

IM07

INFORMAÇÃO MENSAL
JULHO-AGOSTO 2020



AMBIENTE ECONÓMICO-FINANCEIRO

MERCADOS FINANCEIROS

ECONOMIA INTERNACIONAL

Poupanças e COVID-19: Até onde irá chegar a febre de poupança dos europeus?

ECONOMIA PORTUGUESA

Impacto setorial da COVID-19

ECONOMIA ESPANHOLA

Analisando o consumo privado durante a crise COVID-19

DOSSIER: CAPITALISMO(S): RUMO A UMA NOVA ETAPA

Capitalismo: Crise? Qual crise?

Capitalismo, na variedade está o gosto

As promessas das variedades do capitalismo, ou sobre a impossibilidade de ter tudo

Capitalismo(s) para o mundo de amanhã

INFORMAÇÃO MENSAL

Julho-Agosto 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**Paula Carvalho**

Economista Chefe

CaixaBank Researchwww.caixabankresearch.comresearch@caixabank.com**Enric Fernández**

Economista Chefe

Oriol Aspachs

Diretor de Estudos

Sandra Jódar

Diretora de Estratégia Bancária

Adrià Morron SalmeronCoordenador da *Informação Mensal***Javier Garcia-Arenas**

Coordenador do Dossier

Data de fecho desta edição:

30 de junho de 2020

ÍNDICE**1 EDITORIAL****3 PONTOS CHAVE DO MÊS****4 PREVISÕES****7 MERCADOS FINANCEIROS****10 ECONOMIA INTERNACIONAL**

13 *Poupanças e COVID-19: Até onde irá chegar a febre de poupança dos europeus?*

17 ECONOMIA PORTUGUESA

19 *Impacto setorial da COVID-19*

22 ECONOMIA ESPANHOLA

24 *Analisando o consumo privado durante a crise COVID-19*

27 *O que podemos esperar dos ERTE e de programas semelhantes? Um olhar europeu*

30 DOSSIER: CAPITALISMO(S): RUMO A UMA NOVA ETAPA

30 *Capitalismo: Crise? Qual crise?*

32 *Capitalismo, na variedade está o gosto*

34 *As promessas das variedades do capitalismo, ou sobre a impossibilidade de ter tudo*

37 *Capitalismo(s) para o mundo de amanhã*

Cinco prioridades para impulsionar a recuperação

O desconfinamento trouxe uma recuperação geral nos indicadores de atividade. O importante agora é permanecer neste caminho e dar força e continuidade à recuperação. Sem dúvida que o desafio é enorme – o choque de quase dois meses de confinamento rigoroso foi tremendo e teremos ainda que conviver com o vírus sem vacina e sem tratamento efetivo – mas também é verdade que existe um caminho para atenuar os efeitos da crise e tentar superá-la o mais rapidamente possível. Este caminho passa por cinco linhas de atuação prioritárias e interligadas: controlar o vírus, estimular a procura a curto prazo, melhorar o potencial de crescimento económico, pensar na sustentabilidade fiscal a médio prazo e promover o projeto europeu.

A prioridade número um continua a ser a contenção do vírus. Dado que teremos de conviver com esta situação, deveremos tentar fazê-lo da forma mais harmoniosa possível. Evitar uma propagação descontrolada, que nos forçaria novamente a confinar, e minimizar os custos em termos de atividade social e económica são dois objetivos que devem estar interligados. É uma responsabilidade partilhada. Em termos individuais, através da higiene das mãos, a manutenção de distâncias de segurança e a utilização de máscara. Ao nível das empresas, garantindo um ambiente seguro para os trabalhadores e clientes. E por parte das autoridades de saúde, detetando precocemente casos de contágio, efetuar um acompanhamento dos contactos e promovendo o isolamento ou a quarentena das pessoas afetadas. Hoje em dia o melhor investimento possível está na capacidade de detetar e conter surtos potenciais.

A curto prazo, estimular a procura também é um ingrediente essencial, não apenas para apoiar as atividades mas também para preservar a coesão social. As medidas que, por enquanto, estão a ajudar a sustentar o consumo e a salvaguardar o tecido produtivo, como os subsídios para a regulação temporária de emprego, as garantias e avales de crédito ou as moratórias de crédito, devem concentrar-se nos grupos e setores mais afetados, enquanto os incentivos ao investimento e às compras de bens duráveis devem ser reforçados. Por exemplo, faz sentido apoiar a renovação do parque automóvel ou a aquisição ou reabilitação de habitações para aproveitar a capacidade de arrastamento destes setores e neutralizar o efeito que a incerteza pode ter sobre estas grandes decisões de despesa. É também um bom momento para apoiar o investimento comercial associado à transição energética e à transformação digital. Devemos aproveitar a necessidade de estimular a economia para promover investimentos necessários e rentáveis.

Estes investimentos não só estimularão a atividade a curto prazo, como também terão a capacidade de melhorar a competitividade e, portanto, o potencial de crescimento económico a médio prazo, associado ao terceiro âmbito de prioridades mencionado anteriormente. Além dos investimentos, são necessárias reformas para promover o aumento da produtividade. Reformas que, por exemplo, devem ajudar a reduzir a dualidade do mercado de trabalho, promover a formação profissional, melhorar os serviços públicos de emprego, modernizar a administração da justiça ou promover o crescimento das empresas. Este último ponto merece ser sublinhado: Portugal precisa que as PME queiram ser grandes empresas devendo as políticas públicas incentivar (e não penalizar) este processo.

Não existem dúvidas que a situação que estamos a atravessar e as políticas de estímulo fiscal farão disparar o défice público e a dívida. Esta é uma ação responsável que agora tem de ser feita. No entanto também é certo que será necessário enquadrar estas ações num plano de médio prazo que garanta a sustentabilidade das contas públicas. Isto é fundamental para manter a confiança dos compradores de dívida pública e recuperar uma margem de manobra fiscal que será necessária para o dia em que uma nova crise chegar. Será necessário rever o sistema tributário e torná-lo mais eficiente, especialmente simplificando-o, mas também existe uma vasta margem para reduzir a economia paralela e a evasão fiscal e melhorar a eficiência das despesas públicas. Embora possa ser necessário um aumento temporário de certos impostos, antes de o levar a cabo seria preferível esperar até que a recuperação esteja em andamento, talvez em meados do próximo ano.

Finalmente, a situação que estamos a enfrentar exige o impulsionar do projeto europeu e, de forma particular, das instituições de estabilização fiscal necessárias para combater grandes choques como aquele que estamos a enfrentar. O plano de recuperação proposto pela Comissão Europeia é um grande passo nesta direção e esperamos que possa estar concluído este mês de julho. Para o levar a cabo, poderá ser necessário associar os desembolsos a certas condicionalidades, uma situação que ninguém deve temer nem estigmatizar. Afinal, estas condicionalidades, se forem bem definidas, deverão servir para reduzir as vulnerabilidades de vários países, aumentar a sua capacidade de crescimento e promover a coesão social, três princípios aos quais ninguém pode renunciar.

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 de 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 Governo de Portugal implementa o estado de emergência.
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.
- 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.).

JUNHO 2020

- 4 O BCE aumenta a dotação do programa de compras contra a COVID-19 (PEPP) em 600.000 milhões de euros (para 1,35 biliões), prolonga a sua duração até meados de 2021 e anuncia um programa de reinvestimentos para o PEPP até ao final de 2022.

MAIO 2020

- 2 O Governo de Portugal decreta o fim do estado de emergência.
- 5 O Tribunal Constitucional da Alemanha determina que o PSPP (programa de compras de dívida pública que o BCE tem vindo a implementar desde 2015) não considera devidamente o princípio de proporcionalidade e solicita uma análise dos seus custos e benefícios num prazo de três meses.
- 27 A Comissão Europeia propõe um plano de recuperação no qual se destaca um fundo de 750.000 milhões de euros financiado através da emissão de dívida por parte da própria Comissão no qual 500.000 euros seriam distribuídos entre os países da UE sob a forma de transferências (não reembolsáveis).

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).

Agenda

JULHO 2020

- 1 Portugal: emprego e desemprego (maio).
- 2 Espanha: inscritos na Segurança Social e desemprego registado (junho).
- 9 Portugal: inquérito de conjuntura ao investimento (1S).
- 10 Portugal: comércio internacional (maio).
- 15 Espanha: contas financeiras (1T).
Portugal: atividade turística (maio).
- 16 Conselho de Governo do Banco Central Europeu.
- 17 Portugal: indicador coincidente de atividade (junho).
Portugal: *rating* Moody's.
- 22 Espanha: créditos, depósitos e taxa de incumprimento (maio).
- 28 Espanha: inquérito à população ativa (2T).
- 28-29 Comité Monetário da Fed.
- 30 Espanha: evolução do IPC (julho).
Espanha: execução orçamental do Estado (junho).
Zona Euro: índice de sentimento económico (julho).
EUA: PIB (2T).
- 31 Espanha: evolução do PIB (2T).
Zona Euro: PIB (2T).

AGOSTO 2020

- 4 Espanha: inscritos na Segurança Social e desemprego registado (julho).
- 5 Portugal: estatísticas trimestrais do mercado de trabalho (2T).
- 6 Portugal: rácio de incumprimento (1T).
- 7 Espanha: produção industrial (junho).
- 7 Portugal: comércio internacional (junho).
- 10 Portugal: volume de negócios na indústria e serviços (junho).
- 14 Portugal: PIB *flash* (2T).
Portugal: atividade turística (junho).
- 17 Japão: PIB (2T).
- 20 Portugal: crédito e depósitos (junho).
- 21 Espanha: comércio externo (junho).
Espanha: créditos, depósitos e incumprimento (junho).
- 27 Portugal: avaliação bancária (julho).
- 28 Zona Euro: índice de sentimento económico (agosto).
- 31 Espanha: IPC (agosto).
- 31 Portugal: IPC *flash* (agosto).

Reativação económica incompleta

Mais uma vez somos forçados a ajustar significativamente o cenário de previsões. Não o fazemos porque a resposta da política económica não está à altura das circunstâncias. De facto, na maior parte dos países, tanto a partir do flanco monetário como fiscal estão a ser tomadas medidas vigorosas, rápidas e eficazes para atenuar o impacto da crise económica. E estamos confiantes que continuará a ser assim durante os próximos trimestres. Durante o último mês, os principais bancos centrais mantiveram-se muito ativos, ajustando ou aumentando os pacotes de medidas que têm vindo a implementar desde o começo da crise. No âmbito fiscal as últimas notícias também são positivas. Parece cada vez mais provável que o plano de recuperação proposto pela Comissão Europeia acabe por ser aprovado. Seria uma excelente notícia, devido ao reforço das medidas para estimular a procura e a melhoria da capacidade produtiva que repercutiria na melhoria da arquitetura institucional europeia que poderia resultar a médio prazo.

Os indicadores de atividade económica publicados no último mês também despoletaram algum otimismo. Após alguns meses de hibernação, começamos a ver uma recuperação significativa da atividade na maioria dos países, à medida que as medidas de contenção e as restrições à mobilidade começam a ser levantadas.

No entanto, tudo aponta para o facto de que a queda do PIB no segundo trimestre seja maior que a contemplada pelo nosso cenário de previsões. A recuperação dos indicadores é acentuada mas o ponto de partida era muito baixo, sendo que a maior parte deles ainda permanece longe dos níveis anteriores à crise. As diferenças entre os países são significativas, dependendo da gravidade das medidas de confinamento aplicadas e do impacto da pandemia, da estrutura produtiva e da resposta da política económica. Contudo, a queda do PIB será generalizada e fortíssima. Histórica.

Além disso, quando olhamos para o futuro, a incerteza continua a ser muito elevada, em grande parte porque é muito difícil antecipar o comportamento do vírus nos próximos meses. Atualmente tudo indica que teremos de conviver com ele durante algum tempo, mas estamos confiantes de que não vamos precisar de recorrer a medidas extremas e generalizadas de confinamento. Isto deverá permitir a recuperação da atividade durante o segundo semestre do ano, que os indicadores mais recentes estão a começar a delinear. No entanto, a confiança não será totalmente restaurada até que finalmente deixemos a pandemia para trás.

Tudo isto leva-nos a trabalhar com um cenário de previsão que contempla uma queda muito acentuada da atividade em 2020. Globalmente, esperamos que a descida do PIB supere os 4% este ano. Na Zona Euro, altamente condicionada pela forte queda que o PIB provavelmente experimentará no segundo trimestre devido às severas medidas de contenção adotadas na maior parte dos países, esperamos que a descida seja de cerca de 10%. No entanto, nos EUA, onde as medidas de confinamento têm sido menos restritivas e as medidas de política económica muito mais vigorosas, esperamos uma redução de cerca de 6%. Além das diferenças na queda do PIB em 2020, é esperada uma recuperação gradual e que na maior parte dos países não sejam alcançados os níveis pré-crise até ao final de 2022 ou 2023.

A economia portuguesa sentirá especialmente as severas medidas de confinamento que precisou de aplicar e a queda do PIB poderá ser de cerca de 20% em cadeia no 2T 2020. Além disso, o elevado peso do turismo, um setor especialmente vulnerável às restrições à mobilidade, tornará a recuperação um pouco mais lenta. Especificamente, prevemos que o PIB cairá entre 11% e 13% em 2020 e que a taxa de desemprego ande em torno de 10%. Em 2021, esperamos que a economia recupere e que o PIB cresça cerca de 8%, mas provavelmente teremos de esperar até 2023 para recuperarmos os níveis de atividade anteriores à crise. Finalmente, é previsível que o esforço fiscal necessário para proteger o tecido produtivo e as famílias se repercuta numa deterioração acentuada das contas públicas: o défice público provavelmente atingirá, este ano, 11% do PIB, podendo a dívida pública exceder os 130%.

Fazer previsões num contexto tão incerto é muito difícil. Dependendo da evolução da pandemia, a queda do PIB poderá ser menor este ano ou a recuperação do próximo ano um pouco mais rápida. Os números poderão acabar por ser diferentes. No entanto, infelizmente, parece improvável que os qualificativos utilizados para descrever o cenário sejam alterados.

Final de período, exceto quando é especificado o contrário

Mercados financeiros

	Média 2000-2007	Média 2008-2016	2017	2018	2019	2020	2021
TAXAS DE JURO							
Dólar							
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	0,80	0,90
Dívida pública 2 anos	3,70	0,73	1,84	2,68	1,63	0,40	0,50
Dívida pública 10 anos	4,70	2,61	2,41	2,83	1,86	0,95	1,10
Euro							
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
Alemanha							
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	-0,15
Espanha							
Dívida pública 3 anos	3,62	2,30	-0,04	-0,02	-0,36	0,09	0,21
Dívida pública 5 anos	3,91	2,85	0,31	0,36	-0,09	0,28	0,37
Dívida pública 10 anos	4,42	3,82	1,46	1,42	0,44	0,70	0,65
Prémio de risco	11	184	110	117	71	100	80
Portugal							
Dívida pública 3 anos	3,68	4,42	-0,05	-0,18	-0,34	0,22	0,32
Dívida pública 5 anos	3,96	5,03	0,46	0,47	-0,12	0,48	0,53
Dívida pública 10 anos	4,49	5,60	1,84	1,72	0,40	0,75	0,75
Prémio de risco	19	362	149	147	67	105	90
TAXA DE CÂMBIO							
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	123,25	126,26
USD/JPY (ienes por dólar)	115,34	97,50	113,02	112,38	109,25	107,18	107,00
EUR/GBP (libras por euro)	0,66	0,83	0,88	0,90	0,85	0,91	0,91
USD/GBP (libras por dólar)	0,59	0,63	0,75	0,79	0,76	0,79	0,77
PETRÓLEO							
Brent (\$/barril)	42,3	85,6	64,1	57,7	65,2	42,0	55,0
Brent (euros/barril)	36,4	64,8	54,2	50,7	58,6	36,5	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
CRESCIMENTO DO PIB							
Mundial	4,5	3,4	3,9	3,6	2,9	-4,2	6,1
Países desenvolvidos	2,7	1,2	2,5	2,2	1,7	-7,6	6,3
Estados Unidos	2,7	1,4	2,4	2,9	2,3	-6,1	5,1
Zona Euro	2,2	0,4	2,7	1,9	1,2	-10,4	8,4
Alemanha	1,6	1,1	2,8	1,6	0,6	-7,3	5,9
França	2,2	0,6	2,4	1,7	1,2	-12,9	9,6
Itália	1,5	-0,7	1,8	0,7	0,3	-14,0	10,0
Portugal	1,5	-0,3	3,5	2,6	2,2	-12,0	8,2
Espanha	3,7	0,0	2,9	2,4	2,0	-14,0	10,5
Japão	1,5	0,4	2,2	0,3	0,7	-6,9	3,3
Reino Unido	2,9	1,1	1,9	1,3	1,4	-12,0	8,0
Países emergentes e em desenvolvimento	6,5	5,2	4,8	4,5	3,7	-2,1	6,0
China	10,5	8,4	6,9	6,6	6,1	1,0	9,3
Índia	9,7	6,9	6,6	6,8	4,9	-4,5	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	-4,5	1,9
México	2,4	2,0	2,1	2,2	-0,3	-8,5	2,6
Chile	5,0	3,3	1,2	4,0	1,1	-4,7	3,5
Rússia	7,2	0,9	1,8	2,5	1,3	-6,3	2,5
Turquia	5,4	4,8	7,5	2,8	0,9	-5,3	3,3
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
INFLAÇÃO							
Mundial	4,2	3,8	3,2	3,6	3,6	2,8	3,5
Países desenvolvidos	2,1	1,5	1,7	2,0	1,4	0,7	1,7
Estados Unidos	2,8	1,6	2,1	2,4	1,8	0,7	1,9
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	-0,5	1,1
Espanha	3,2	1,3	2,0	1,7	0,7	-0,5	1,5
Japão	-0,3	0,3	0,5	1,0	0,5	-0,1	0,5
Reino Unido	1,9	2,3	2,7	2,5	1,8	1,4	2,2
Países emergentes	6,7	5,8	4,3	4,8	5,0	4,2	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	2,5	3,5
Indonésia	8,4	5,7	3,8	3,3	2,8	2,0	4,4
Brasil	7,3	6,4	3,5	3,7	3,7	3,0	3,5
México	5,2	3,9	6,0	4,9	3,6	2,0	2,5
Chile	3,1	3,5	2,2	2,7	2,3	2,9	3,1
Rússia	14,2	9,3	3,7	2,9	4,5	2,6	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	3,9	4,2

