estrangeiro, a impossibilidade de prever onde o próximo cisne negro ocorrerá (seja dentro, fora ou no mundo inteiro) convida à diversificação dentro e fora das nossas fronteiras. De qualquer forma, haverá uma diversificação com mais alternativas face a possíveis interrupções na atividade.

Perante este dilema nacional/internacional, foi bem patente observar a fragilidade das cadeias de valor em fevereiro quando a epidemia da COVID-19 estava concentrada em Wuhan (China) e não se previa uma escalada global desta intensidade. Naquela altura, e após a paralisação da atividade na maior parte das fábricas e indústrias do gigante asiático, foi questionada a idoneidade da elevada dependência que a maioria das economias do mundo possui em relação à China num grande número de cadeias globais de produção industrial, como é o caso de bens eletrónicos necessários para as tecnologias da informação e comunicação (ver o primeiro gráfico).

### Digitalização e robotização: um apoio à produção e à luta contra a COVID-19

Um elemento que a crise do coronavírus tem vindo a expor é a maior resiliência das empresas mais digitalizadas e robóticas em contextos disruptivos como o atual. A digitalização e a robotização facilitam o teletrabalho e o distanciamento social em fábricas, armazéns e comércios. Além disso, a margem de melhoria nestes âmbitos é muito elevada. Por exemplo, no que respeita ao teletrabalho, vários estudos estimam que atualmente entre 20% e 35% dos empregos possam ser realizados remotamente nas principais economias avançadas<sup>3</sup>.

### Cadeia de valor global das indústrias em Informação e Comunicação



*Nota:* O tamanho dos círculos representa o valor acrescentado das exportações. A largura das setas representa o tamanho do fluxo comercial (em valor acrescentado) entre países.

*Fonte:* Organização Mundial do Comércio («Global Value Chain Development Report 2019»).

1. É uma política de manutenção de existências no nível mais baixo possível, onde os fornecedores entregam o que é necessário no momento certo para completar o processo de produção.

2. Para obter mais informações sobre o forte impacto na produção causado pelo terremoto e tsunamis de 2011 como consequência da elevada proliferação das cadeias de valor globais, consulte Inoue, H. et al, Y. (2019). «Firm-level propagation of shocks through supply-chain networks». *Nature Sustainability*, 2(9), 841-847.

3. Ver Boeri, T., Caiumi, A. e Paccagnella, M. (2020). «Mitigating the work-security trade-off while rebooting the economy». *Covid Economics 2 VoxEU*. E também Dingel, J. I. e Neiman, B. (2020). «How many jobs can be done at home?». White Paper. Becker Friedman Institute (também NBER WP W26948).

Não existem dúvidas que, após a COVID-19, muitas empresas aumentarão o investimento em capital digital para facilitar os serviços à distância e o trabalho remoto. Esta flexibilização permitirá ganhar robustez na produção, de modo semelhante à redundância que destacámos nas cadeias de valor globais. Além disso, a flexibilidade de se poder trabalhar remotamente de forma regular tem sido associada a melhorias na produtividade dos trabalhadores, especialmente em tarefas mais criativas<sup>4</sup>.

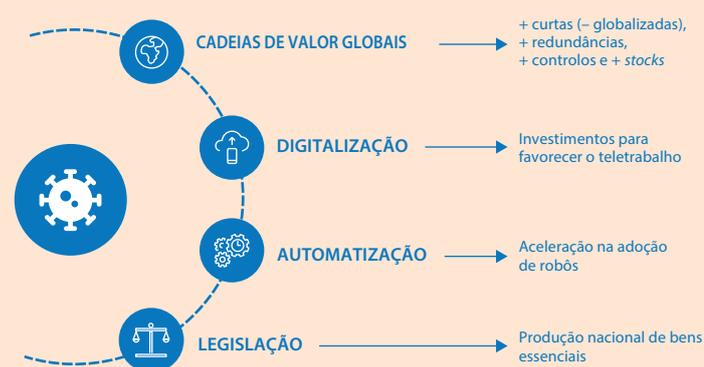
Da mesma forma, é também de esperar que as empresas aumentem o investimento em robôs para garantirem uma maior distância social entre os seus colaboradores e clientes. Por exemplo, a McDonald's acelerou os testes que estava a realizar para utilizar robôs em cozinhas e no atendimento ao cliente. Da mesma forma, vários estudos mostram que a automatização, além de se integrar de forma gradual nas empresas, costuma irromper com força em determinados momentos, principalmente após recessões económicas<sup>5</sup>. Assim, a necessidade de distanciamento social, juntamente com a forte contração da atividade económica no mundo inteiro favorecerão duplamente a expansão dos robôs.

