

## 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.

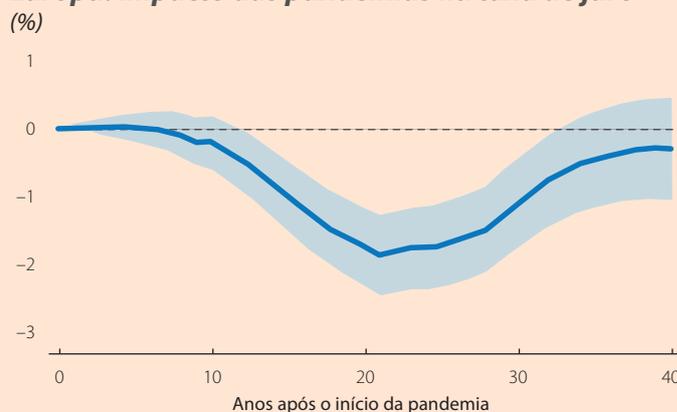
Qual é a frequência destes eventos? O economista Robert Barro, de Harvard, estima que de meio em meio século (ou seja, com uma probabilidade anual de 2,0%), ocorrem eventos que causam uma queda acentuada do PIB nalgumas das principais economias. Devido aos seus efeitos, os cisnes negros em geral, e as 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*.

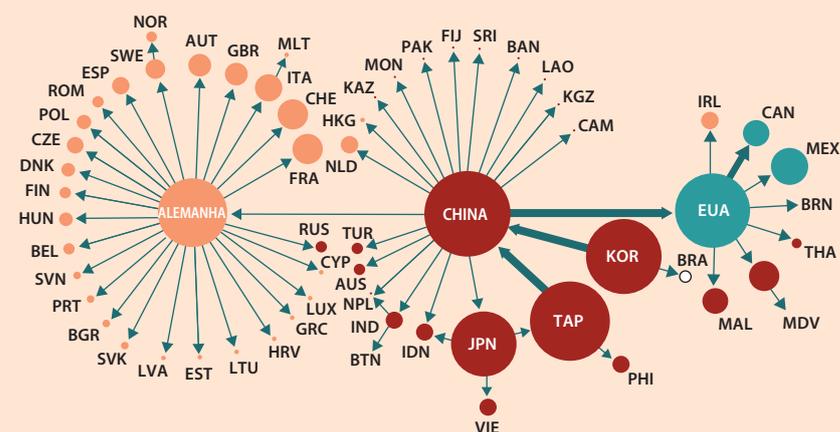
Face ao dilema de manter muito mais processos ou elos da cadeia no país de origem ou no estrangeiro, a impossibilidade de prever onde o próximo cisne negro ocorrerá (seja dentro, fora ou no mundo inteiro) convida à diversificação dentro e fora das nossas fronteiras. De qualquer forma, haverá uma diversificação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

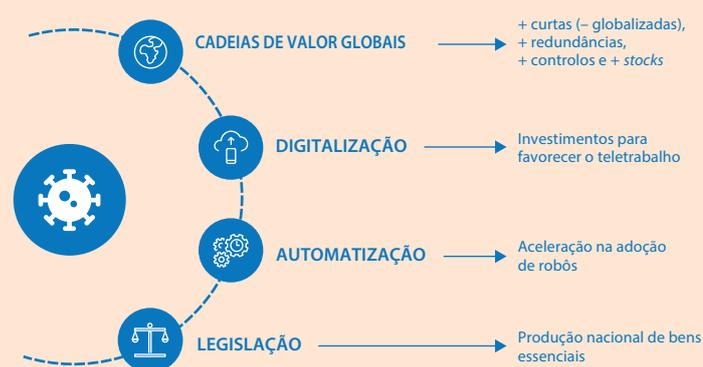
Da mesma forma, é também de esperar que as empresas aumentem o investimento em robôs para garantirem uma maior distância social entre os seus colaboradores e clientes. Por exemplo, a McDonald's acelerou os testes que estava a realizar para utilizar robôs em cozinhas e no atendimento ao cliente. Da mesma 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.