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
Agregados macroeconómicos							
Consumo das famílias	1,7	-0,2	2,1	2,9	2,2	-10,6	9,2
Consumo das Adm. Públicas	2,3	-0,7	0,2	0,9	1,1	3,8	-1,6
Formação bruta de capital fixo	-0,3	-3,5	11,5	5,8	6,6	-25,7	9,7
Bens de equipamento	1,2	-0,1	12,5	7,5	3,6		
Construção	-1,5	-6,2	12,2	4,6	9,0		
Procura interna (contr. Δ PIB)	1,3	-1,0	3,3	3,1	2,8	-11,2	7,5
Exportação de bens e serviços	5,2	3,5	8,4	4,5	3,7	-33,7	51,1
Importação de bens e serviços	3,6	1,6	8,1	5,8	5,3	-32,4	46,0
Produto interno bruto	1,5	-0,3	3,5	2,6	2,2	-12,0	8,2
Outras variáveis							
Emprego	0,4	-1,1	3,3	2,3	1,0	-6,4	1,4
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	6,1	12,2	8,9	7,0	6,5	11,6	10,5
Índice de preços no consumidor	3,0	1,2	1,4	1,0	0,3	-0,5	1,1
Saldo Balança Corrente (% PIB)	-9,2	-4,1	1,2	0,4	-0,1	-0,3	-0,1
Cap. ou nec. financ. resto do mundo (% PIB)	-7,7	-2,7	2,1	1,4	0,9	0,8	1,0
Saldo público (% PIB)	-4,6	-6,4	-3,0	-0,4	0,2	-11,8	-6,2

Previsões

Economia espanhola

	Média 2000-2007	Média 2008-2016	2017	2018	2019	2020	2021
Agregados macroeconómicos							
Consumo das famílias	3,6	-0,6	3,0	1,8	1,1	-12,7	8,5
Consumo das Adm. Públicas	5,0	0,8	1,0	1,9	2,3	5,2	2,4
Formação bruta de capital fixo	5,6	-3,8	5,9	5,3	1,8	-31,1	25,5
Bens de equipamento	4,9	-1,6	8,5	5,7	2,6	-32,2	25,5
Construção	5,7	-6,5	5,9	6,6	0,8	-32,5	25,6
Procura interna (contr. Δ PIB)	4,5	-1,2	3,1	2,6	1,5	-12,5	9,7
Exportação de bens e serviços	4,7	2,8	5,6	2,2	2,6	-24,0	17,6
Importação de bens e serviços	7,0	-1,1	6,6	3,3	1,2	-21,2	15,6
Produto interno bruto	3,7	0,0	2,9	2,4	2,0	-14,0	10,5
Outras variáveis							
Emprego	3,2	-1,5	2,8	2,5	2,3	-6,4	0,8
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	10,5	20,8	17,2	15,3	14,1	19,3	19,5
Índice de preços no consumidor	3,2	1,3	2,0	1,7	0,7	-0,5	1,5
Custos de trabalho unitários	3,0	0,1	0,7	1,2	2,3	10,5	-7,9
Saldo Balança Corrente (% PIB)	-5,9	-1,1	2,7	1,9	2,0	1,6	2,1
Cap. ou nec. financ. resto do mundo (% PIB)	-5,2	-0,7	2,9	2,4	2,4	1,8	2,3
Saldo público (% PIB) ¹	0,4	-7,1	-3,0	-2,5	-2,8	-13,6	-7,6

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

Previsões

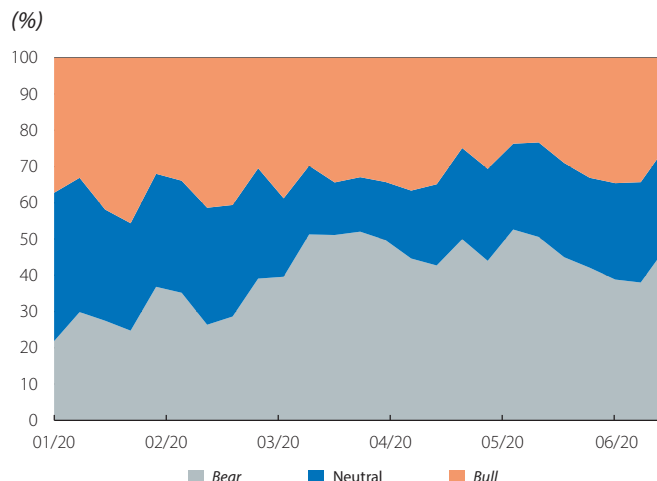
Apesar das dúvidas, os mercados financeiros continuam a recuperar

Os investidores dividem-se entre a recuperação e o surto. Longe vão as semanas de março em que a paralisação da maior parte das economias mundiais por causa da COVID-19 e uma grande dose de incerteza entre os investidores originaram a maior quebra nos mercados financeiros em várias décadas. Desde então, os poderosos estímulos monetários e fiscais dos bancos centrais e governos, bem como a redução gradual das medidas de distanciamento social, alimentaram progressivamente o ânimo dos investidores tendo favorecido uma revalorização dos ativos de risco, como as bolsas de valores, a dívida das empresas com grau de especulação e as matérias-primas. No entanto, após estas fases de estabilização e de restauração do sentimento, os investidores foram mais cautelosos nas últimas semanas. Em junho, os mercados também mantiveram uma tendência positiva, mas o apetite pelo risco já evidenciava mais restrições, pois os dados económicos confirmaram que a queda da atividade nos últimos meses foi muito abrupta e as previsões continuaram a realçar que a recuperação da economia será gradual e será condicionada por possíveis novos surtos (de facto, em junho ocorreram algumas sessões de volatilidade financeira devido ao aumento do número de contágios, principalmente nos EUA e na América Latina).

As bolsas avançam num cenário incerto. Desde as quedas intensas registadas nas bolsas em março, as ações experimentaram uma forte revalorização a nível global (o índice MSCI global regista um aumento de 35%), apesar de, na totalidade do ano, continuarem a ser registadas perdas. A recuperação dos índices do mercado de ações ocorreu de forma desigual entre as regiões, principalmente devido à composição setorial de cada índice e à diferente trajetória oferecida pelos rácios de avaliação dos mesmos. No entanto, entre os aspetos comuns que sustentaram os ganhos estão a melhoria das expectativas económicas e o vasto leque de incentivos fiscais e monetários. O exemplo mais representativo encontra-se nas bolsas dos EUA e da Europa, onde as respostas robustas da Fed e do BCE e a proposta do Fundo de Recuperação da UE favoreceram o apetite dos investidores por risco em junho (Eurostoxx 50 +6,0%, S&P 500 +1,8% e Nasdaq +6,0%). No entanto, este dinamismo nas cotações não esteve isento de volatilidade. Em várias sessões o aumento do número de contágios da COVID-19 e a prudência das instituições em relação ao ritmo de recuperação da economia afetaram negativamente as bolsas.

O preço do crude afasta-se dos seus valores mínimos. Outro ativo que evoluiu de forma muito semelhante é o petróleo. Em junho, o preço do barril de Brent continuou a subir, tendo chegado a superar os 43 dólares, um nível que não era observado desde o início de março. Esta escalada deveu-se à aceleração gradual da procura de combustível (ligada à restauração da atividade na maior parte dos países e à melhoria do sentimento dos investidores) e à queda contínua na oferta da OPEP e dos seus parceiros. Este fator ganhou precisamente maior peso após a extensão do acordo de cortes na produção de

EUA: sentimento do mercado

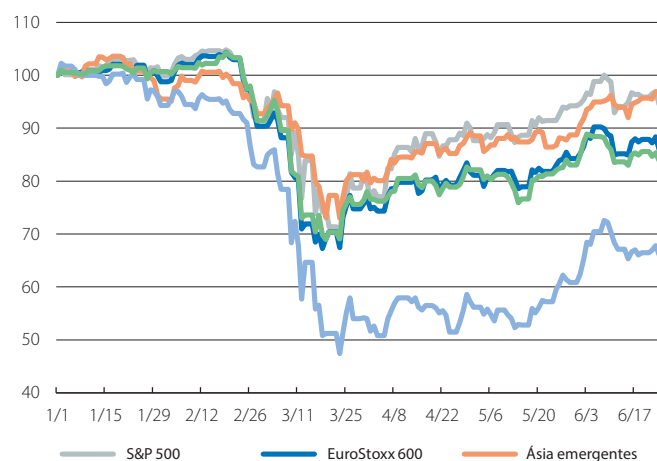


Nota: Percentagem de investidores que responderam ao inquérito da American Association of Individual Investors sobre o seu sentimento: otimista (bull), pessimista (bear) ou neutral.

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

Principais bolsas internacionais

Índice (100 = janeiro 2020)

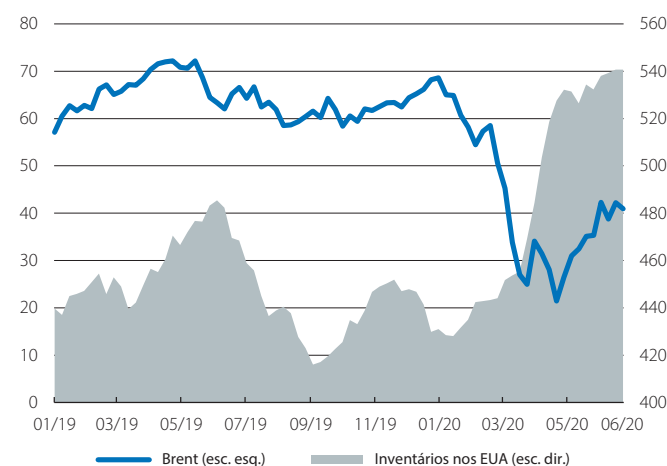


Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Bloomberg.

Petróleo: preço do barril de Brent e inventários de crude nos EUA

(Dólares por barril)

(Milhões de barris)



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

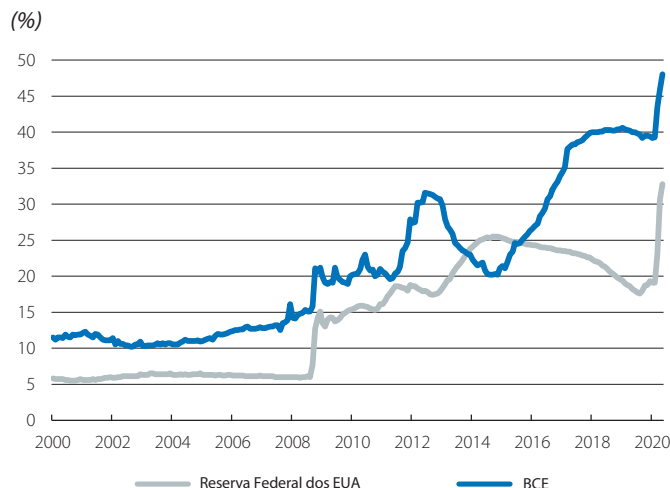
9,7 milhões de barris diários até ao fim de julho (inicialmente era esperado que comesçassem a diminuir no início de julho) e à postura mais contundente do cartel contra o incumprimento das cotas de produção dos seus membros. Por sua vez, o preço do barril WTI (West Texas Intermediate, o crude de referência nos EUA que nos meses anteriores chegou a ser negociado de forma pontual a preços negativos) também foi favorecido pela interrupção da atividade de vários poços de extração de *shale* tendo atingido os 38 dólares.

O BCE duplica os seus esforços para combater a COVID-19. Na sua última reunião em junho, a instituição apresentou uma visão mais sombria relativamente ao cenário económico (estima que o PIB da Zona Euro cairá cerca de 9% em 2020, embora também considere um cenário mais grave no qual o PIB poderá cair 12,6%), apesar dos sinais de recuperação incipiente de alguns indicadores de atividade. Portanto, e para tentar diminuir as tensões financeiras e económicas que podem surgir de um cenário tão incerto, o BCE anunciou medidas importantes: i) o aumento do programa de compra de ativos devido à pandemia (o denominado PEPP) em 600.000 milhões de euros, que se somará aos 750.000 anunciados em março, ii) a extensão da duração do PEPP até pelo menos junho de 2021 e iii) o reinvestimento do capital dos vencimentos do PEPP até ao final de 2022. Estas medidas somaram-se a outros programas de compra de ativos existentes e à continuação das taxas de juro oficiais em níveis mínimos. Da mesma forma, as injeções de liquidez atingiram um máximo histórico em junho, com uma procura de TLTRO em junho que aumentou para 1,3 biliões de euros (um aumento líquido na liquidez de 548.000 milhões de euros após descontar a parte que corresponde ao refinanciamento de operações anteriores).

Os outros grandes bancos centrais também ampliam as medidas acomodatórias. Tal como fez o BCE, outros bancos centrais adotaram novas medidas para lidar com o cenário económico adverso causado pela pandemia. Por um lado, a Fed facilitou o acesso a alguns dos programas destinados a apoiar o crédito das empresas, tendo sugerido a possibilidade de controlar a curva da taxa de juro soberana através da sua participação no mercado de *treasuries*, como já faz o Banco do Japão. Por outro lado, o Banco da Inglaterra aumentou em 100.000 milhões de libras (para 745.000 milhões) a dívida soberana total que pretende adquirir até ao fim do ano. Da mesma forma, nas economias emergentes, o banco central da China reduziu a taxa de juro *repo* para 2,35% e, no Brasil, as taxas de juro oficiais caíram para novos mínimos históricos (2,25%).

As taxas de juro na periferia da Zona Euro continuam a descer. Em junho, as atuações do BCE através do PEPP e do quarto leilão TLTRO continuaram a favorecer a descida das taxas de juro da dívida periférica a longo prazo para níveis anteriores à propagação da COVID-19. Neste sentido, o otimismo dos investidores sobre o fundo de reconstrução da UE e a confirmação do *rating* de Espanha por parte da Fitch (em A-) justificaram também ganhos nestes mercados. Por sua vez, as curvas de dívida de menor risco, como a dos EUA e da Alemanha permaneceram relativamente estáveis face à crescente incerteza sobre o cenário económico no período final do mês. Neste contexto, o dólar desvalorizou face à maior parte das moedas avançadas, com o euro a situar-se acima dos 1,12 dólares.

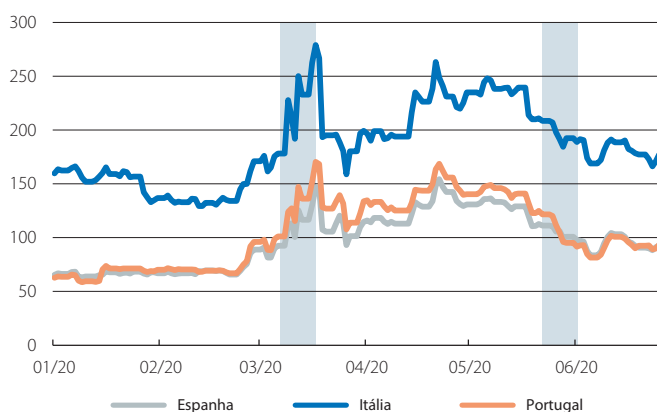
Balço dos bancos centrais como percentagem do PIB



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

Zona Euro: prémios de risco da dívida pública a 10 anos

(p. b.)

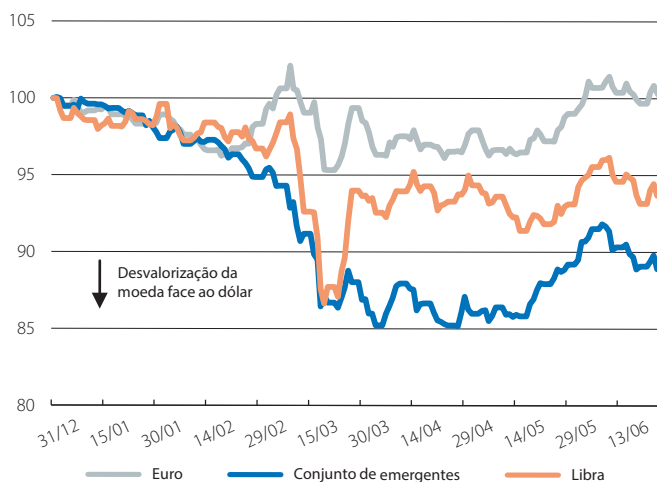


Nota: As áreas a sombreado indicam, da esquerda para a direita, a propagação da COVID-19 em março e a proposta para o Fundo de Reconstrução da UE em maio.

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

Moedas internacionais face ao dólar

Índice (100 = janeiro 2020)



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

Taxas de juro (%)

	30-junho	31-maio	Varição mensal (p. b.)	Varição acum. em 2020 (p. b.)	Varição homóloga (p. b.)
Zona Euro					
Refi BCE	0,00	0,00	0	0,0	0,0
Euribor 3 meses	-0,42	-0,31	-12	-3,9	-7,6
Euribor 12 meses	-0,23	-0,09	-14	2,4	-0,8
Dívida pública a 1 ano (Alemanha)	-0,55	-0,57	2	9,0	12,4
Dívida pública a 2 anos (Alemanha)	-0,69	-0,66	-3	-8,6	7,0
Dívida pública a 10 anos (Alemanha)	-0,45	-0,45	-1	-26,9	-9,7
Dívida pública a 10 anos (Espanha)	0,47	0,56	-10	-0,1	13,1
Dívida pública a 10 anos (Portugal)	0,48	0,50	-3	3,4	6,3
EUA					
Fed funds (limite superior)	0,25	0,25	0	-150,0	-225,0
Libor 3 meses	0,30	0,34	-5	-161,2	-203,6
Libor 12 meses	0,56	0,67	-12	-144,0	-164,6
Dívida pública a 1 ano	0,15	0,16	-1	-141,6	-178,1
Dívida pública a 2 anos	0,15	0,16	-1	-142,1	-163,9
Dívida pública a 10 anos	0,66	0,65	0	-126,1	-136,8

Spreads da dívida corporativa (p. b.)