Finalmente, o capital digital e robótico surge como uma das principais ferramentas na luta contra a própria COVID-19. A atual colaboração internacional<sup>6</sup> e no campo científico do coronavírus foi possível em grande parte graças às plataformas digitais que partilham imediatamente as informações que cada equipa obtém<sup>7</sup>. Em muitos hospitais, robôs autónomos que emitem luz ultravioleta estão a ajudar na desinfeção de superfícies. Neste sentido, a tecnologia de geolocalização dos telemóveis poderá vir a ser uma ferramenta muito útil para conter a expansão do coronavírus. Por exemplo, na Europa, por exemplo, já foi lançado um projeto neste sentido com o aval da Comissão Europeia<sup>8</sup>.

### Rumo ao *made in home*?

As empresas, certamente, também terão que enfrentar alterações regulamentares em termos dos seus modelos de produção como consequência da crise da saúde. Os governos poderão legislar que determinados bens e serviços considerados essenciais, como o material sanitário de primeira necessidade, sejam produzidos localmente. O próprio Adam Smith, no seu argumento a favor do livre comércio, contemplou a possibilidade de certas exceções, uma delas precisamente quando algumas indústrias eram necessárias para a defesa do país ou da segurança nacional (neste caso, defesa contra um inimigo invisível como o vírus, mas a fim e ao cabo, defesa)<sup>9</sup>.

### Alterações na produção após a COVID-19



Fonte: BPI Research.

to da União<sup>10</sup>. Se, a partir de 1962, a Europa garantiu a autossuficiência agroalimentar através da política agrícola comum, é agora fundamental conseguir um abastecimento estável de bens e serviços considerados essenciais.

Em suma, cadeias de valor mais robustas, um impulso definitivo à digitalização e automatização e a adaptação a um novo contexto legislativo que poderia proporcionar um maior protecionismo, são algumas das mudanças que possivelmente iremos observar na nossa forma de produzir. As alterações nas cadeias de valor e no modo de trabalhar poderão ajudar a acelerar a transição económica para um sistema mais sustentável e mais ecológico. Contudo, devemos também não esquecer as muitas outras mudanças que serão incentivadas por hábitos de consumo que irão surgir e prevalecer após a crise de saúde: o aumento do comércio eletrónico, o regresso aos produtos locais ou a maior procura por serviços de saúde são algumas das mais prováveis.

No entanto, é necessário sermos muito cuidadosos e precisos para definir o que são questões de segurança nacional e para evitar uma utilização indiscriminada que possa abrir portas a políticas protecionistas em larga escala. Foi o que pudemos observar repetidamente nos últimos dois anos com a política comercial do governo de Donald Trump, que frequentemente utiliza a segurança nacional para justificar o aumento das taxas aduaneiras.

Pelo contrário, na UE pudemos testemunhar um reforço da coordenação entre os Estados-membros. Afinal, a dimensão poderá ser uma vantagem para lidar com choques inesperados. Assim, fará sentido que a legislação sobre bens e serviços «essenciais» seja decidida no âmbito

4. Ver Bloom, N., Liang, J., Roberts, J. e Ying, Z. J. (2015). «Does working from home work? Evidence from a Chinese experiment». *The Quarterly Journal of Economics*, 130(1), 165-218. E Dutcher, E. G. (2012). «The effects of telecommuting on productivity: An experimental examination. The role of dull and creative tasks». *Journal of Economic Behavior & Organization*, 84(1), 355-363.

5. Ver Hershbein, B. e Kahn, L. B. (2018). «Do recessions accelerate routine-biased technological change? Evidence from vacancy postings». *American Economic Review*, 108(7), 1737-72. E Jaimovich, N. e Siu, H. E. (2020). «Job polarization and jobless recoveries». *Review of Economics and Statistics*, 102(1), 129-147.

6. Convém destacar que este tipo de colaboração é uma forma de globalização. Desta forma, nem todas as forças indicam uma desglobalização devido ao surto da pandemia.

7. Ver, por exemplo, o artigo do *New York Times* de 14 de abril «Covid-19 Changes How the World Does Science, Together».

8. Pan-European Privacy-Preserving Proximity Tracing (<https://www.pepp-pt.org/>).

9. Ver Smith, A. (2010). «The Wealth of Nations: An inquiry into the nature and causes of the Wealth of Nations». Harriman House Limited.

10. No entanto, a resposta ainda insuficiente às necessidades da COVID-19 por parte da UE poderá resultar num cenário completamente oposto ao que expomos aqui.

## Políticas económicas face à COVID-19: serão superados os limites do impossível?

Existem duas grandes diferenças entre a atual crise na Zona Euro e a crise de 2009-2012. Em primeiro lugar, o coronavírus e as medidas de confinamento adotadas pelos países da Zona Euro representam um choque económico muito maior do que a crise anterior. Em 2009, o PIB da Zona Euro caiu 4,5% em relação a 2008, enquanto este ano é muito possível que a queda duplique. Em segundo lugar, o impacto económico do coronavírus é bastante simétrico e afetará todas as economias da Zona Euro numa ordem de dimensão semelhante. Estas duas características da crise atual justificam os mecanismos de distribuição do risco entre os países e a coordenação entre a política fiscal e a política monetária.

### Uma resposta diferenciada a nível nacional

A dimensão desta crise deu lugar a respostas nacionais sem precedentes. Os governos nacionais adotaram uma vasta variedade de medidas cuja função é amortecer o impacto da crise nas empresas e nas famílias. Em particular, destaque para os programas de garantias e avales a créditos bancários e linhas de crédito através de bancos nacionais de desenvolvimento, medidas temporárias de ajustamento de emprego (como os ERTE em Espanha ou o *Kurzzeitgeld* na Alemanha), adiamentos de impostos e, nalguns casos, pagamentos diretos aos cidadãos e subsídios diretos às empresas. Estas medidas significarão um grande aumento da dívida pública dos países europeus. Por este motivo, a dimensão da resposta económica tem sido até agora muito diversa entre os vários países, com base na solidez das contas públicas. Por exemplo, em Espanha e Itália, tanto os programas de garantia como a despesa direta têm sido muito mais tímidos do que na Alemanha que, entre outras medidas, anunciou garantias ilimitadas para empréstimos às PME.

Sem mecanismos de distribuição de risco entre países europeus, esta diferença entre as respostas nacionais representa uma distorção do mercado único e poderá levar a uma recuperação assimétrica e a um aprofundamento das divergências económicas na Zona Euro, podendo colocar em risco a própria existência da união monetária.

### A gravidade do cenário exige uma resposta coordenada em várias dimensões

A recuperação será mais débil e lenta se não existirem mecanismos que a ajudem a desenvolver-se de forma sincronizada<sup>1</sup>. Na ausência de sincronização, os primeiros países que começarem a recuperar encontrarão uma fraca procura externa, tanto na Zona Euro como a nível mundial. Além disso, as empresas continuarão a ser afetadas por perturbações numa cadeia de abastecimentos altamente integrada a nível europeu. Além disso, sem uma resposta comum, poderá ocorrer uma fragmentação financeira e económica entre os países da UE, sendo que as diferentes respostas a nível nacional podem comprometer a igualdade de oportunidades (*level-playing field*) no mercado único europeu. Por exemplo, a sobrevivência de qualquer empresa ou as condições de acesso ao crédito dependerão não apenas da sua solvência e competitividade, como também do facto de se encontrar numa jurisdição com um esquema de apoios mais ou menos generoso. Os efeitos políticos da divergência económica prolongada entre os países após a crise poderão também ser prejudiciais para a Zona Euro, com um aumento do populismo nos países mais afetados. Em suma, uma recuperação sincronizada a nível europeu não é apenas uma questão de solidariedade entre países, mas também do próprio interesse de cada país. Assim, todas as economias poderão beneficiar de uma coordenação a nível europeu.