	30-junho	31-maio	Varição mensal (p. b.)	Varição acum. em 2020 (p. b.)	Varição homóloga (p. b.)
Itraxx Corporativo	67	72	-5	23,0	16,1
Itraxx Financeiro Sénior	80	85	-6	27,9	17,5
Itraxx Financeiro Subordinado	167	181	-14	53,1	39,1

Taxas de câmbio

	30-junho	31-maio	Varição mensal (%)	Varição acum. em 2020 (%)	Varição homóloga (%)
EUR/USD (dólares por euro)	1,123	1,110	1,2	0,2	-0,5
EUR/JPY (ienes por euro)	121,240	119,770	1,2	-0,4	-0,9
EUR/GBP (libras por euro)	0,906	0,899	0,7	7,1	1,5
USD/JPY (ienes por dólar)	107,930	107,830	0,1	-0,6	-0,5

Matérias-primas

	30-junho	31-maio	Varição mensal (%)	Varição acum. em 2020 (%)	Varição homóloga (%)
Índice CRB de matérias primas	360,1	367,1	-1,9	-10,3	-11,3
Brent (\$/barril)	41,2	35,3	16,5	-37,7	-36,8
Ouro (\$/onça)	1.781,0	1.730,3	2,9	17,4	28,7

Rendimento variável

	30-junho	31-maio	Varição mensal (%)	Varição acum. em 2020 (%)	Varição homóloga (%)
S&P 500 (EUA)	3.100,3	3.044,3	1,8	-4,0	4,6
Eurostoxx 50 (Zona Euro)	3.234,1	3.050,2	6,0	-13,6	-7,5
Ibex 35 (Espanha)	7.231,4	7.096,5	1,9	-24,3	-21,9
PSI 20 (Portugal)	4.390,3	4.330,7	1,4	-15,8	-15,4
Nikkei 225 (Japão)	22.288,1	21.877,9	1,9	-5,8	2,6
MSCI emergentes	995,1	930,4	7,0	-10,7	-6,5

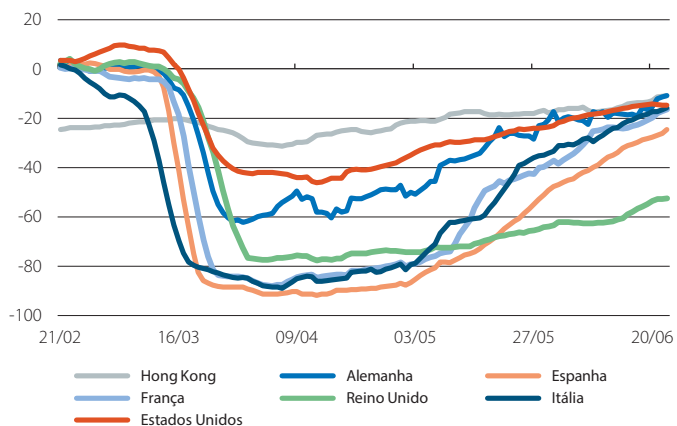
Um passo à frente e um passo atrás: a economia mundial está em fase de desconfinamento, mas a sombra da COVID-19 é longa

Um fatídico segundo trimestre com algumas melhorias esperanças no final. Os dados macroeconómicos das principais economias melhoraram em maio e junho, pois boa parte das medidas de contenção foram levantadas após o colapso incomum ocorrido em abril. No entanto, a economia partia em maio de um nível tão baixo que esta progressão servirá apenas para atenuar levemente as quedas do PIB que deverão ser históricas e generalizadas no segundo trimestre (com exceção da China). Assim, os indicadores de atividade sugerem quedas do PIB no 2T na Zona Euro e nos EUA, em torno dos 20% e 10%, respetivamente. A recuperação será gradual mas incompleta no resto do ano, pois será necessário modular recorrentemente o grau de severidade das medidas de distanciamento – que dificilmente desaparecerão – dependendo da quantidade de surtos de SARS-CoV-2 que ocorram. A recente reimplementação de algumas medidas restritivas de contenção na região metropolitana de Lisboa ou no Texas devido aos surtos é um exemplo ilustrativo desta nova realidade. De uma forma geral, as medidas não poderão ser totalmente levantadas até que seja descoberta uma vacina ou tratamento eficaz. Assim, mesmo que a resposta económica para combater a pandemia seja suficientemente forte (como está a ser feito pelo BCE e pela Fed), a incerteza em torno do vírus continuará a condicionar a capacidade produtiva da economia. Este diagnóstico é partilhado pelo FMI, que na sua atualização de junho piorou a sua previsão para a economia mundial. O Fundo prevê agora uma queda do PIB global de 4,9% (face aos -3,0% na previsão de primavera) em 2020 e uma recuperação mais gradual em 2021 (+5,4% face aos + 5,8 anteriores). Estas previsões são semelhantes às do BPI Research que, após uma revisão em baixa substancial nas economias europeias, prevê agora uma queda de 4,2% e uma recuperação de 6,1% do PIB mundial em 2021.

Armas ao alto na Europa para negociar o plano de recuperação. Já se iniciaram no final de maio as negociações para aprovar este plano apresentado pela Comissão Europeia. Convém recordar que a Comissão Europeia propôs um plano de recuperação que inclui um fundo de cerca de 750.000 milhões de euros (5,4% do PIB da UE), dos quais 500.000 milhões de euros serão desembolsados sob a forma de transferências, enquanto 250.000 euros na forma de empréstimos. As negociações serão duras, tratando-se de um processo sinuoso de várias etapas: assim que existir um consenso político entre os Estados-membros, o processo deverá ser aprovado pelo Parlamento Europeu e, finalmente, pelos parlamentos estatais. O plano é relativamente grande em termos macroeconómicos e um primeiro passo muito encorajador rumo a uma Europa verdadeiramente

Mobilidade da população perto de estabelecimentos comerciais

Variação em comparação com o nível base * (%)

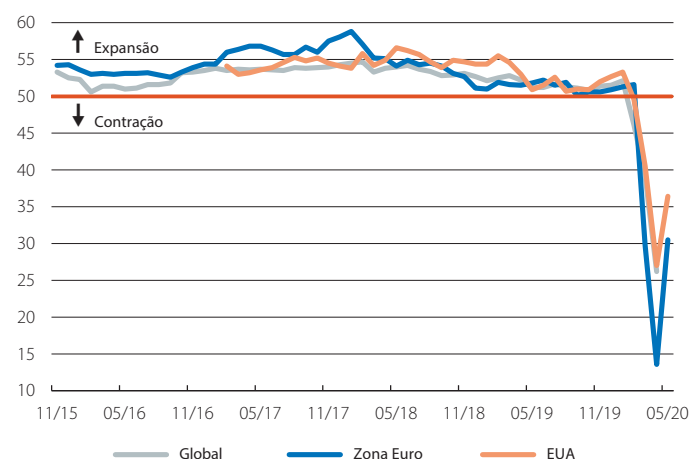


Notas: Dados com base numa média de 7 dias. * O nível base corresponde à mobilidade média registada no mesmo dia da semana entre 3 de janeiro e 6 de fevereiro.

Fonte: BPI Research, a partir dos dados do Google Mobility Report.

PMI composto

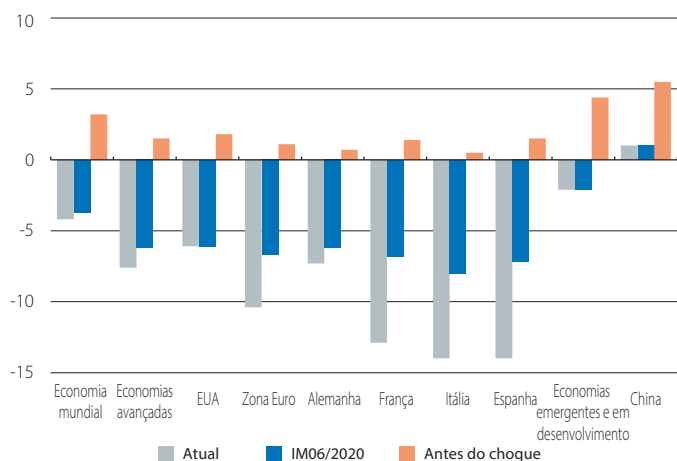
Nível



Nota: Os dados de maio para a Zona Euro e para os EUA correspondem ao Flash PMI.

Fonte: BPI Research, a partir dos dados da IHS Markit.

Previsões de crescimento em 2020 do BPI Research (%)



Fonte: BPI Research.

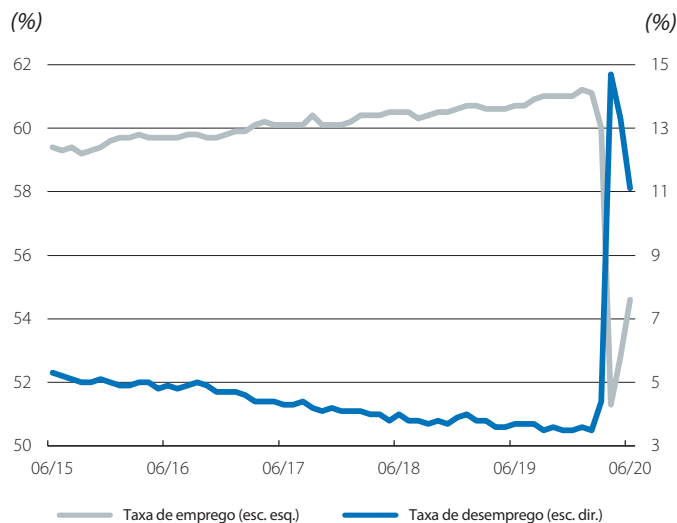
federal, especialmente se forem aprovados novos impostos (ecológicos, digitais...) a nível europeu. Dado o apoio significativo que possui (é muito inspirado numa proposta franco-alemã), espera-se a aprovação de uma versão razoavelmente semelhante a esta proposta inicial, embora os dois grandes cavalos de batalha sejam o montante final das transferências face aos empréstimos (poderá sofrer alterações) e o grau de condicionalidade para receber os fundos.

ECONOMIAS AVANÇADAS

Significativa revisão em baixa das perspectivas macroeconómicas da Zona Euro. Os indicadores de atividade da Zona Euro no segundo trimestre sugerem uma queda trimestral do PIB de cerca de 20% neste trimestre. Isto, juntamente com as perspectivas de uma recuperação gradual mas incompleta da economia na segunda metade do ano, levou-nos a uma revisão substancial e em baixa do crescimento (de 3,7 p.p.) da Zona Euro em 2020 para -10,4%. A revisão foi generalizada por países: para -7,3% na Alemanha (antes era de -6,2%), -12,9% em França (antes -6,8%) e para -14,0% em Itália (-8,0%, antes). Assim, as economias com uma margem fiscal menor e onde a pandemia teve maior incidência, como Espanha e Itália, serão significativamente mais afetadas que economias como a Alemanha (após o seu último pacote fiscal que inclui medidas como a redução temporária do IVA ou um limite ao nível das contribuições sociais, representando já o conjunto das ajudas diretas anunciadas algo mais de 13% do PIB). Para 2021, a recuperação será significativa, mas gradual, sendo pouco provável que a Zona Euro recupere os níveis pré-crise antes de 2023. Apesar deste cenário, convém destacar que, em linha com o levantamento das medidas de contenção do vírus, a atividade recuperou ligeiramente o fôlego. Sem ir mais longe, o PMI composto da Zona Euro aumentou para 47,5 pontos em junho, após a recuperação parcial registada em maio (31,9). Além disso, a confiança do consumidor na Zona Euro também melhorou em junho pelo segundo mês consecutivo: passou de -18,8 em maio para -14,7 em junho, uma possível indicação de recuperação do consumo na segunda metade do trimestre.

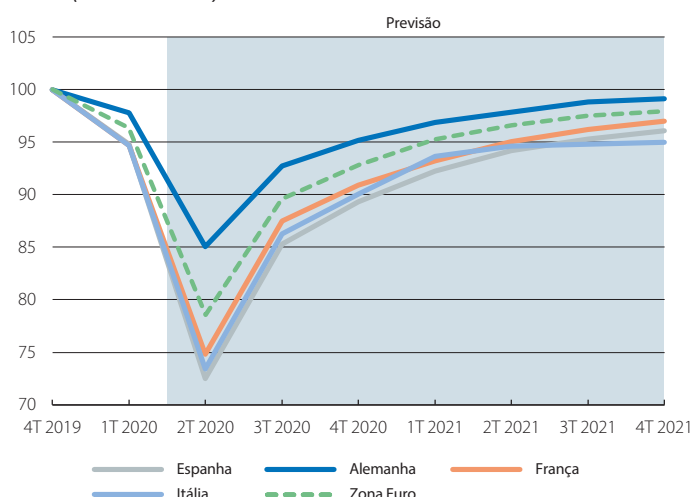
Melhoria do mercado de trabalho norte-americano, embora o SARS-CoV-2 não dê tréguas. Por um lado, o PMI composto dos EUA situou-se nos 46,8 pontos em junho, uma melhoria em relação a maio (37,0), embora ainda permaneça abaixo dos 50 pontos que marcam o limite entre as zonas de contração e de expansão. Por outro lado, os indicadores do mercado de trabalho foram positivos em junho, com a criação de 4,8 milhões de empregos, melhorando o número já esperado para maio (+2,5 milhões de empregos). Mesmo assim, convém lembrar que em março e abril, 1,4 e 20,7 milhões de empregos foram destruídos, respetivamente. Com estes dados, a taxa de desemprego caiu para 11,1% (-3,6 p. p. em comparação com abril). No entanto, estes dados positivos poderão ser truncados se o aumento do número de pessoas infetadas com COVID-19 em junho, que tem sido especialmente grave nos estados do sul e oeste do país, obrigar a reforçar as medidas de contenção do vírus.

EUA: mercado de trabalho

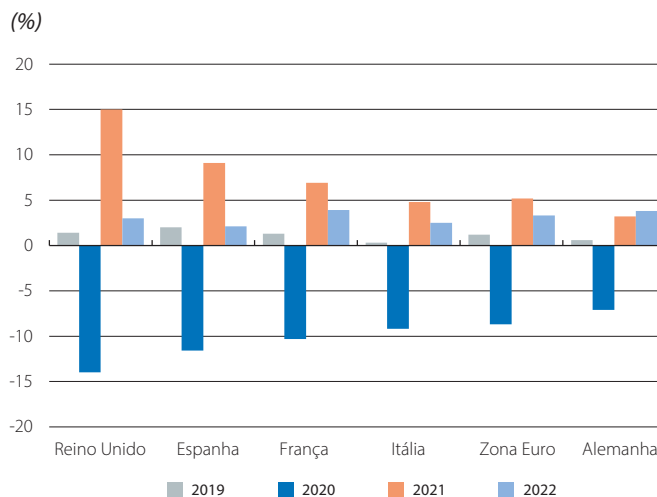


Zona Euro: PIB

Índice (100 = 4T 2019)



Cenário central de previsão do PIB dos bancos centrais



Perspetivas económicas sombrias para o Reino Unido, onde a espada de Damocles do Brexit continua presente.

De acordo com estimativas oficiais, o PIB caiu 20,4% em abril face a março (-5,8% em março), a maior queda da série desde a sua criação em 1997. Esta estimativa para abril sugere uma descida sem precedentes da atividade no 2T. Quanto ao Brexit, continuará a ser um foco de incerteza para o resto do ano: o Governo britânico decidiu não pedir a extensão do acordo de transição que termina no final de 2020 (o prazo era 1 de julho). Desta forma, o Governo britânico tentará um acordo comercial mínimo antes do final do ano, ou vários acordos setoriais com a UE. As negociações serão complexas devido à distância de negociação em temas como o alinhamento regulamentar em questões como o estabelecimento de ajudas estatais ou a regulamentação laboral e ambiental que a UE considera essenciais. Desta forma, ainda não é de descartar a possibilidade de uma saída sem acordo no início de 2021.

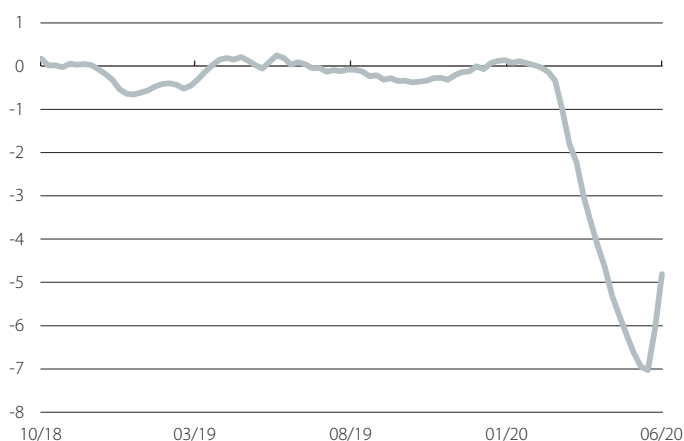
ECONOMIAS EMERGENTES

A atividade económica melhora na China. Na China, a produção industrial avançou 4,4% homólogo em maio (3,9% em abril) e as vendas a retalho contraíram 2,8% homólogo, melhorando claramente face a -7,5% de abril. Além disso, o índice de serviços que mede a atividade do setor terciário regressou a níveis positivos pela primeira vez desde o início da pandemia, com um crescimento homólogo de 1,0% em maio (-4,5% em abril). Estes dados indicam que a atividade da economia chinesa está a normalizar – nalguns setores, como o imobiliário, as vendas de carros ou as indústrias, a recuperação tem sido forte – embora seja paulatina. Para os próximos meses, esperamos que a economia continue a evoluir favoravelmente, suportada por estímulos fiscais e sempre e quando sejam controlados os surtos locais de coronavírus, como os que ocorreram na segunda quinzena de junho em Pequim. Finalmente, no âmbito geopolítico, a promulgação de uma lei de segurança que dê mais poder à China em Hong Kong pode levar ao aumento da instabilidade na ilha e ao aumento das tensões com as economias avançadas.

A América Latina enfrenta um contexto difícil. Nas restantes economias emergentes, as perspetivas para o 2T são negativas, tendo o FMI já alertado para o impacto da pandemia no crescimento económico da América Latina, um continente muito afetado pela COVID-19 devido à fragilidade das suas instituições de saúde e às suas finanças públicas pouco saneadas. Neste cenário, de acordo com o Fundo, em 2020 o Brasil passará pela sua maior recessão em décadas e no México a queda será de 10,5% (semelhante à nossa previsão de -8,5%).

Alemanha: índice de atividade semanal

Varição em cadeia (%) *

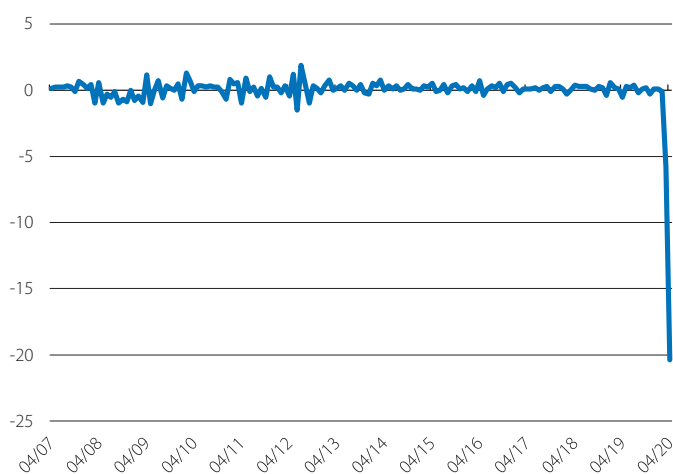


Nota: * Crescimento da atividade económica nas últimas 13 semanas em comparação com as 13 semanas anteriores.