O contexto atual também exige que a coordenação vá mais além de uma sincronização ou resposta comum entre Estados: requer uma coordenação entre os setores público e privado e entre as várias dimensões da política económica. Por um lado, se as empresas e as famílias financiarem a redução do seu rendimento com um endividamento excessivo, o peso desta nova dívida diminuirá a recuperação da procura e prolongará as dificuldades. Por esta razão é importante que uma parte significativa das ajudas sejam diretas e não apenas em forma de dívida. Além disso, o facto de o setor público absorver estes custos permitirá uma maior mobilização de recursos, a um custo menor e com uma dívida que vença a longo prazo<sup>2</sup>. Por outro lado a política fiscal e monetária deverá também ser coordenada para que, face à perspectiva de que a dívida pública aumente substancialmente durante a crise da COVID-19, sejam dissipadas quaisquer dúvidas sobre a sustentabilidade da dívida e que o seu peso seja mais suportável e não comprometa o desempenho futuro da economia<sup>3</sup>.

1. De acordo com estimativas do BCE, os estreitos vínculos económicos na Europa fazem com que um aumento exógeno de 15% na produção nas principais economias da Zona Euro se amplifique, mesmo a curto prazo, até um aumento 20% na produção do conjunto da Zona Euro. Fabio Panetta, «Joint response to coronavirus crisis will benefit all EU countries», artigo de opinião no site Politico.eu.

2. O endividamento a longo prazo facilita a distribuição de custos entre várias gerações, uma estratégia necessária perante impactos de larga escala e que conta com abundantes precedentes históricos, especialmente os relacionados com o financiamento de guerras.

3. Como a Zona Euro já aprendeu na crise da dívida pública de 2010-2012, as dúvidas sobre a sustentabilidade da dívida resultam numa maior restritividade das condições financeiras, acentuando a debilidade da economia. Por outro lado, a exigência de uma redução muito rápida da dívida poder-se-ia repercutir numa política fiscal sustentadamente restritiva que prejudicaria (e até poderia comprometer) a recuperação e o desempenho futuro da economia.

## Uma resposta fiscal europeia

Em 25 de março, nove chefes de estado europeus (da Bélgica, França, Itália, Luxemburgo, Espanha, Portugal, Grécia, Eslovénia e Irlanda) escreveram uma carta ao Presidente do Conselho Europeu exigindo uma mutualização da resposta fiscal europeia, financiada por dívida comum. Até agora, a resposta europeia tem sido muito diferente. A 23 de abril, o Conselho aprovou uma série de medidas cuja função não é mutualizar as despesas contra a crise do coronavírus, mas sim mutualizar o custo do financiamento das medidas nacionais. Assim, o Conselho aprovou a criação de uma nova linha de crédito do Mecanismo Europeu de Estabilidade: a criação de um fundo cuja função será um empréstimo aos governos nacionais para financiar medidas temporárias de regulação de emprego (do tipo *lay-off*) e um fundo de garantias para que o Banco Europeu de Investimento possa aumentar os seus empréstimos a empresas europeias. Estas medidas são positivas pois podem reduzir os custos de financiamento dos países da Zona Euro, mas são insuficientes porque não respondem ao principal problema: alguns países não podem tomar todas as medidas necessárias por receio ao aumento da dívida pública que as mesmas implicam.

Por este motivo o Fundo Europeu de Recuperação, sobre o qual o Conselho Europeu ainda não conseguiu chegar a consenso, é crucial. Para ser eficaz, este fundo deverá ter duas características essenciais: uma grandeza suficiente (pelo menos 10% do PIB da Zona Euro ou um valor com uma dimensão semelhante ao défice público que será atingido pela maioria dos países este ano) e um elemento redistributivo. A ideia será que este fundo, apoiado em garantias nacionais, possa emitir dívidas e depois investir nos países mais afetados pela crise, garantindo assim uma recuperação simétrica. Embora alguns destes investimentos possam ser feitos mediante a forma de empréstimos (a longo prazo e a taxas de juro baixas) aos Estados-membros, será importante que grande parte sejam transferências diretas para que a dívida dos países que os recebem não aumente muito, evitando questionar a sua sustentabilidade.