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

Reino Unido: crescimento do PIB

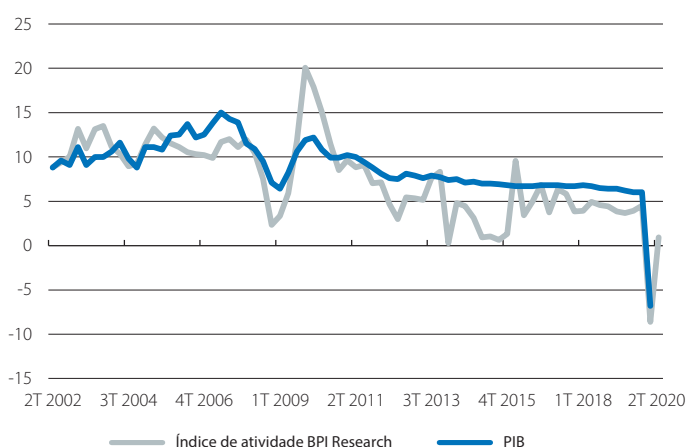
Varição mensal (%)



Fonte: BPI Research, a partir dos dados do Instituto Nacional de Estatística do Reino Unido.

China: índice de atividade versus PIB oficial

Varição homóloga (%)



Nota: O crescimento do índice de atividade do 2T é obtido a partir dos dados de atividade de abril e maio.

Fonte: BPI Research.

Poupanças e COVID-19: Até onde irá chegar a febre de poupança dos europeus?

- O aumento do volume de depósitos bancários nas economias europeias sugere um aumento substancial da poupança. Espera-se que a «poupança presa» por causa do confinamento se desfça rapidamente, sendo que as poupanças devido à incerteza irão continuar até que as perspetivas melhorem.
- Tanto os padrões de poupança na crise financeira de 2008 como o exercício estatístico sugerem um elevado aumento da taxa de poupança da Zona Euro em 2020 que se irá desfazer parcialmente em 2021. Este fenómeno poderá ser especialmente acentuado nas economias mais afetadas pela COVID-19.

É fundamental analisar os padrões de poupança dos consumidores europeus nestes tempos, dado que a reativação do consumo deve ser um dos pilares da recuperação económica após o coronavírus. Neste momento já possuímos estatísticas a nível macro que sugerem alterações substanciais na economia após a chegada do vírus (ver o primeiro gráfico). Assim, os volumes de depósitos bancários nas principais economias europeias aumentaram significativamente em março e abril. Por exemplo, em Espanha o aumento foi de cerca de 20.000 milhões de euros em março-abril (equivalente a 1,6% do PIB de 2019) e em França 45.000 milhões (1,9% do PIB). Na Alemanha, o aumento atingiu os 16.000 milhões (0,5% do PIB).

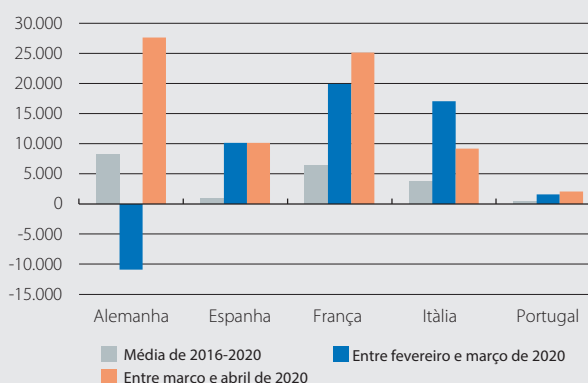
Este aumento nos depósitos parece indicar um aumento significativo da poupança. Esta é uma situação natural a curto prazo: por um lado, existe um efeito de «poupança presa», pois com o confinamento as opções de consumo reduziram significativamente. Por outro lado, existe também um fator de poupança por precaução: habitualmente, em situações exigentes como a atual, as famílias pouparam mais face à incerteza em relação aos seus empregos e ao futuro económico, em resposta a possíveis eventos futuros incertos.

Nos próximos meses é provável que se desfça o efeito de «poupança presa» à medida que a economia reative na nova normalidade. Por outro lado a poupança de precaução continuará a pesar no consumo, pois a incerteza sobre as perspetivas económicas e o possível surgimento de surtos de SARS-CoV-2 continuará a pesar nas decisões.

A crise financeira de 2008 é um bom ponto de referência para analisar o comportamento da poupança em tempos de incerteza e dificuldades económicas e, portanto, para elucidar um pouco sobre o que poderá acontecer. Na Zona Euro, a taxa de poupança das famílias (poupança dividida pelo rendimento disponível bruto) recuperou muito ligeiramente entre 2008 e 2009, sendo que em 2010 este aumento já se tinha desfeto. Contudo, nas economias mais afetadas pela crise e com taxas de poupança pré-crise mais modestas, como Espanha e Portugal, a recuperação entre 2008 e 2009 foi muito maior (+3,6 p.p. e 4,5 p.p., respetivamente), tendo regressado a níveis pré-crise muito mais tarde (2012 em Espanha e 2014 em Portugal). Isto contrastava com a relativa estabilidade da economia das famílias alemãs.

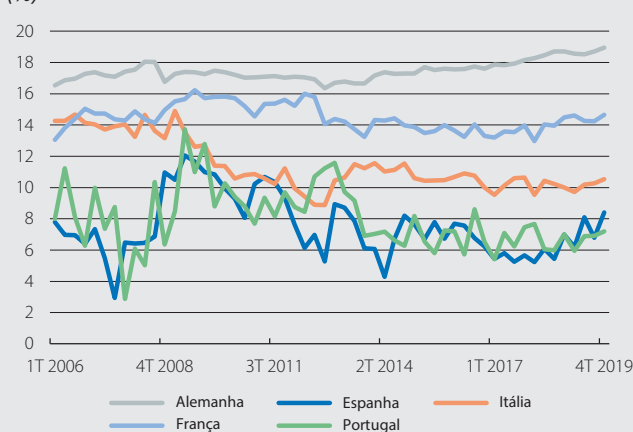
Zona Euro: aumento mensal de depósitos bancários

(Milhões de euros)



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

Europa: taxa de poupança nos principais países (%)



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

Esta diferença entre os países do Mediterrâneo e os do norte (estes pouparam mais e a sua taxa de poupança flutua menos) pode estar ligada a questões culturais, entre as quais as diferenças entre a religião católica e protestante¹ ou os diferentes graus de paciência dos cidadãos. Por exemplo, um estudo publicado pelo BCE mostra que as famílias de língua alemã na Suíça têm uma probabilidade

1. Ver Arruñada, B. (2004). «The economic effects of Christian moralities». Universitat Pompeu Fabra.

11 p.p. mais elevada para poupar do que famílias semelhantes em áreas vizinhas de língua francesa, dado que as primeiras tendem a valorizar mais os rendimentos que irão receber no futuro².

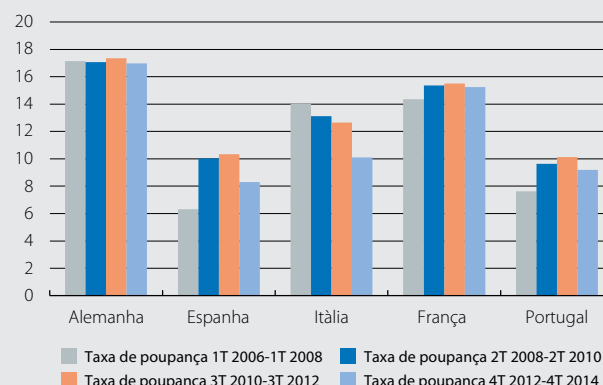
Na crise de 2008, a poupança de precaução teve um papel importante. Não é de surpreender que, de acordo com um estudo³, tenha sido responsável por pelo menos 40% das variações da poupança que ocorreu nas economias avançadas (de acordo com o mesmo estudo, a restante poupança ocorreu em partes graças às taxas de juro, às transferências públicas e à redução da riqueza). Na conjuntura atual, a dimensão sem precedentes da queda na atividade e a elevada incerteza sugerem uma contração no consumo que se repercutirá numa recuperação da taxa de poupança em 2020, significativamente mais elevada do que em 2009, e que mais tarde deverá começar a reduzir em 2021.

Finalmente, analisamos qual será a taxa de poupança determinada pelas nossas previsões de crescimento, desemprego e de taxa de juro de referência europeia, controlando mediante uma medida de volatilidade macroeconómica⁴. Para a Zona Euro, a previsão sugere um aumento na taxa de poupança de 13,0% em 2019 para cerca de 20% em 2020 (um nível recorde) e uma queda em 2021 para 14,0%. As previsões das principais instituições, como as da Comissão Europeia, seguem a mesma direção e também preveem um aumento da taxa de poupança para níveis sem precedentes em 2020 na Zona Euro (para 19,4%) e uma queda em 2021 para 14,0%.

Este aumento em 2020 pode parecer exagerado, mas na realidade é consistente com as previsões da Comissão Europeia para as variáveis que determinam a taxa de poupança. Especificamente, a Comissão espera uma queda muito acentuada no consumo (cerca de 9%) e, em contrapartida, uma queda muito moderada (inferior a 2,0%) no rendimen-

Europa: taxa de poupança antes e depois da crise financeira

(%)



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

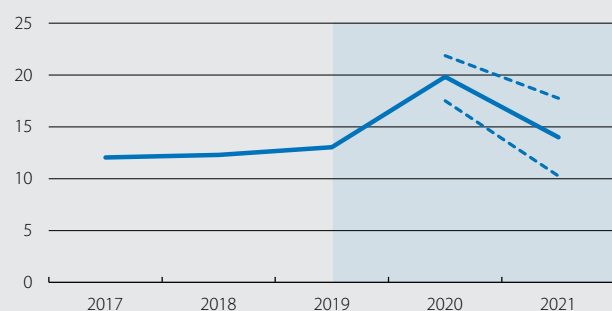
to bruto disponível (RBD)⁵. No entanto, se o incentivo fiscal não for ao encontro das expectativas, a queda no RBD poderá ser maior do que o previsto atualmente, o que em certa medida atenuará o aumento da taxa de poupança.

O aumento das taxas de poupança nas economias mais afetadas, como Espanha e Itália, pode ser especialmente elevado, mas em 2021 a recuperação da atividade e a menor incerteza devem contribuir para que estas economias tenham desfeito boa parte do aumento da poupança.

Definitivamente, a poupança de precaução veio para ficar, pelo menos até que as incertezas em torno do coronavírus sejam dissipadas. Na conjuntura atual, estas incertezas são extraordinariamente elevadas sendo, portanto, provavelmente necessário esperar algum tempo até que as famílias europeias possam gastar com a mesma alegria que faziam há alguns meses atrás.

Taxa de poupança na Zona Euro: previsões do modelo estatístico

(%)

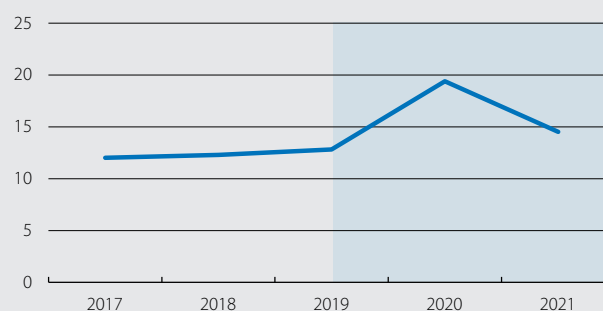


Nota: Estimativas no gráfico esquerdo obtidas a partir do modelo especificado na nota 4 do artigo cujas linhas a tracejado representam intervalos de confiança de 95%.

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

Taxa de poupança na Zona Euro: previsões da Comissão Europeia

(%)



2. Ver Guin, B. (2017). «Culture and household saving». Working Paper Series n.º 2069. Banco Central Europeu.

3. Ver Mody, A., Ohnsorge, F. e Sandri, D. (2012). «Precautionary savings in the great recession». IMF Economic Review, 60(1), 114-138.

4. Utilizamos uma regressão linear para as principais economias europeias com dados no painel que incluem efeitos fixos por país e por ano. O R² do modelo é de 88%.

5. De facto, a Comissão Europeia não possui previsões agregadas sobre o RBD para a Zona Euro, mas com base nas previsões para as várias economias, construímos uma média ponderada para toda a Zona Euro.

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

ESTADOS UNIDOS

	2018	2019	2T 2019	3T 2019	4T 2019	1T 2020	03/20	04/20	05/20
Atividade									
PIB real	2,9	2,3	2,3	2,1	2,3	0,3	–	–	–
Vendas a retalho (sem carros nem gasolina)	4,7	3,9	3,8	4,3	4,0	3,1	1,0	–14,1	–3,9
Confiança do consumidor (valor)	130,1	128,3	128,3	132,1	127,0	127,3	118,8	85,7	86,6
Produção industrial	3,9	0,9	1,2	0,2	–0,7	–2,0	–4,9	–16,2	–15,3
Índice atividade industrial (ISM) (valor)	58,9	51,2	52,4	49,4	48,1	50,0	49,1	41,5	43,1
Habitações iniciadas (milhares)	1.248	1.295	1.257	1.288	1.433	1.484	1.269	934	974
Case-Shiller preço habitação usada (valor)	211	217	216	217	219	222	223	...	...
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	3,9	3,7	3,6	3,6	3,5	3,8	4,4	14,7	13,3
Taxa de emprego (% pop. > 16 anos)	60,4	60,8	60,6	60,9	61,0	60,8	60,0	51,3	52,8
Balança comercial ¹ (% PIB)	–2,2	–2,7	–2,9	–2,9	–2,7	–2,6	–2,6	–2,6	...
Preços									
Taxa de inflação geral	2,4	1,8	1,8	1,8	2,0	2,1	1,5	0,3	0,1
Taxa de inflação subjacente	2,1	2,2	2,1	2,3	2,3	2,2	2,1	1,4	1,2

JAPÃO

	2018	2019	2T 2019	3T 2019	4T 2019	1T 2020	03/20	04/20	05/20
Atividade									
PIB real	0,3	0,7	0,9	1,8	–0,7	–1,9	–	–	–
Confiança do consumidor (valor)	43,6	38,9	39,4	37,1	38,1	36,0	30,9	21,6	24,0
Produção industrial	1,0	–2,7	–1,5	–1,9	–6,7	–4,3	–6,8	–15,9	...
Índice atividade empresarial (Tankan) (valor)	20,8	6,0	7,0	5,0	0,0	–8,0	–	–	–
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	2,4	2,4	2,4	2,3	2,3	2,4	2,5	2,6	...
Balança comercial ¹ (% PIB)	–0,1	–0,3	–0,5	–0,4	–0,3	–0,2	–0,2	–0,5	–0,6
Preços									
Taxa de inflação geral	1,0	0,5	0,8	0,3	0,5	0,5	0,4	0,1	0,0
Taxa de inflação subjacente	0,3	0,6	0,6	0,6	0,7	0,7	0,6	0,2	0,4

CHINA

	2018	2019	2T 2019	3T 2019	4T 2019	1T 2020	03/20	04/20	05/20
Atividade									
PIB real	6,7	6,1	6,2	6,0	6,0	–6,8	–	–	...
Vendas a retalho	9,0	9,0	8,5	7,6	7,7	–18,2	–15,8	–7,5	–2,8
Produção industrial	6,2	5,8	5,6	5,0	5,9	–7,3	–1,1	3,9	4,4
PMI indústrias (oficial)	50,9	49,7	49,6	49,7	49,9	45,9	52,0	50,8	50,6
Setor exterior									
Balança comercial ^{1,2}	352	421	393	427	421	361	361	394	415
Exportações	9,9	0,5	–1,0	–0,3	1,9	–13,4	–6,6	3,4	–3,3
Importações	15,8	–2,7	–3,6	–6,2	3,4	–2,9	–1,0	–14,2	–16,7
Preços									
Taxa de inflação geral	2,1	2,9	2,6	2,9	4,3	5,0	4,3	3,3	2,4
Taxa de juro de referência ³	4,4	4,4	4,4	4,4	4,4	4,4	4,4	4,4	4,4
Renminbi por dólar	6,6	6,9	6,8	7,0	7,0	7,0	7,0	7,1	7,1

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

	2018	2019	2T 2019	3T 2019	4T 2019	1T 2020	03/20	04/20	05/20
Vendas a retalho (variação homóloga)	1,6	2,3	2,1	2,7	2,0	-1,3	-8,8	-19,6	...
Produção industrial (variação homóloga)	0,8	-1,3	-1,3	-1,6	-2,1	-5,9	-13,5	-28,0	...
Confiança do consumidor	-4,9	-7,1	-7,0	-6,8	-7,6	-8,8	-11,6	-22,0	-18,8
Sentimento económico	111,5	103,1	103,8	102,0	100,6	100,1	94,2	64,8	67,5
PMI indústrias	55,0	47,4	47,7	46,4	46,4	47,2	44,5	33,4	39,5
PMI serviços	54,5	52,7	53,1	52,8	52,3	43,8	26,4	12,0	28,7
Mercado de trabalho									
Emprego (pessoas) (variação homóloga)	1,5	1,2	1,2	1,1	1,1	0,4	...	...	...
Taxa de desemprego (% pop. ativa)	8,2	7,6	7,6	7,5	7,4	7,2	7,1	7,3	...
Alemanha (% pop. ativa)	3,4	3,2	3,1	3,1	3,2	3,4	3,5	3,5	...
França (% pop. ativa)	9,0	8,5	8,5	8,5	8,2	7,7	7,6	8,7	...
Itália (% pop. ativa)	10,6	9,9	10,0	9,7	9,5	8,8	8,0	6,3	...
PIB real (variação homóloga)	1,9	1,2	1,2	1,3	1,0	-3,1	-	-	...
Alemanha (variação homóloga)	1,6	0,6	0,3	0,7	0,4	-2,3	-	-	...
França (variação homóloga)	1,8	1,5	1,8	1,6	0,9	-5,0	-	-	...
Itália (variação homóloga)	0,7	0,3	0,4	0,5	0,1	-5,4	-	-	...

Preços

Porcentagem 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	03/20	04/20	05/20
Inflação geral	1,8	1,2	1,4	1,0	1,0	1,1	0,8	0,3	0,1
Inflação subjacente	1,0	1,0	1,2	1,1	1,3	1,3	1,2	1,1	1,2

Setor externo

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

	2018	2019	2T 2019	3T 2019	4T 2019	1T 2020	03/20	04/20	05/20
Balança corrente	3,2	2,8	1,2	2,8	2,8	3,0	3,0	...	...
Alemanha	7,4	7,1	9,3	6,9	7,1	7,1	7,1	6,8	...
França	-0,6	-0,7	-1,5	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-0,8	...
Itália	2,5	3,0	-0,1	2,6	3,0	3,3	3,3	...	...
Taxa de câmbio efetiva nominal¹ (valor)	98,9	97,3	97,3	97,7	96,9	96,7	98,1	97,5	97,7

Crédito e depósitos dos setores não financeiros

Porcentagem 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	03/20	04/20	05/20
Financiamento do setor privado									
Crédito a sociedades não financeiras ²	3,9	3,8	3,9	3,9	3,5	3,9	5,5	6,6	...
Crédito às famílias ^{2,3}	3,0	3,4	3,3	3,4	3,5	3,6	3,4	3,0	...
Taxa de juro de crédito às sociedades não financeiras ⁴ (%)	1,2	1,2	1,1	1,1	1,2	1,1	1,1	1,2	...
Taxa de juro de empréstimos às famílias para a compra de habitação ⁵ (%)	1,6	1,5	1,6	1,5	1,4	1,4	1,4	1,3	...
Depósitos									
Depósitos à vista	7,9	8,0	7,7	8,6	8,8	9,3	10,9	12,5	...
Outros depósitos a curto prazo	-1,5	0,3	0,4	0,7	0,3	-0,2	0,0	-0,3	...
Instrumentos negociáveis	-4,2	-1,9	-4,6	0,1	-3,3	3,9	10,1	6,7	...
Taxa de juro dos depósitos até 1 ano das famílias (%)	0,3	0,3	0,3	0,3	0,2	0,3	0,3	0,2	...

Notas: 1. Ponderado pelo fluxo de comércio exterior. 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.

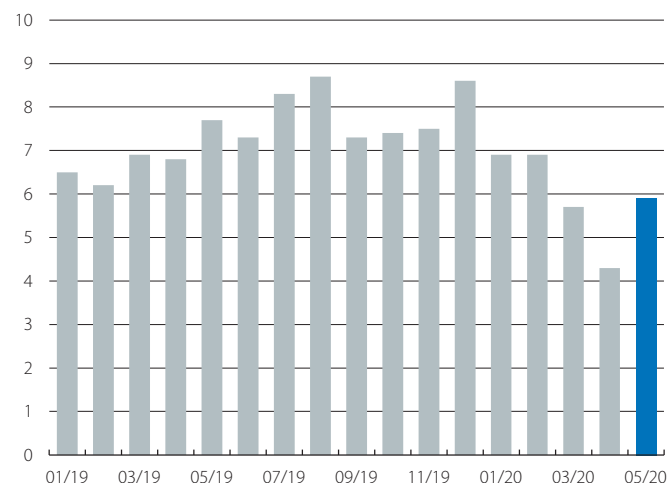
A atividade portuguesa reativa-se, mas a queda em 2020 será muito intensa

Restabelecimento gradual da atividade. O levantamento gradual das medidas de restrição e confinamento durante o mês de maio trouxe consigo uma reativação progressiva da atividade. Assim, a despesa com cartões de crédito e débito mostra um aumento nas compras em maio para 5.900 milhões de euros (mais 200 milhões do que em março), enquanto as vendas de automóveis de passageiros também recuperaram entre maio (5.741 unidades, em comparação com as 2.748 em abril) e junho (5.474 nos primeiros 22 dias de junho, +73% em comparação com os mesmos dias de maio). Além disso, em meados de junho, o consumo de eletricidade já estava a crescer acima de 9% em comparação com o mesmo período de maio. No entanto, para além desta reativação inicial da economia, o confinamento (necessário para controlar a pandemia) originou uma paralisação da atividade económica sem precedentes que se refletirá numa queda muito acentuada do PIB no conjunto do 2T 2020. Além dos efeitos imediatos da interrupção da atividade entre meados de março e abril, a evolução da economia dependerá em grande parte da própria evolução da pandemia, sobre a qual existem muitas incertezas. Sem uma vacina ou tratamento eficaz a pandemia continuará a condicionar a atividade económica, e a incerteza irá provavelmente pesar nas decisões das empresas e das famílias. Por este motivo, revimos em baixa as nossas previsões para o PIB e esperamos uma contração da atividade portuguesa de cerca de 12% em 2020, seguida de um crescimento do PIB ligeiramente superior a 8% em 2021 (consulte a análise setorial desta contração da atividade no Focus «Impacto setorial da COVID-19 em Portugal» nesta edição da *Informação Mensal*).

O mercado de trabalho ressent-se da intensidade da recessão. Em abril, a população empregada diminuiu quase 2% em termos homólogos e a população inativa aumentou 4,4%, como resultado do impacto do confinamento nas possibilidades de procura ativa de emprego. Além disso, a taxa de subemprego (uma melhor medida de desemprego dentro do contexto atual, pois inclui os desempregados, os empregados a tempo parcial que desejam trabalhar mais e os inativos que desejam ou poderiam trabalhar) aumentou para 13,3% (12,4% em março). Da mesma forma, os indicadores disponíveis para maio e junho mostram um aumento significativo do número de desempregados inscritos nos institutos de emprego (maio: +34% homólogo e +30% em comparação com os registos do período pré-coronavírus; meados de junho: +4% em comparação com o final de maio, um valor ligeiramente mais moderado graças à reabertura de setores como o alojamento e a restauração).

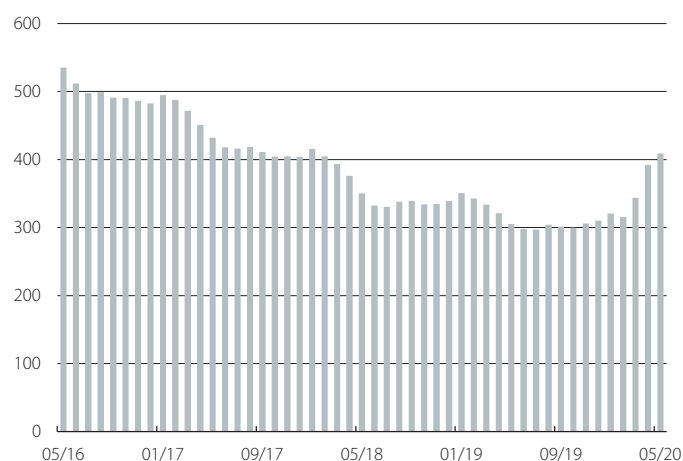
O saldo orçamental das Administrações Públicas piorou substancialmente em maio (−4,1% do PIB no acumulado no ano, face a −0,7% no mesmo período de 2019), refletindo um aumento da despesa e uma diminuição das receitas. As despesas associadas à luta contra a pandemia contribuíram para esta situação (+915,4 milhões de euros, principalmente devido às despesas relaciona-

Portugal: pagamentos com cartão (Milhares de milhões de euros)



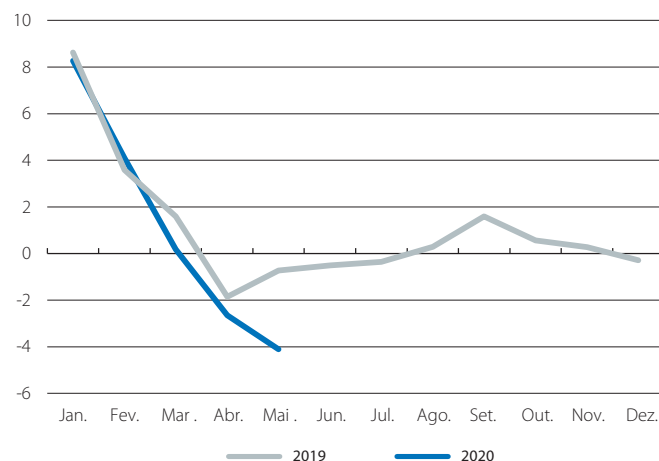
Fonte: BPI Research, a partir dos dados da SIBS Analytics.

Portugal: desemprego registado nos centros de emprego (Milhares de pessoas)



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

Portugal: saldo das Administrações Públicas * (% do PIB)



Nota: * Dados das contas públicas.

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

das com a suspensão temporária de emprego e à compra de equipamentos e produtos médicos). Da mesma forma, as medidas de diferimento e de suspensão do pagamento de impostos contribuíram para uma menor cobrança de receitas, cifrando-se esta em 868,7 milhões de euros. Estas tendências vão continuar a intensificar-se nos próximos meses, devido ao facto de que a recuperação da atividade deverá ser gradual e porque a política fiscal do governo continuará a apoiar a economia. Neste sentido, o Governo espera que o défice atinja 6,3% do PIB em 2020 (em comparação com o superavit de +0,2% registado em 2019).

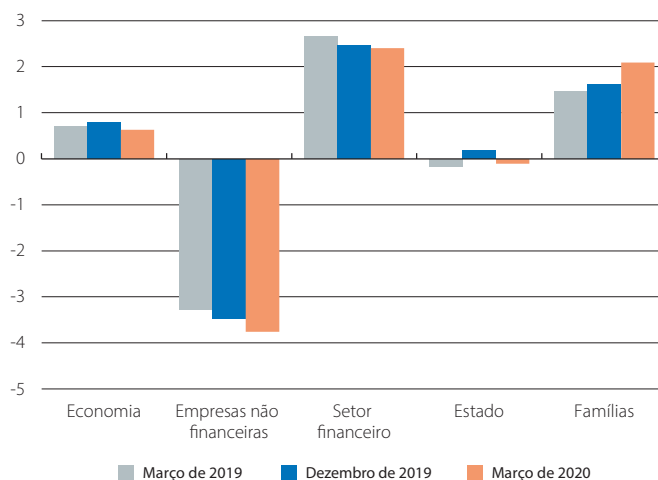
A capacidade de financiamento da economia diminuiu para 0,6% do PIB no 1T 2020 (acumulado de quatro trimestres). Isto representa uma deterioração de 2 décimas face ao fecho de 2019 e reflete um agravamento das necessidades /capacidades de financiamento em todos os setores, exceto nas famílias, as quais aumentaram a sua taxa de poupança em 6 décimas (para 7,4% do rendimento disponível). Este aumento na poupança das famílias pode refletir tanto as restrições inerentes ao confinamento como uma maior prudência das famílias, em termos de despesa, num ambiente mais incerto.

O défice da balança corrente deteriorou-se para 0,6% em abril (1.173 milhões de euros, acumulado de 12 meses), o que representa uma queda de 3 décimas face a março e 5 décimas em comparação com o fecho de 2019. Em grande parte, esta deterioração deve-se à queda no superavit da balança do turismo (5,7% em abril, -4 décimas em relação a dezembro de 2019 e o nível mais baixo desde 2014), afetado pelas restrições à mobilidade internacional. Por sua vez, a balança de bens melhorou 1 décima relativamente ao final de 2019, para -7,8% do PIB.

Primeiros sinais do impacto da COVID-19 no mercado imobiliário. No 1T 2020, o índice de preços da habitação ainda registou um crescimento homólogo de 10,3% e de 4,9% em cadeia. No entanto, em março, quando começou o estado de emergência, o número de transações caiu 14,1% em termos homólogos, tendo o seu valor diminuído 3,3%. Além disso, a queda nas transações intensificou-se em abril, registando -17% homólogo. Assim, perante esta debilidade da procura, espera-se uma desaceleração nos preços nos próximos meses.

A COVID-19 acentua os riscos para a estabilidade financeira. O último relatório de estabilidade financeira do Banco de Portugal destaca os principais riscos para o setor bancário: aumento do incumprimento, perda de valor dos ativos imobiliários e das carteiras de dívida pública, maior pressão sobre a rentabilidade num ambiente de poucas receitas e aumento de provisões e a dificuldade das instituições em reforçarem o capital numa união bancária incompleta. Além disso, também alerta para o risco do cibercrime, associado a uma economia e a um sistema financeiro mais digitalizados, e os riscos financeiros associados às alterações climáticas. Em relação aos dados publicados mais recentemente, a carteira de crédito às famílias desacelerou em abril (1,5% homólogo, face a 1,7% em março), devido à ligeira descida da carteira de crédito ao consumo resultante da queda abrupta das novas produções (-51% homólogo em abril). Por outro lado, o crédito às empresas ajustado pelas vendas de carteiras aumentou 3,3% homólogo em abril, em comparação com 2,5% em março, com a nova produção a crescer 1% (sem refinanciamentos).

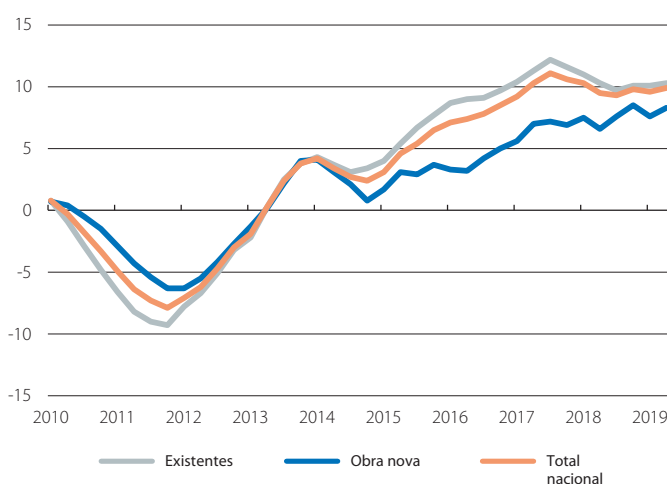
Portugal: capacidade de financiamento por setor (% do PIB)



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

Portugal: preço da habitação

Variação média anual (%)



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

Portugal: crédito ao setor privado *

Abril de 2020

	Saldo (milhões de euros)	Variação homóloga (%)
Crédito a particulares	116.883	1,5
Crédito à habitação	93.119	0,4
Crédito ao consumo e outros fins	23.764	6,2
Consumo	17.246	10,5
Crédito às empresas	67.744	-1,8
Crédito total ao setor privado	184.627	0,3

Notas: * Crédito concedido ao setor privado não financeiro. Exclui titularizações.

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

Impacto setorial da COVID-19

- O eclodir da pandemia em março provocou redução significativa da atividade em muitos setores.
- Estimamos que o choque associado às medidas de confinamento na segunda quinzena de março tenha sido de uma queda da atividade de aproximadamente 20%, com um impacto próximo de 40% nos setores do comércio, transportes, hotelaria e atividades relacionadas com o lazer e cultura.

O impacto do COVID-19 foi sentido em todos os setores, refletindo-se em redução da produção por quebras nas cadeias de abastecimento; diminuição das exportações via menor procura externa; condicionalismos na procura interna via restrições à mobilidade, deterioração do sentimento e perda de rendimentos. Mas esta redução não é uniforme em todos os setores, pelo que analisamos os mais e menos afetados até agora e procuraremos apresentar pistas sobre quais poderão permanecer mais vulneráveis durante o resto do ano.

Impacto setorial: o que nos dizem os dados disponíveis até agora

Segundo o inquérito realizado pelo INE Portugal na primeira quinzena de junho, 36% das empresas continuavam a reportar quebras superiores a 50% (46% na primeira semana de abril quando vigoravam as medidas de confinamento mais restritivas). O setor do alojamento e restauração continuava a ser o mais afetado, com 71% (82% em abril) das empresas a terem quebras superiores a 50%. Adicionalmente 35% das empresas não esperam o retorno do volume de negócios à situação pré-Covid nos próximos seis meses.

A informação relativa ao mercado de trabalho, sobretudo a proporção de trabalhadores do setor abrangidos pelo regime simplificado de *layoff*¹ demonstra também o impacto da pandemia na economia. Até meados de junho, cerca de 17% dos trabalhadores estavam abrangidos pelo programa e os setores mais afetados eram os do comércio, transportes e hotelaria, indústria, atividades profissionais² e as atividades imobiliárias.

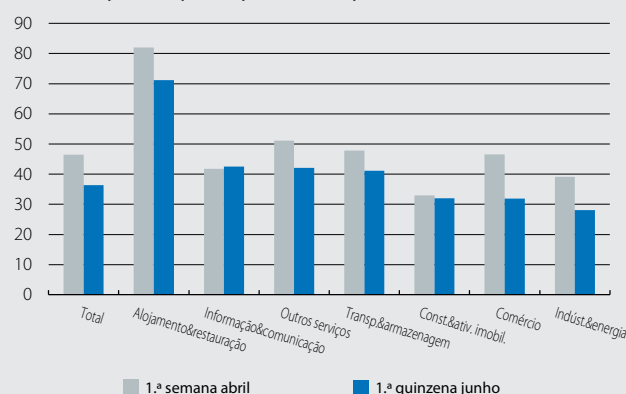
Finalmente, o Valor Acrescentado Bruto (VAB) contraiu 2,4% no primeiro trimestre 2020 face ao último de 2019 e os setores com maiores quebras no valor gerado foram os das atividades artísticas e recreativas, comércio, transportes e hotelaria e atividades profissionais, ou seja, aqueles cuja atividade ficou mais limitada pelas medidas

1. Apoio financeiro extraordinário atribuído às empresas para pagamento de remunerações, durante o período de redução temporária de horário de trabalho ou suspensão dos contratos de trabalho. O apoio corresponde a 70% de 2/3 da retribuição normal líquida de cada trabalhador, até ao limite máximo de 1.333,50 € por trabalhador. O restante 1/3 fica a cargo da empresa. Este apoio tem duração inicial até um mês e máximo de 3 meses.

2. Este setor é muito diverso, abrangendo atividades de consultoria empresarial fiscal, serviços de contabilidade, arquitetura, engenharia, serviços de tradução, interpretação, veterinária, atividades turísticas etc.

Estimativa de redução no volume de negócios

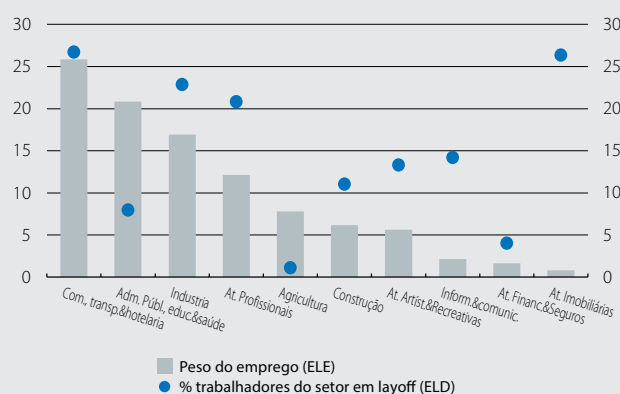
(% das empresas que respondem inquérito)



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

Trabalhadores em layoff

(% do emprego total) (% dos layoff no emprego do setor)



Fonte: BPI Research, com base em dados do Eurostat e do Ministério do Trabalho.

de confinamento introduzidas nas duas últimas semanas de março.