A criação de um fundo com estas características seria um grande avanço para a Zona Euro, sendo por isso que é politicamente tão complicado. A ideia de transferências diretas e a dívida comum europeia geram uma profunda rejeição nos países mais ricos do bloco. Além disso, se este tipo de medidas forem aprovadas sem considerar a sua opinião, corre-se o risco de que o populismo

antieuropeu aumente nos países do norte, como já aconteceu após a última crise, com a criação de partidos como o AfD na Alemanha. De facto, parece politicamente inviável caminhar para uma verdadeira união fiscal, com poderes fiscais para a Zona Euro e um ministério das finanças europeu com um orçamento significativo e com a possibilidade de emitir *eurobonds*. Isto exige um nível de união política que por agora não existe e para o qual não há consenso político. Contudo, esta crise demonstra a necessidade de, pelo menos, existir um elemento central de estabilização fiscal, como o Fundo de Recuperação, que facilita a partilha de riscos e um ativo seguro europeu, como poderá ser a dívida emitida pelo Fundo. É uma questão de interesse próprio para todos os países e de estabilidade para a união monetária, não apenas de solidariedade. Além disso, o Fundo de Recuperação poderá fazer investimentos que ajudem a desenvolver os objetivos da UE: a digitalização da economia e a sustentabilidade verde e social. Num mundo com dívidas nacionais elevadas, estes objetivos podem ser questionados.

Se a política fiscal europeia não der um passo em frente e não for implementado um mecanismo desta natureza, a política monetária terá de assumir o controlo. Até agora, o BCE através de programas de compra de ativos, tem sido a instituição europeia a reagir a esta crise da maneira mais ágil e contundente. Como é possível observar na tabela, estima-se que as compras de dívida soberana dos países da Zona Euro por parte do BCE, em 2020, sejam muito significativas. De facto, serão comparáveis ao aumento do défice previsto para este ano. No entanto, assumindo que estas

## Compras de dívida pública por parte do BCE em 2020 e impacto da COVID-19

(% do PIB nominal em 2019, exceto onde é indicado o contrário)

	Compras estimadas	Compras em cenário de máximos	Impacto no PIB real 2020 previsto pelo FMI (%)	Chave de capital (% em relação ao capital dos países da Zona Euro)
Alemanha	5,7 (5,2–6,3)	7,8	-8,2	26,4
Áustria	5,4 (5,0–6,0)	7,5	-8,7	2,9
Bélgica	5,7 (5,3–6,3)	7,8	-8,2	3,6
Espanha	7,1 (6,5–7,9)	9,7	-9,8	11,9
França	6,3 (5,8–6,9)	8,6	-8,4	20,4
Irlanda	3,6 (3,3–4,0)	5,0	-10,3	1,7
Itália	7,0 (6,5–7,8)	9,7	-9,7	17,0
Holanda	5,3 (4,9–5,9)	7,3	-9,1	5,9
Portugal	8,2 (7,5–9,1)	11,2	-9,6	2,3
Outros	7,5 (6,9–8,3)	10,3	-9,6	7,8

**Nota:** As compras estimadas assumem que 75% da totalidade das compras correspondem à dívida pública (em linha com o que foi observado em março de 2020). No cenário de máximos, é assumido que o APP e o PEPP destinam à dívida pública 82% (de acordo com a média desde junho de 2016) e 100% das compras, respetivamente. Nas duas estimativas, é assumido que 10% das compras de dívida pública sejam destinadas à dívida de agências supranacionais. O impacto da crise no crescimento real do PIB é calculado como a diferença na previsão de crescimento para 2020 entre o WEO de outubro de 2019 e o WEO de abril de 2020.

**Fonte:** BPI Research, com base em estimativas próprias, dados do BCE e previsões do PIB do World Economic Outlook de abril de 2020 do FMI.

compras são temporárias, a sua função é conter novamente os custos de financiamento dos Estados-membros e não mutualizar as despesas para combater esta crise. É claro que estas compras podem ser expandidas e o BCE até poderá manter as obrigações soberanas no seu balanço para sempre e, *de facto*, mutualizar e monetizar a dívida que comprou<sup>4</sup>. Na verdade, é possível que alguns líderes políticos prefiram esta opção, um tipo de mutualização «implícita» que passe mais despercebida pelo eleitorado, a uma mutualização explícita da dívida através da emissão de eurobonds que poderia ser mais cara em termos eleitorais. Esta seria uma estratégia arriscada, pois existem limites legais para as atividades do BCE e não se deve descartar que o Tribunal de Justiça Europeu tenha declarado esta ação inconstitucional.