A informação do VAB setorial permite estimar a dimensão do choque em cada setor associado às medidas de confinamento na última quinzena de março. Para tal considerou-se que em janeiro, fevereiro e primeira quinzena de março cada setor manteve o crescimento médio dos 4 trimestres de 2019³ e estimou-se a queda em cada setor na segunda quinzena de março necessária para obter a varia-

3. Em particular, igual à média dos crescimentos homólogos em 2019.

ção verificada no trimestre. O choque implícito em cada um dos setores das duas primeiras semanas de confinamento resume-se no gráfico 4.

Os setores do comércio, transportes e hotelaria e as atividades relacionadas com o lazer e cultura foram os mais prejudicados. Nestes dois setores a quebra estimada da atividade nas duas últimas semanas de março foi próximo dos 40%. Seguem-se as atividades profissionais, contraindo um pouco mais de 35% na segunda quinzena, setor que terá sido especialmente afetado pela forte queda dos serviços turísticos. Em quarto lugar surge a indústria (-17%) afetada por falhas no fornecimento de materiais necessários à produção originários de países com maior incidência da COVID-19 ou por constrangimentos do lado da procura. Os setores agrícola, financeiro, segurador e imobiliário terão sofrido choques mais reduzidos.

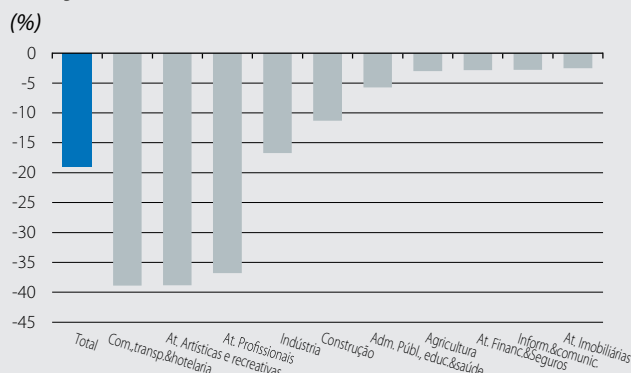
Como será o resto do ano?

O ambiente económico está envolvido por um excecional grau de incerteza, e as perspetivas para a economia e para os setores dependem muito da evolução da pandemia e em que medida a procura interna e externa dirigida às empresas portuguesas será impactada. Mas a estimativa dos choques sofridos na segunda quinzena de março e a sensibilidade de cada setor às medidas de distanciamento social podem-nos ajudar a ter algumas pistas sobre as quebras da atividade dos setores em 2020 (ver figura 5)⁴. Ou seja, atividades recreativas e de lazer e o comércio, restauração e hotelaria serão os setores que registarão maior quebra no conjunto do ano. Estes setores estarão condicionados enquanto vigorarem as medidas de distanciamento social e se mantiverem as restrições à mobilidade impedindo a retoma do turismo. As atividades recreativas, que serão, muito provavelmente, muito afetadas, têm um reduzido peso no VAB e no emprego – 2,7% e 5,7%, respetivamente – pelo que o impacto no VAB total é relativamente reduzido (menos de 1 p.p.). Por sua vez, o comércio representa cerca de 25% do VAB e do emprego, pelo que a sua permanência aquém da sua capacidade terá um impacto significativo no VAB da economia. Em terceiro lugar surgem as Atividades profissionais, sobretudo afetadas pela quebra dos serviços turísticos aqui englobados; representam cerca de 8% do VAB e 12% do emprego e, de acordo com o nosso exercício podem retirar cerca de 2 p.p. ao VAB.

O setor industrial –18% do VAB e 17% do emprego – ficará com a capacidade de produção limitada pelas regras

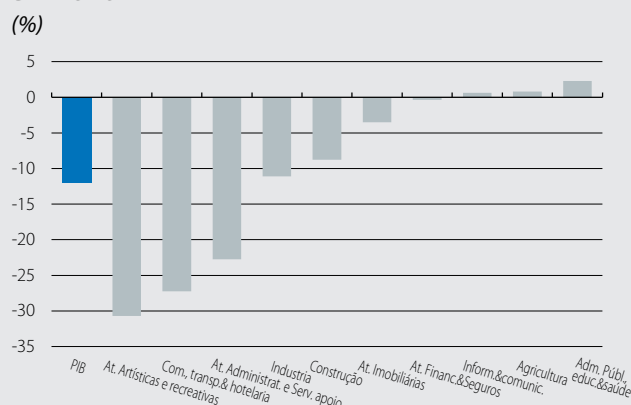
4. Considerando o comportamento do PIB e a sensibilidade de cada setor às medidas de distanciamento, classificámos os setores em três grupos com diferenças na velocidade com que recuperarão os seus níveis pré-coronavírus: mais cedo do que o PIB (setores menos afetados, como agricultura), mais lentamente (setores que já estão a ser mais afetados e que serão muito sensíveis a medidas de distanciamento, como o comércio a retalho, restaurantes e hotéis) e outros (aproximadamente à mesma velocidade da média da economia).

VAB: Choque do confinamento 2 semanas março



Fonte: BPI Research, com base em dados do Eurostat.

Projeções para queda do VAB por setor em 2020



Fonte: BPI Research, com base em dados do Eurostat.

de distanciamento e pela redução da procura, particularmente a indústria mais vocacionada para a produção de bens de consumo duradouro. Pela positiva, o setor industrial estará entre aqueles que mais poderá contribuir para a substituição de importações por produção nacional.

As atividades imobiliárias –12% do VAB e do emprego – pouco afetadas até agora, ficarão comprometidas durante o resto do ano, pelo adiamento provável de decisões de investimento por nacionais e por não residentes. Por arrasto, também a construção – cerca de 4,5% do VAB e 6% do emprego – sobretudo residencial será afetada, embora a escassez de oferta de novas habitações possa limitar a amplitude do impacto do COVID-19 no setor este ano.

Finalmente, agricultura, informação e comunicação, administração pública compensarão um pouco as perdas nos restantes setores, apresentando contributos moderadamente positivos.

Indicadores de atividade e emprego

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

	2018	2019	3T 2019	4T 2019	1T 2020	2T 2020	04/20	05/20	06/20
Índice coincidente para a atividade	2,7	1,9	1,8	1,3	-0,2	...	-2,5	-4,0	...
Indústria									
Índice de produção industrial	0,1	-2,2	-4,0	0,4	-1,4	...	-27,4	-26,0	...
Indicador de confiança na indústria (valor)	0,8	-3,2	-3,7	-4,3	-4,6	-24,8	-15,9	-26,8	-31,7
Construção									
Licenças de novas construções (acum. 12 meses)	19,1	8,2	13,8	8,2	2,9	...	...	...	...
Compra e venda de habitações	16,8	1,7	-0,2	6,1	-0,7	...	...	...	...
Preço da habitação (euro / m ² – avaliação bancária)	8,6	10,4	11,0	11,1	11,2	...	9,5	8,9	...
Serviços									
Turistas estrangeiros (acum. 12 meses)	4,8	7,1	6,0	7,1	2,7	...	-7,3	...	...
Indicador de confiança nos serviços (valor)	14,1	12,9	11,5	10,6	5,8	-36,9	-18,2	-39,6	-52,9
Consumo									
Vendas no comércio a retalho	4,2	4,4	4,3	3,7	3,0	...	-21,8	-13,0	...
Indicador coincidente do consumo privado	2,5	3,3	3,9	3,0	-1,3	...	-5,7	-8,0	...
Indicador de confiança dos consumidores (valor)	-4,6	-8,0	-7,6	-7,1	-8,6	-27,7	-21,0	-29,1	-33,1
Mercado de trabalho									
População empregada	2,3	1,0	0,9	0,5	-0,3	...	-1,8	-4,0	...
Taxa de desemprego (% da pop. ativa)	7,0	6,5	6,1	6,7	6,7	...	6,3	5,5	...
PIB	2,6	2,2	1,9	2,2	-2,3	...	...	...	...

Preços

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

	2018	2019	3T 2019	4T 2019	1T 2020	2T 2020	04/20	05/20	06/20
Inflação global	1,0	0,3	-0,2	0,3	0,4	-0,3	-0,2	-0,7	0,2
Inflação subjacente	0,7	0,5	0,1	0,4	0,2	-0,1	-0,2	-0,4	0,3

Setor externo

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

	2018	2019	3T 2019	4T 2019	1T 2020	2T 2020	04/20	05/20	06/20
Comércio de bens									
Exportações (variação homóloga, acum. 12 meses)	5,2	3,5	2,1	3,5	1,4	...	-2,2	...	...
Importações (variação homóloga, acum. 12 meses)	8,3	6,4	7,8	6,4	2,6	...	-1,6	...	...
Saldo corrente	0,8	-0,2	-0,6	-0,2	-0,6	...	-1,2	...	...
Bens e serviços	1,5	0,8	0,2	0,8	0,4	...	-0,2	...	...
Rendimentos primários e secundários	-0,7	-1,0	-0,8	-1,0	-1,0	...	-1,0	...	...
Capacidade (+) / Necessidade (-) de financiamento	2,8	1,9	1,4	1,9	1,5	...	1,2	...	...

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	3T 2019	4T 2019	1T 2020	2T 2020	04/20	05/20	06/20
Depósitos¹									
Depósitos das famílias e empresas	3,8	5,0	5,3	5,2	5,7	...	6,6	...	...
À vista e poupança	14,3	14,4	15,1	14,9	16,5	...	17,0	...	...
A prazo e com pré-aviso	-3,0	-2,4	-2,5	-2,8	-3,4	...	-2,5	...	...
Depósitos das Adm. Públicas	-1,9	-13,6	-17,1	-13,7	-7,6	...	-9,3	...	...
TOTAL	3,5	4,0	4,1	4,2	5,1	...	6,0	...	...
Saldo vivo de crédito¹									
Setor privado	-1,5	-1,2	-0,7	-0,6	-0,2	...	0,3	...	...
Empresas não financeiras	-4,0	-4,2	-3,3	-3,3	-3,5	...	-1,8	...	...
Famílias - habitações	-0,8	-0,1	0,0	-0,2	0,1	...	0,4	...	...
Famílias - outros fins	4,2	4,1	4,2	6,3	8,5	...	6,2	...	...
Administrações Públicas	2,4	-8,5	-6,4	-7,1	-5,0	...	-4,0	...	...
TOTAL	-1,4	-1,5	-1,0	-0,9	-0,4	...	0,1	...	...
Taxa de incumprimento (%)²	9,4	6,1	7,7	6,1	...	...	...	...	...

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.

Atualização das previsões para a economia espanhola

Já passaram quase três meses desde que foi declarado o estado de emergência. Inicialmente constatámos com preocupação o forte impacto económico das medidas de confinamento e, recentemente, recuperámos algum otimismo graças à recuperação da atividade que está a ocorrer, à medida que as restrições de mobilidade começaram a ser levantadas. No entanto, quando olhamos para o futuro, a incerteza continua a ser muito elevada. É muito difícil antecipar o comportamento que o vírus terá nos próximos meses. Também não sabemos ao certo quando teremos um tratamento eficaz ou uma vacina. Infelizmente, tudo indica que teremos que conviver com o vírus por mais alguns trimestres. Tudo isto obriga-nos a atualizar o cenário de previsão e integrar, por um lado, uma queda da atividade no 2T 2020 mais forte do que a prevista e, por outro, uma recuperação mais gradual.

Conseguimos acompanhar o forte impacto das medidas de confinamento, praticamente em tempo real, através da evolução das despesas com cartões nos TPA do CaixaBank e da evolução do levantamento de dinheiro nas caixas multibanco do CaixaBank. Como é possível observar no primeiro gráfico, o impacto inicial das medidas de contenção foi repentino e muito forte. A queda situou-se em cerca de 50% homólogo já no final de março e durante o mês de abril. Também é possível observar que a recuperação foi significativa, pois as restrições à mobilidade começaram a ser levantadas.

Outras fontes de informação oferecem uma mensagem semelhante. Os dados do número de inscritos na Segurança Social refletem também o forte impacto inicial da crise e uma recuperação gradual ainda parcial. No final de junho, o número de inscritos que não estavam no programa de ERTE ou de suspensão temporária da atividade ainda era -22% menor que em junho de 2019. Por outro lado, o consumo de eletricidade, que caiu 20% homólogo em abril, registou uma queda de 10% no final de junho. E o consumo de cimento, que chegou a cair mais de 50% em abril, em maio «apenas» registou uma queda de 11%.

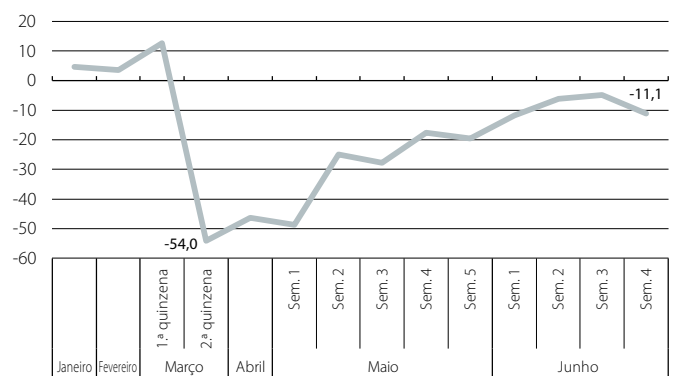
Em resumo, as medidas adotadas para conter o avanço da pandemia tiveram um impacto sem paralelo na atividade económica. E apesar da recuperação que começou a ocorrer desde que começaram a ser levantadas as medidas de contenção tenha sido significativa, o ritmo de atividade ainda permanece longe dos níveis anteriores à crise. Assim, o primeiro fator que condiciona o novo cenário de previsão é a queda do PIB do 2T 2020, que muito previsivelmente será fortíssima, histórica. Provavelmente chegará a -20% em cadeia.

O segundo fator que condiciona o novo cenário de previsão é a evolução da pandemia. Como foi indicado anteriormente, esta é certamente a principal fonte de incerteza. No cenário central de previsões, pressupõe-se que não estará disponível uma vacina até ao 2T 2021 e enquanto esta meta não for alcançada é provável que continuem a aparecer novos surtos de contágio que poderão ser contidos – acreditamos – através da implementação de medidas locais de contenção. Por outras palavras, assumimos que durante os próximos trimestres teremos de continuar a conviver com o vírus mas que não teremos que recorrer a medidas extremas e generalizadas de confinamento. Isto deverá permitir a recuperação da atividade durante o segundo semestre do ano, que os indicadores mais recentes estão a começar a delinear. No entanto, esta recuperação será parcial, sendo que os níveis pré-crise não serão alcançados a curto prazo devido à convivência com o vírus e porque vamos continuar a operar num ambiente de elevada incerteza que pesará na confiança de todos os agentes. Tudo isto continuará a pressionar muitas famílias e empresas sendo, portanto, necessário manter medidas de política económica que ajudem a atenuar o impacto da crise durante alguns trimestres.

O terceiro elemento que acreditamos que provavelmente irá condicionar de forma especial a recuperação da economia espanhola nos próximos trimestres é o setor do turismo devido à sua importância (que representa cerca de 12,5% do PIB) e devido ao forte impacto que as medidas de distanciamento físico e as restrições à mobilidade têm neste setor. É muito difícil prever como a mobilidade internacional evoluirá nos próximos meses até termos uma vacina. No entanto, hoje parece muito difícil para o setor registar números idênticos aos do ano passado. De facto, apesar do turismo interno poder compensar parcialmente a queda acentuada nas visitas de turistas internacionais, a queda no PIB do turismo pode chegar a cerca de 50% no conjunto do ano.

Espanha: atividade com cartões espanhóis nos TPA e em caixas multibanco do CaixaBank

Variação da despesa em comparação com a mesma semana do ano anterior (%)



Nota: A despesa com cartões inclui a despesa presencial, levantamentos de dinheiro e o e-commerce.
Fonte: CaixaBank Research, a partir de dados internos.

Espanha: projeções macroeconómicas

	2019	2020	2021	2022	Acum. 2020-2022
PIB real (variação anual)	2,0	-14,0	10,5	3,3	-1,8
Taxa de desemprego(média anual)	14,1	19,3	19,5	17,7	3,6
Inflação (variação anual)	0,7	-0,5	1,6	1,7	2,8
Défice público (% do PIB)	-2,8	-13,6	-7,6	-4,8	-26,1
Dívida pública (% do PIB)	95,5	123,8	118,1	116,6	21,1

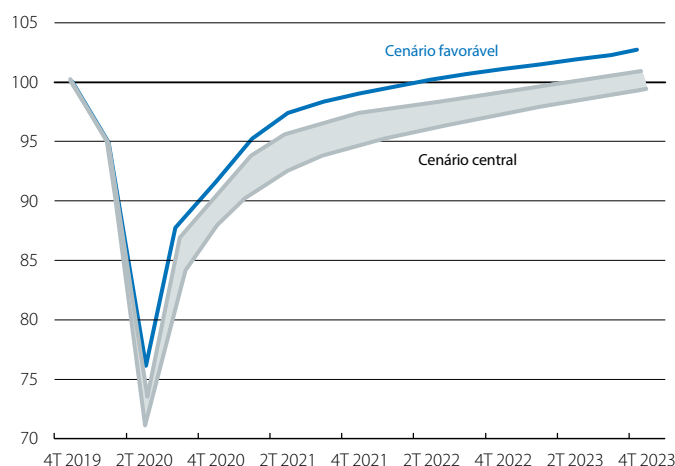
Notas: Os números no cenário central representam o ponto médio do intervalo de previsões. O acumulado para o défice é a soma em p.p. do défice em 2020-2022. Acumulado para a dívida é a diferença entre a dívida em 2022 e a dívida em 2019.

Fonte: BPI Research.

Todos estes fatores sugerem que o choque económico não será só extremamente forte, como também será mais persistente que o inicialmente previsto. Apesar das medidas rápidas e vigorosas de política económica que estão a ser tomadas, será muito difícil evitar o não adiamento de muitas decisões de investimento, que muitas empresas provavelmente acabem por fechar ou que muitas pessoas não percarn os seus empregos. Em suma, será muito difícil impedir que esta crise acabe por não sobrecarregar a capacidade produtiva da economia para além do dia em que tivermos vacina. Neste contexto, a pressão sobre a política económica é ainda maior, pois além das medidas já implementadas para impedir o golpe da crise, será essencial implementar medidas que apoiem o relançamento e a modernização da economia.