### **Coordenação entre políticas fiscais e monetárias: tão necessária como a preservação da independência**

A independência dos bancos centrais é um dos pilares básicos para o bom funcionamento da economia. As hiperinflações europeias do século XX e as experiências mais recentes, como a da Venezuela, não deixam dúvidas: quando as instituições são frágeis e a política fiscal força o banco central a monetizar défices públicos de forma recorrente, o crescimento sustentado da oferta monetária acaba por conduzir a uma explosão da inflação e costuma resultar num colapso da economia<sup>5</sup>. No entanto, não devemos confundir independência com a ausência de coordenação entre a política fiscal e a política monetária.

É raramente desejável que as políticas fiscais e monetárias atuem em sentidos opostos: quando qualquer banco central quer combater um cenário de inflação elevada, precisa que a maior restritividade da política monetária seja acompanhada por uma certa contenção fiscal (se não for assim, ambas as políticas estarão a ir uma contra a outra). E vice-versa: se numa fase de debilidade cíclica a política fiscal se tornar restritiva (por exemplo, tentando conter o aumento da dívida pública), no fundo estará a causar um efeito de contração na economia que contraria a ação da política monetária.

Assim, é importante que a coordenação entre política fiscal e monetária seja o resultado de decisões livres, independentes e guiadas pelos respetivos mandatos das autoridades fiscais e monetárias. É por isso que é fundamental um sistema institucional forte, capaz de permitir que a política monetária dê cobertura à política fiscal quando, como é o caso, a gravidade da recessão económica exige uma forte expansão fiscal (com o conseqüente aumento da dívida pública) e, ao mesmo tempo, proteger o banco central de ataques à sua independência quando, com a normalização da atividade, for necessária uma maior restritividade da política monetária para evitar um aumento excessivo da taxa de inflação.

### **Os bancos centrais com maior independência lideram a coordenação**

Sob a proteção destas instituições fortes, o Banco da Inglaterra foi mais longe, chegando ao ponto de abrir uma linha direta de crédito para financiar as necessidades do Tesouro do Reino Unido<sup>6</sup>. Esta é, em princípio, uma medida temporária devendo o Tesouro reembolsar todo o crédito concedido antes do fim do ano. De forma geral, as medidas da Fed, do BCE, do Banco do Japão e do Banco da Inglaterra destacaram-se pelo aumento muito significativo das compras de dívida pública nas suas jurisdições<sup>7</sup>, uma ação mediante a qual ancoram um contexto de baixas taxas de juro e dão cobertura a uma expansão fiscal sem receios de que a mesma possa suscitar dúvidas sobre a sustentabilidade da dívida<sup>8</sup>. Como se de mais um investidor se tratasse, o banco central recebe pagamentos de juros e, se as obrigações vencerem, do capital. Além disso, quando o contexto económico melhorar, o banco central poderá vender estes ativos e devolvê-los ao mercado. Neste sentido, mais do que monetizar a dívida, as compras de ativos por parte do banco central servem para tranquilizar os investidores e evitar pânico no mercado que, devido à maior restritividade das condições de financiamento, os receios de que a dívida não é sustentável acabem por ocorrer. Por outras palavras: impedem que a economia caia num mau equilíbrio pelo simples facto de terem medo de cair nele.

### **BCE: para além dos limites?**

Estas compras são suficientes para acomodar a expansão fiscal e o aumento da dívida pública? Por exemplo, com as medidas anunciadas até agora, o BCE fará compras líquidas de ativos de cerca de 9% do PIB da Zona Euro – uma quantia muito significativa e sem precedentes na história da Zona Euro. No entanto, ao longo de abril, quando o BCE não só tinha anunciado o estímulo

4. Nos programas de compra de ativos PSPP e PEPP, existe uma mutualização do risco em 20% das compras. Especificamente, 10% das compras de dívida pública destinam-se a instituições supranacionais europeias, enquanto os outros 10% são implementados diretamente pelo BCE. Os 80% restantes das compras são efetuados por cada banco central (que compra dívida da sua própria jurisdição) e seria este (e não o Eurosystem no seu conjunto) que assumiria possíveis perdas.