Quando transformamos todas estas hipóteses e dinâmicas em números concretos, o cenário de previsões continua a ser dominado pela incerteza e, portanto, utilizaremos um intervalo para o nosso cenário central. Especificamente, contemplamos que o PIB possa cair entre 13% e 15% em 2020 e que a taxa de desemprego será de cerca de 20%. Em 2021, espera-se que a recuperação ganhe

força e que o PIB cresça entre 10% e 11%, embora ainda permaneça claramente abaixo do nível alcançado no 4T 2019. De facto, achamos que teremos que esperar até 2023 para recuperar os níveis de atividade anteriores à crise.

Espanha: evolução do PIB real
(100 = 4T 2019)

Fonte: BPI Research.

É também esperada uma deterioração muito significativa das contas públicas. A queda das receitas aliada ao aumento das despesas, tanto por causa da ação de estabilizadores automáticos como pelo conjunto de medidas que o governo implementou para enfrentar a crise sanitária, fará com que o défice público se situe provavelmente em valores próximos a 14% do PIB este ano e que a dívida pública ultrapasse 120% do PIB. Em 2021 o défice deverá cair ligeiramente abaixo de 8%, graças à recuperação da atividade económica, sendo que parte do estímulo fiscal será proveniente da UE. Neste contexto, a atuação rápida e eficaz do BCE foi e continuará a ser essencial para manter os custos de financiamento contidos. Será também de extrema importância que um plano de estímulos económicos a nível europeu, semelhante ao proposto pela Comissão Europeia, seja finalmente aprovado.

Como mencionámos, uma das principais incógnitas é a evolução da pandemia nos próximos trimestres. Se finalmente conseguirmos manter o vírus sob controlo de uma forma mais eficaz, seja porque ele perde a virulência ou porque acabamos por dispor de um tratamento eficaz ou uma vacina antes do previsto, a queda do PIB poderá ser de cerca de 12% em 2020 podendo a recuperação posterior ser mais rápida, para que os níveis pré-crise possam ser já alcançados em 2022. No entanto, devemos também ser cautelosos e ter em mente o risco de surtos importantes ou que teremos de conviver durante mais tempo com o vírus, porque a vacina ainda vai demorar a chegar.

Analizando o consumo privado durante a crise COVID-19

- As despesas efetuadas com cartões espanhóis e estrangeiros em terminais de ponto de venda (TPA) assim como o levantamento de dinheiro nas caixas multibanco do CaixaBank permitem monitorizar a saúde da economia, em tempo real, durante toda a crise da COVID-19.
- As despesas com cartões caíram acentuadamente, cerca de 50%, durante as primeiras semanas de confinamento. No entanto, a falta de confiança foi acompanhada por uma recuperação sustentada, embora ainda incompleta, das despesas.
- As quedas foram muito fortes em todas as categorias, exceto nas despesas com bens essenciais as quais evidenciaram uma forte recuperação. Da mesma forma, a recuperação está a ser mais rápida nas despesas em comércio a retalho, lazer e restauração e transporte que na categoria de bens e serviços turísticos.

O surgimento da pandemia da COVID-19 torna necessário monitorizar o estado da economia em tempo real. Embora os indicadores mais conhecidos sejam publicados com desfasamento, as despesas feitas com cartões de débito e crédito nos TPA do CaixaBank, além do levantamento de dinheiro nas caixas multibanco do CaixaBank, oferecem um indicador de frequência muito elevado sobre a evolução do consumo privado¹. Através do mesmo analisaremos a seguir a evolução semanal do consumo durante a crise da COVID-19.

Qual é o impacto da crise no consumo privado de acordo com os dados de despesas com cartões?

O primeiro gráfico mostra a evolução semanal da atividade dos cartões, realizada por residentes e estrangeiros. Várias conclusões emergem do gráfico. Primeiro, ocorreram alterações nos padrões de consumo antes da implementação do estado de emergência: as despesas por parte dos residentes recuperaram na primeira quinzena de março – devido ao maior consumo de necessidades básicas, como veremos – enquanto as despesas por parte de estrangeiros começaram a cair face ao receio ligado à pandemia, à expectativa de introdução de medidas de contenção e ao cancelamento de grandes eventos².

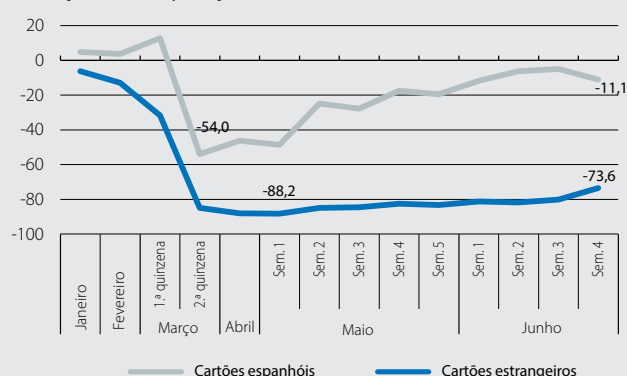
Segundo, o impacto do confinamento foi muito acentuado: entre a segunda quinzena de março e a primeira semana de maio, a atividade com cartões espanhóis reduziu para metade, tendo caído cerca de 90% com cartões estrangeiros. O valor das despesas dos residentes está alinhado com os dados oficiais disponíveis até agora: de acordo com os dados do PIB do 1T 2020 publicados pelo INE, o consumo privado nominal caiu 6,3% em cadeia, sugerindo uma queda de 40% deste agregado durante a segunda quinzena de março, um número não muito distante da queda de 54% observada no nosso indicador durante o mesmo período³.

1. Este indicador é criado a partir das transações individuais, para que possa ser calculado mesmo diariamente ou por faixas horárias. Além disso, convém destacar que a rede de terminais TPA do CaixaBank é a maior de Espanha e representa 27% da faturação total dos TPAs em Espanha.

2. Como o cancelamento do World Mobile Congress, que iria decorrer de 24 a 27 de fevereiro.

Espanha: evolução da atividade com cartões

Variação em comparação com a mesma semana do ano anterior (%)



Nota: A despesa com cartões inclui a despesa presencial, levantamentos de dinheiro e e-commerce.
Fonte: BPI Research, a partir de dados internos.

Finalmente, o processo de desconfinamento, que começou a 4 de maio⁴, permitiu uma recuperação significativa das despesas dos residentes: as despesas passaram, de uma queda de 49% homólogo na primeira semana de maio (semana anterior ao início da fase de desconfinamento) para uma queda de 11,1% na última semana de junho. Se excluirmos o e-commerce e os levantamentos de dinheiro, a despesa dos residentes já se encontra em terreno positivo, com um crescimento homólogo de 0,9%. No entanto, a recuperação da despesa dos estrangeiros tem sido muito mais ligeira, o que reflete as restrições à mobilidade internacional que não foram levantadas até ao final de junho (e apenas parcialmente com alguns países).

No segundo gráfico, analisamos os detalhes por tipo de despesa. O impacto da crise no padrão de despesa das famílias tem sido muito desigual. Por um lado, as despesas

3. Para estimar a queda do consumo na segunda quinzena de março, com base nos dados do PIB do 1T do INE, assumimos que o consumo privado em janeiro, fevereiro e na primeira quinzena de março cresceu ao mesmo ritmo que o crescimento médio do consumo privado em 2019. Na medida em que, como pudemos observar, os dados sugerem um maior crescimento do consumo na primeira quinzena de março, esta metodologia pode estar a subestimar a queda do consumo na segunda quinzena de março.

4. O dia 4 de maio corresponde à segunda semana de maio, de acordo com o gráfico.

com bens essenciais aumentaram bastante, mesmo durante a primeira quinzena de março e antes do anúncio do estado de emergência. Por outro lado, as restantes categorias de despesas registaram quedas de mais de 80% durante o período de confinamento. No entanto, a velocidade da recuperação não foi homogênea entre categorias de bens e serviços. Mais especificamente, as despesas no comércio a retalho (eletrodomésticos, têxteis, móveis etc.), lazer, restauração e transporte recuperaram mais rapidamente que as despesas com bens e serviços turísticos. No caso das despesas no comércio a retalho (a categoria que mais recuperou), a despesa já se situou acima do valor registado no mesmo período do ano anterior a partir da segunda semana de junho, devido possivelmente à materialização da procura contida por este tipo de bens durante o confinamento. No entanto, na última semana de junho o esgotamento deste fator fez regressar esta rubrica a um terreno neutro.

Da mesma forma, também convém destacar o maior peso da despesa em *e-commerce*, ou compras eletrônicas pela Internet, que teve lugar durante o confinamento. Como é possível observar no terceiro gráfico, o *e-commerce* (e principalmente o retalhista)⁵ foi ganhando peso, sustentadamente, entre a terceira semana de março e a primeira semana de maio, atingindo quase 17% da totalidade da despesa. No entanto, à medida que a fase de desconfinamento avançava e os espanhóis puderam novamente fazer compras presencialmente, o peso deste tipo de compra foi diminuindo até atingir registos semelhantes aos anteriores à crise da COVID-19.

O desconfinamento em detalhe

No quarto gráfico, mostramos a evolução da despesa com cartões em três grupos de províncias. Estes agrupamentos foram criados de acordo com a velocidade com que cada província avançou de fase durante o processo de desconfinamento⁶. O Grupo A está composto pelo grupo de províncias que passaram de fase mais rapidamente (ou seja, sempre que o plano de desconfinamento assim o permitiu). O grupo B é o grupo de províncias que avançou de fase uma semana mais tarde em relação às províncias do grupo A e, finalmente, o grupo C, onde estão se encontram Barcelona e Madrid, que é o grupo de províncias que demorou mais tempo a avançar de fase.

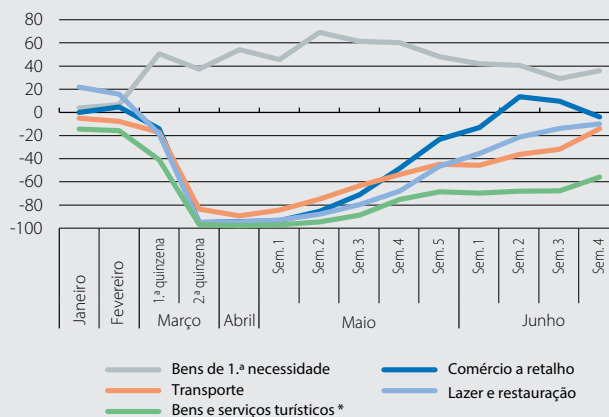
Como era de esperar, a recuperação da despesa foi maior nas províncias que mudaram de fase mais rapidamente. Em particular, enquanto na última semana de maio e primeira de junho as despesas no grupo C (ainda na fase 1)

5. Se, entre janeiro e fevereiro de 2020, o peso do *e-commerce* sobre a despesa nos comércios a retalho foi de cerca de 10%, em abril e na primeira quinzena de maio o peso foi superior a 80%.

6. O governo anunciou um plano de desconfinamento por fases, que começou a 4 de maio e terminou a 22 de junho. O processo era composto por quatro fases, da 0 à 3, sendo 0 a fase mais restritiva e 3 a menos restritiva.

Espanha: despesa presencial com cartões espanhóis de acordo com o tipo de estabelecimento comercial

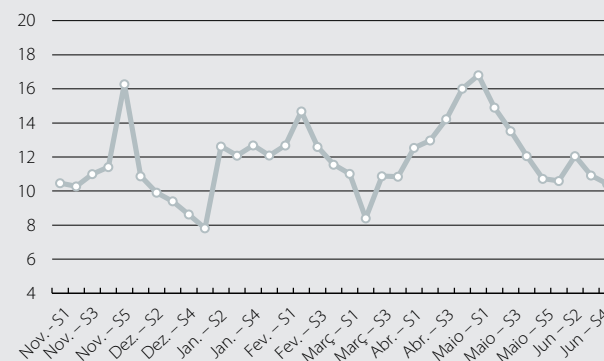
Variação homóloga (%)



Nota: * «Bens e serviços turísticos» inclui a despesa em alojamentos, agências e lojas de souvenirs.
Fonte: BPI Research, a partir de dados internos.

Espanha: peso da despesa em e-commerce dos residentes sobre a totalidade da despesa (excl. levantamentos de dinheiro)

(%)



Fonte: BPI Research, a partir de dados internos.

ainda eram um pouco mais de 20% inferiores ao registo do ano passado, nas províncias do grupo A e B, que já estavam na fase 2, as despesas atingiram níveis semelhantes aos do ano anterior. No entanto, quando o grupo C avançou para a fase 2 na segunda semana de junho, as diferenças entre os três grupos desapareceram quase completamente.

A evolução da proporção de estabelecimentos comerciais em inatividade⁷ oferece outro prisma para medir o processo de recuperação da economia. Como mostra o último gráfico, a percentagem de comerciantes sem faturação nos seus TPAs do CaixaBank aumentou para 73%. Este valor mostra até que ponto as medidas de confinamento forçaram um elevado número de estabelecimentos comerciais a fechar as suas portas ao público. No entanto, com o

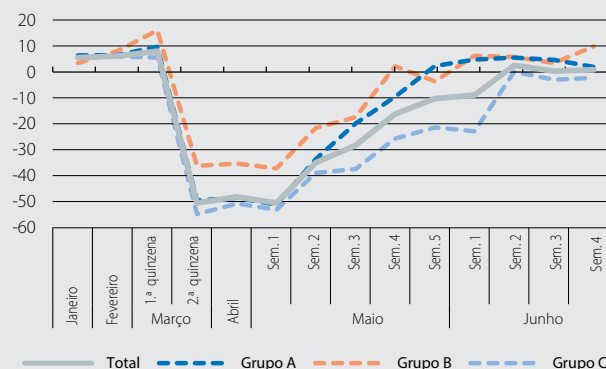
7. Medido com a percentagem de estabelecimentos comerciais com TPAs do CaixaBank sem faturação.

levantamento gradual das medidas de contenção, as empresas reabriram e esta percentagem caiu. Com dados até à quarta semana de junho, a percentagem de terminais TPA inativos do CaixaBank era 7% superior ao valor antes da crise.

Em resumo, os dados da atividade com cartões fornecem-nos informações de alta frequência que são muito valiosas para entender a reação do consumo privado ao longo do tempo. Durante a crise da COVID-19, vimos que as medidas de confinamento tiveram um impacto muito significativo no consumo das famílias e com diferenças significativas, dependendo do tipo de bens e serviços. Da mesma forma, os dados dos cartões mostram-nos que a recuperação da despesa durante o processo de desconfinamento foi muito rápida, embora incompleta, dado que os níveis pré-crise ainda não tinham sido recuperados no final de junho. Com a chegada da nova normalidade, prevemos que o consumo continuará a recuperar, mas de forma muito mais gradual, sustentado na melhoria da despesa em transportes e no consumo de lazer e restauração. Da mesma forma, nas próximas semanas esperamos que a despesa dos turistas nacionais e estrangeiros, mesmo permanecendo em níveis muito baixos, comece a ganhar impulso com a eliminação de restrições à mobilidade dentro de Espanha e com a reabertura das fronteiras internacionais com alguns países. Contudo, o impacto da atual crise no mercado de trabalho (prevemos um aumento da taxa de desemprego acima de 20% no fim do ano) aponta para o facto de que o consumo demorará a recuperar para os níveis anteriores à crise.

Espanha: despesa presencial com cartões * por grupos de províncias

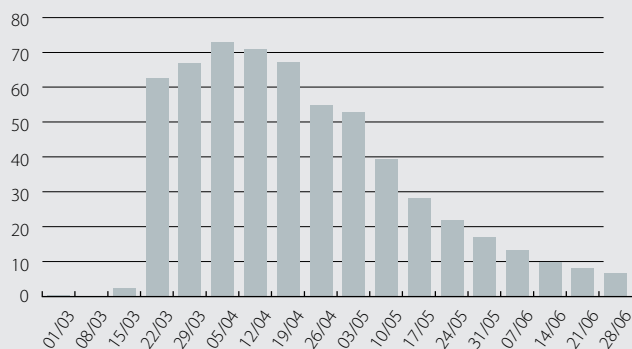
Variação homóloga (%)



Nota: * Excluídos os levantamentos de dinheiro.

Fonte: BPI Research, a partir de dados internos.

Espanha: estabelecimentos comerciais inativos (ajustado para que 1 de março seja = 0%) (% sobre o total)



Nota: A série está normalizada para que a proporção de estabelecimentos comerciais inativos seja igual a 0% na semana de 2 a 8 de março.

Fonte: BPI Research, a partir de dados internos.

O que podemos esperar dos ERTE e de programas semelhantes? Um olhar europeu

- Os programas de regulação temporária de emprego (como os ERTE em Espanha e o regime de layoff simplificado em Portugal) tornaram-se uma ferramenta largamente utilizada na Europa para evitar um aumento abrupto no desemprego após a COVID-19.
- Estes programas possuem um impacto positivo no mercado de trabalho no caso de choques temporários que afetam empresas viáveis a médio prazo. No entanto, quando um choque é de natureza mais permanente, a destruição de empregos em vez de ser evitada, é adiada.

Os ERTE apareceram como uma política económica essencial em Espanha para atenuar o enorme impacto da COVID-19 no mercado de trabalho. Em junho afetaram 1,83 milhões de trabalhadores (3,4 no início de maio) e representam a maior parte das despesas extraordinárias para enfrentar a emergência económica e social que estamos a viver. Como é possível observar no primeiro gráfico, Espanha não é exceção: os programas temporários de regulação de emprego, incluindo os ERTE, estão a ser amplamente utilizados em toda a Europa.

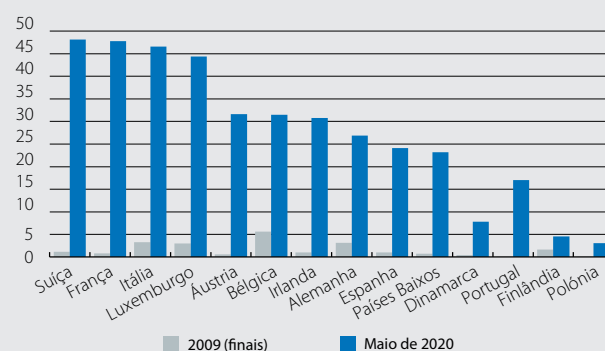
Embora existam diferenças na conceção institucional dos ERTE implementados na maior parte das economias europeias, eles partilham algumas características comuns: os procedimentos foram simplificados e as condições de acesso foram menos restritivas, o Estado assume os encargos de uma fração bastante elevada da parte do salário que os trabalhadores afetados deixam de receber devido à redução total ou parcial da sua atividade profissional e a duração é relativamente longa (especialmente na Alemanha e em França).