5. O FMI estima que a Venezuela sofreu uma inflação de 65,374% e um défice público de 30% em 2018, enquanto em 2019 o PIB contraiu 35%. Por sua vez, a oferta de moeda cresceu 350.000.000% nos últimos cinco anos, segundo dados do Banco Central da Venezuela.

6. Especificamente, expandiu a quantia que o governo pode dispor da «Ways and Means Facility» (a conta-corrente que o Tesouro possui no banco central) para um valor que não foi divulgado.

7. Consulte os detalhes nos Observatórios da Fed e do BCE dos dias 23 e 24 de abril em [www.caixabankresearch.com](http://www.caixabankresearch.com)

8. Uma forma mais explícita de o fazer é com o denominado *yield curve control*, que consiste em anunciar que o banco central comprará o volume de dívida pública necessário para manter as taxas de juro soberanas ancoradas num determinado objetivo. O Banco do Japão tem vindo a implementá-lo desde 2016 para manter as taxas de juro soberanas a 10 anos em 0%.

como começou a implementá-lo de forma agressiva, os prémios de risco soberano da Zona Euro permaneceram relativamente elevados, um indicador da preocupação existente pela ausência de uma maior ação conjunta das autoridades europeias. A razão para esta preocupação é que a maior parte do estímulo fiscal continua a recair sobre os governos nacionais e a gravidade das quedas previstas na atividade sugere um aumento substancial de níveis de dívida pública que já partem de níveis elevados. De facto, como mostra a tabela, a gravidade do cenário é tanta que até minorizou as compras anunciadas pelo BCE: quando são consideradas as restrições dos programas na sua configuração atual chegamos à conclusão que, mesmo na melhor das hipóteses, o BCE não será capaz de absorver a dívida pública de economias como a da Itália ou Espanha em mais de 10% do seu PIB, um valor que parecia enorme no início da crise da COVID-19, mas que poderá ficar aquém se as quedas do PIB acabarem por ser maiores do que o previsto atualmente e se a recuperação for mais gradual.

### **Dinheiro de «helicóptero»: uma opção inquietamente adequada**

Como alternativa às compras de ativos, foi proposta uma forma de coordenação muito mais direta e profunda: que o banco central compre a dívida pública necessária para financiar o estímulo fiscal contra a COVID-19 de forma perpétua (ou seja, que não exija o seu reembolso). Esta opção, popularmente conhecida como «dinheiro de helicóptero», devido ao facto de pressupor que o banco central «oferece dinheiro» aos cidadãos (dinheiro este que pode ser distribuído pelo governo) apresenta, desde um ponto de vista teórico, grandes atrações para o panorama atual<sup>9</sup>. Em primeiro lugar, significaria uma injeção de liquidez para as empresas e famílias de rápida implementação e que poderia compensar a queda dos seus rendimentos. Em segundo lugar, é uma solução em que nem as famílias, nem as empresas, nem os governos são afetados pelo peso da dívida (não impedindo, portanto, a recuperação da procura). Finalmente, na medida em que é uma medida temporária e apenas utilizada em situações de emergência muito grave, é possível que não resulte em picos indesejados na taxa de inflação: a injeção ocorrerá num momento de congelamento da atividade e, ao reativar a economia, o banco central manterá a independência para ajustar a política monetária consoante o necessário para controlar a inflação. No entanto, mesmo se esta opção for possível, é preciso não esquecer que a gestão de um estímulo desta natureza será muito complicada. O financiamento monetário de um estímulo fiscal abrirá um precedente e poderá surgir uma forte pressão política para diminuir o nível destas intervenções: se são eficazes para estas circunstâncias, porque é que não são aplicadas em causas tão dignas como a luta contra a pobreza extrema? Uma resposta deste tipo também poderia originar incentivos perversos: perdem-se os incentivos para adotar uma política fiscal disciplinada (mesmo quando o ciclo assim o permite) de criação de um amortecedor contra o ataque da próxima recessão. Mesmo com uma coordenação menos agressiva, como programas de compras de dívida pública (em mercados secundários) como os atuais, as consequências fiscais da ação monetária podem condicionar a credibilidade, a reputação e a independência dos bancos centrais: quanto mais dívida pública o banco central tiver no seu balanço, maiores serão as consequências fiscais das suas decisões e, portanto, maior a tentação de condicionar politicamente o desempenho da política monetária. Portanto, antes do surgimento da COVID-19, as estratégias de bancos centrais como a Fed passavam pela redução da dimensão do seu balanço, paralelamente a aumentos muito paulatinos das taxas de juro.

### **Coordenação ou equilíbrio**

Com todos estes ingredientes, é óbvio que a COVID-19 coloca as políticas económicas numa verdadeira encruzilhada: o golpe na economia é tão grande que é necessário que as políticas económicas atuem com rapidez, agressividade e coordenação. Mas é possível fazê-lo e que a independência dos bancos centrais preserve a sua credibilidade? Na Europa, uma maior ambição da política fiscal a nível comunitário ajudará a aliviar a pressão de terem que ser tomadas soluções mais extremas. Se o filme apenas ficar com um único ator, o BCE, o mesmo atravessará a maior queda do PIB mundial desde a Grande Depressão, por um caminho tão estreito como o de um equilibrista numa corda bamba.

9. Galí, J. (2020). *Helicopter money: the time is now*. Coluna de VoxEU.org.

## ESTUDOS E PUBLICAÇÕES

Todos os estudos e publicações do BPI estão disponíveis em: [www.bancobpi.pt](http://www.bancobpi.pt)

### INFORMAÇÃO MENSAL

**Análise clara, ordenada e rigorosa da situação económica portuguesa, espanhola, europeia e mundial, bem como da evolução dos mercados financeiros, com artigos especializados das questões chave da atualidade económica e financeira.**

**Contém também previsões sobre o crescimento do PIB e inflação em países desenvolvidos e emergentes, previsões de taxas de juro, taxas de câmbio e matérias primas.**

### DAILY REPORT

Comentário sintético ao comportamento dos mercados financeiros internacionais, principais oscilações das taxas de juro, taxas de câmbio, *commodities* e índices bolsistas.

### PULSO ECONÓMICO

Publicação semanal contendo uma análise sucinta aos indicadores económicos e factos relevantes nas principais economias, com destaque para a economia portuguesa, espanhola e europeias. Comentário aos fatores de relevo nos mercados financeiros internacionais, reuniões de bancos centrais nos principais blocos, preços de *commodities* e mercados de ações.

### NOTAS BREVES

Análise pontual de temas económicos relevantes na economia portuguesa (atividade, preços, contas públicas, contas externas, mercado imobiliário, setor bancário), espanhola e europeia; breve comentário aos principais eventos de política monetária (FED e BCE).

### FLASH NOTES

Análise pontual de temas económicos relevantes na economia portuguesa (atividade, preços, contas públicas, contas externas, mercado imobiliário, setor bancário) (apenas disponível em inglês).

### FICHAS SÍNTESE PAÍS

Caracterização económica, financeira e política, sintética e clara, dos principais países parceiros comerciais e de investimento das empresas portuguesas. Análise sucinta dos principais aspetos económico e financeiros, e previsões económicas para o triénio.



O *Informação Mensal* é uma publicação elaborada de forma conjunta pelo CaixaBank Research e pelo BPI Research (UEEF), que contém informações e opiniões procedentes de fontes que consideramos fiáveis. Este documento tem um objetivo meramente informativo, pelo que o CaixaBank e o BPI não se responsabilizam, em nenhum caso, pelo uso que possa ser feito do mesmo. As opiniões e as estimativas são do CaixaBank e do BPI e podem sofrer alterações sem notificação prévia.

É permitida a reprodução parcial do *Informação Mensal* sempre que a fonte for citada de forma adequada e uma cópia seja enviada ao editor.

© Banco BPI, S.A., 2020

© CaixaBank, S.A., 2020

Design e produção: [www.cegeglobal.com](http://www.cegeglobal.com)