Quando analisamos o impacto dos ERTE, devemos distinguir entre curto e médio prazo. Está amplamente documentado que eles possuem efeitos positivos a curto prazo, pois permitem às empresas manterem os seus trabalhadores – poupam nos custos de despedimento e de procura quando a economia reativar – dando-lhes segurança. Além disso, permitem ajustar as ajudas às reduções de horas de trabalho e possuem um custo público mais baixo do que alternativas como subsídios salariais ou de desemprego.

Neste sentido, na Alemanha, o *Kurzarbeit* foi especialmente eficaz na Grande Recessão, estimando-se que poupou até 400.000 empregos. Segundo algumas estimativas, o *Kurzarbeit* reduziu a taxa de desemprego na Alemanha em 2009 em 1,3 p.p. e 4 de cada 5 trabalhadores deste programa conseguiram regressar ao seu posto de trabalho habitual¹. Da mesma forma, os efeitos positivos nas empresas podem durar ao longo do tempo: foi documentado que as empresas francesas que utilizaram este mecanismo de regulação após a crise estavam em média muito

1. Ver Tilly, J. e Niedermayer, K. (2016). «Employment and welfare effects of short-time work». Working paper.

Europa: percentagem de trabalhadores em programas de regulação temporária de emprego (%)



Nota: Os dados para Portugal correspondem a metade de junho e foram fornecidos pelo governo português.

Fonte: BPI Research, a partir dos dados do European Trade Union Institute para 2020 e da OCDE para 2009.

melhor² do que empresas semelhantes que não aplicaram este tipo de programas³.

Vários estudos empíricos usam técnicas estatísticas sofisticadas para identificar efeitos causais e corroborar a eficácia destes programas durante a Grande Recessão (2008-2009). Estima-se que na Alemanha foram salvos 0,35 empregos para todos os trabalhadores inseridos no programa⁴. Parece um número baixo mas na realidade é lógico que esteja bem abaixo de 1, pois alguns empregos teriam sido também preservados na ausência destes programas. Por exemplo, em França estima-se que apenas 0,17 dos empregos foram salvos por cada trabalhador inserido no programa⁵.

Um dado interessante é que na crise de 2008 os efeitos positivos foram observados apenas em trabalhadores com contratos efetivos, pois são aqueles cujas empresas possuem maior interesse em manter. No entanto, não

2. Após três anos, mostraram uma dimensão empresarial e uma menor probabilidade de desaparecimento. Além disso, conseguiram recuperar o seu poder lucrativo pré-crise com o ROE (*return on equity*) e o ROA (*return on assets*).

3. Ver Cahuc, P. e Carcillo, S. (2011). «Is short-time work a good method to keep unemployment down?». *Nordic Economic Policy Review*, 1(1), 133-165.

4. Ver Boeri, T. e Bruecker, H. (2011). «Short-time work benefits revisited: some lessons from the Great Recession». *Economic Policy*, 26(68), 697-765.

5. *Op. cit.* nota 3.

foram observados efeitos benéficos em trabalhadores com contrato a prazo ou temporários. É muito provável que esta dinâmica se repita na crise atual, situação que deverá ser especialmente levada em conta em economias com uma dualidade elevada, como são os casos de Espanha ou Itália.

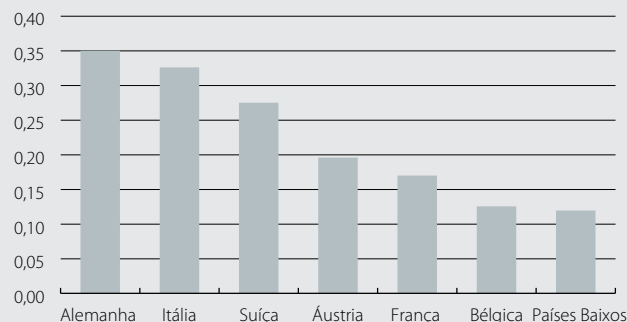
No entanto, a experiência com estes programas também mostra que, apesar de serem especialmente eficazes para atenuar choques temporários, os mesmos perdem eficácia se perdurarem no tempo. Isto explica o facto destes programas terem sido especialmente eficazes para a Alemanha, onde o choque da Grande Recessão teve um efeito temporário e se limitou ao ano de 2009. Por outro lado, os efeitos sobre o emprego acabaram por ser perdidos na Itália, onde o choque foi muito mais persistente, pois durou até 2012 devido à crise da dívida soberana. De facto, quando o choque é temporário, as empresas inseridas em programas de regulação temporária de emprego conseguem manter entre 10% e 15% dos trabalhadores que despediriam se o choque fosse permanente⁶. Da mesma forma, como mostra o último gráfico para o caso Italiano, durante a última crise, o efeito positivo de manter o emprego operava apenas a curto prazo (no ano em que o programa foi administrado), enquanto dois anos depois a probabilidade de estar empregado era exatamente a mesma para um trabalhador inserido no ERTE e para outro com características semelhantes que teria sido despedido aquando do choque.

Além disso, prolongar estes programas para além do tempo necessário reduz a redistribuição de recursos para as empresas mais produtivas, podendo diminuir a produtividade agregada. Mais uma vez, a Itália é um caso ilustrativo: a evidência empírica mostra que um aumento de 1 p.p. na fração de trabalhadores incluídos no programa de ERTE fazia reduzir o emprego nas restantes empresas em 0,94% e a produtividade em 2%.

Em suma, os expedientes de regulação subsidiados estão a ser uma ferramenta fundamental para atenuar o choque coronavírus no mercado de trabalho. No entanto, para o futuro será necessário efetuar uma gestão adequada para os adaptar à nova normalidade. Especificamente, precisarão de ser bem ajustados ao nível da sua duração: retirá-los muito cedo poderá sufocar algumas empresas com uma queda temporária na procura de que precisam para sobreviver até à sua recuperação. No entanto, mantê-los por muito tempo apenas irá prolongar a agonia para algumas empresas que não conseguirão recuperar, pois partiam de uma posição de relativa debilidade. Além disso, é necessário conceber sabiamente uma transformação ágil dos ERTE por causas de força maior para programas de ERTE por razões económicas e

Empregos salvos em 2009 por cada trabalhador inserido num programa de regulação temporária de emprego com redução de horário após a crise financeira de 2008

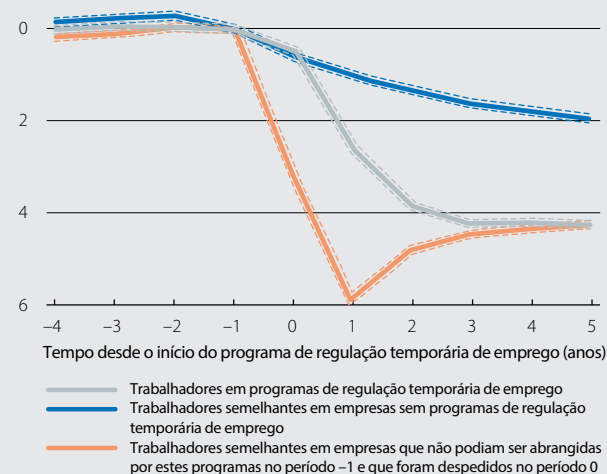
(Número)



Fonte: BPI Research, a partir da compilação de dados dos principais estudos realizados nas várias economias.

Itália: probabilidade de emprego após os programas de regulação temporária de emprego na crise financeira de 2008

Alteração na probabilidade de estar empregado face ao período -1 (p. p.)



Nota: Na maior parte dos casos, o período 0 corresponde a 2009, o ano em que a Grande Recessão afetou a economia italiana.

Fonte: Giupponi, G. e Landais, C. (2018). «Subsidizing labor hoarding in recessions: The employment & welfare effects of short time work». CEP Discussion Paper n.º 1585.

incentivar adequadamente as empresas e os trabalhadores para uma reintegração bem-sucedida na atividade profissional e produtiva. Para tal, é necessário torná-los mais flexíveis e considerar diferenças dependendo do setor – por exemplo, mantendo os ERTE em setores afetados pelas medidas de distanciamento social até ser encontrada uma vacina – e promover que a regulação seja efetuada pelo número de horas trabalhadas.

(Veja uma versão estendida deste artigo em [bancobpi.pt](https://www.bancobpi.pt))

6. Ver Giupponi, G. e Landais, C. (2018). «Subsidizing labor hoarding in recessions: The employment & welfare effects of short time work». CEP Discussion Paper n.º 1585.

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	04/20	05/20	06/20
Indústria									
Índice de produção industrial	0,3	0,7	1,4	0,8	0,4	-6,0	-33,6	...	...
Indicador de confiança na indústria (valor)	-0,1	-3,9	-4,6	-2,0	-5,2	-5,4	-30,7	-29,5	-23,2
PMI das indústrias (valor)	53,3	49,1	49,9	48,2	47,2	48,2	30,8	38,3	...
Construção									
Licenças de novas construções (acum. 12 meses)	25,7	17,2	21,9	13,0	8,0	0,0	-10,8	...	...
Compra e venda de habitações (acum. 12 meses)	14,2	3,3	5,7	1,6	-2,6	-4,4	-8,8	...	...
Preço da habitação	6,7	5,1	5,3	4,7	3,6	3,2	-	-	-
Serviços									
Turistas estrangeiros (acum. 12 meses)	4,0	1,5	1,5	2,1	1,4	-0,8	-13,0	...	...
PMI dos serviços (valor)	54,8	53,9	53,2	53,5	53,6	42,5	7,1	27,9	...
Consumo									
Vendas a retalho	0,7	2,3	2,2	3,3	2,3	-3,7	-31,6	-19,0	...
Matrículas de automóveis	7,8	-3,6	-4,4	-7,9	5,1	-27,6	-96,5	-72,7	...
Indicador de confiança dos consumidores (valor)	-4,2	-6,3	-4,0	-5,8	-10,5	-10,3	-29,2	-28,8	-25,6
Mercado de trabalho									
População empregada ¹	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 ²	3,1	2,6	2,8	2,5	2,2	1,2	-4,0	-4,6	...
PIB	2,4	2,0	2,0	1,9	1,8	-4,1	-	-	-

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	04/20	05/20	06/20
Inflação global	1,7	0,7	0,9	0,3	0,4	0,6	-0,7	-0,9	-0,3
Inflação subjacente	0,9	0,9	0,8	0,9	1,0	1,1	1,1	1,1	...

Setor externo

Saldo acumulado durante os últimos 12 meses em milhares de milhões de euros, salvo indicação expressa

	2018	2019	2T 2019	3T 2019	4T 2019	1T 2020	04/20	05/20	06/20
Comércio de bens									
Exportações (variação homóloga, acum. 12 meses)	2,9	1,8	2,3	1,7	1,8	1,0	-2,7	...	...
Importações (variação homóloga, acum. 12 meses)	5,6	1,0	3,9	3,0	1,0	-1,0	-3,9	...	...
Saldo corrente	23,3	24,6	21,4	22,2	24,6	25,6	21,2	...	...
Bens e serviços	32,6	34,8	32,1	32,5	34,8	35,1	30,2	...	...
Rendimentos primários e secundários	-9,3	-10,2	-10,7	-10,2	-10,2	-9,5	-9,0	...	...
Capacidade (+) / Necessidade (-) de financiamento	29,1	28,6	27,6	28,0	28,6	29,6	25,1	...	...

Crédito e depósitos dos setores não financeiros³

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	04/20	05/20	06/20
Depósitos									
Depósitos das famílias e empresas	3,2	5,4	5,8	5,4	5,4	4,5	7,4	8,7	...
À vista e poupança	10,9	10,7	10,9	10,3	10,3	8,9	12,7	14,0	...
A prazo e com pré-aviso	-19,9	-13,4	-12,8	-13,2	-13,9	-16,4	-16,6	-16,6	...
Depósitos das Adm. Públicas	15,4	8,8	15,7	3,7	-2,1	-6,2	-7,5	-9,2	...
TOTAL	3,9	5,6	6,3	5,3	4,8	3,8	6,4	7,6	...
Saldo vivo de crédito									
Setor privado	-2,4	-1,5	-1,1	-1,1	-1,5	-1,0	0,8	1,9	...
Empresas não financeiras	-5,5	-3,4	-3,0	-2,3	-3,0	-1,7	4,1	7,2	...
Famílias - habitações	-1,1	-1,3	-1,3	-1,6	-1,5	-1,7	-2,0	-2,1	...
Famílias - outros fins	2,8	3,2	4,4	3,4	2,2	2,5	0,6	0,5	...
Administrações Públicas	-10,6	-6,0	-7,2	-5,4	-1,2	1,7	2,0	-0,2	...
TOTAL	-2,9	-1,7	-1,5	-1,4	-1,5	-0,9	0,9	1,8	...
Taxa de incumprimento (%)⁴	5,8	4,8	5,4	5,1	4,8	4,8	4,7	...	...

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.

Capitalismo: Crise? Qual crise?

O capitalismo está em crise? Estará a falhar o «sistema económico baseado na propriedade privada dos meios de produção e na liberdade de mercado», de acordo com a definição da Real Academia Espanhola?

Pelo menos, podemos destacar que algumas disfunções devem estar a ocorrer: de acordo com um estudo de referência da Fundação Edelman, 56% dos entrevistados afirmaram que «o capitalismo faz mais mal do que bem» e 74% consideravam-no injusto¹. Além disso, neste mesmo estudo, em 22 dos 28 países examinados mais de 50% dos inquiridos acreditavam que o capitalismo era prejudicial (60% em Espanha). Assim, as dúvidas em relação ao capitalismo são geograficamente muito difundidas. Contudo, talvez a insatisfação esteja a ser especialmente forte nos EUA, sem dúvida o país que mais associamos à economia de mercado.

Crise no quilómetro zero do capitalismo

Durante a atual corrida presidencial dos EUA, a comunicação social evidenciou que uma parte do eleitorado apoiava posições «socialistas». Esta situação atípica explica certamente porque é que um dos candidatos do Partido Democrata, Bernie Sanders, conseguiu permanecer durante muitos meses como possível candidato, apesar das propostas que, no contexto norte-americano, poderiam ser consideradas mais próximas dos extremos do que do centro. Estarão os EUA, epicentro da economia de mercado, a questionar o capitalismo?

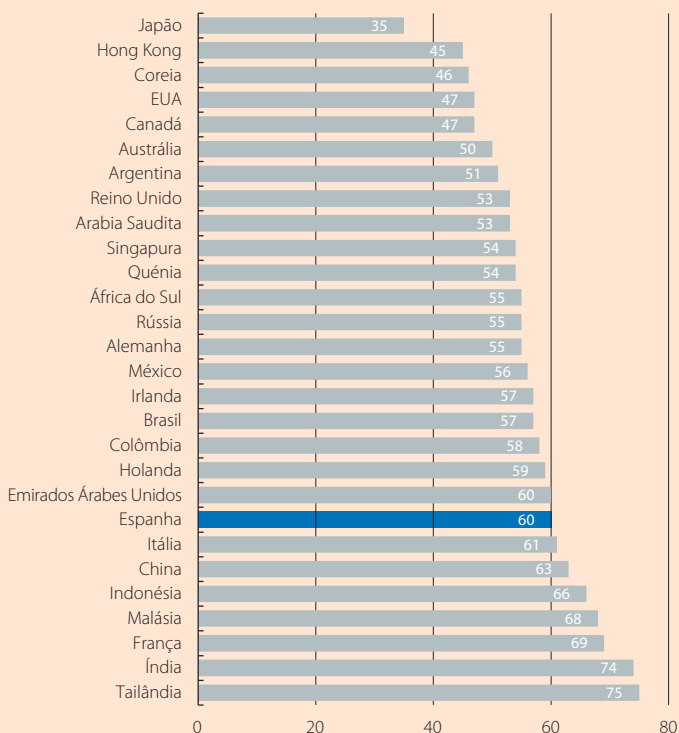
Os dados sugerem que, no mínimo, o modelo económico está a ser reavaliado na América do Norte. Os estudos de opinião do Pew Research Center apoiam a tese de que, ano após ano, uma percentagem significativa de norte-americanos tende a mostrar insatisfação face ao capitalismo². Assim, em 2019, 33% dos inquiridos afirmavam ter uma visão negativa deste sistema económico e social. Certamente que o descontentamento com a economia de mercado não é homogéneo, pois varia em função da ideologia (maior insatisfação entre os democratas), nível de rendimento (menos apoio quanto mais baixo for) e idade (visão mais crítica quando se é mais jovem).

Uma visão mais extensa: da crise do capitalismo às crises do capitalismo

A questão agora assenta em saber até que ponto este é um fenómeno recente. Não é fácil responder, pois a maior parte dos estudos limita-se às duas últimas décadas. Uma das poucas exceções são os dados recolhidos por Blasi e Kruse³, que fornecem uma visão sobre o grau de resposta que o capitalismo recebe nos EUA desde 1938. De acordo com este exercício, os níveis atuais de descontentamento com o capitalismo, não são extraordinários, pois o seu apoio diminui em todas as grandes crises. Foi o caso da Grande Depressão da década de 1930, na qual 38% dos inquiridos expressaram posições com elementos anticapitalistas; em 1975, em plena «crise do petróleo», em que esta percentagem era de 34%, ou em 2010, após a Grande Recessão, na qual 40% dos inquiridos afirmaram possuir uma imagem negativa do capitalismo. Por outro lado, durante as épocas de bonança, o número de pessoas que se declaravam críticas do sistema era de cerca de 20%.

Rejeição ao capitalismo no mundo

(% de inquiridos que dizem que o capitalismo atualmente existente é mais prejudicial do que benéfico para o mundo, 2020)



Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Fundação Edelman.

1. Ver Edelman (2020). «Edelman Trust Barometer 2020». Global Report (janeiro).

2. Ver Pew Research Center (2011) «Political Survey Dataset»; (2012) «Pew Research Center's Global Attitudes Project»; (2019) «Generation Z looks a lot like Millennials on Key Social and Political Issues», e (2019) «In Their Own Words: Behind Americans' Views of 'Socialism' and 'Capitalism'».

3. Ver Blasi, J. e Kruse, D. (2018). «Today's youth reject capitalism, but what do they want to replace it?». The Conversation.

Capitalismo: disfunções e choques não são o mesmo

Em suma, parece inquestionável que estamos numa fase de descontentamento crescente face ao capitalismo, cuja extensão geográfica é vasta e que atinge o epicentro do sistema, os EUA. Em cada momento histórico as críticas ao capitalismo assumem formas ligeiramente diferentes. Quais são as atuais?

Quando verificamos os vários debates e artigos sobre esta questão, começa a aparecer uma série de elementos coincidentes: menos crescimento económico do que no passado; estagnação ou declínio da produtividade; aumento da desigualdade em termos de rendimentos e oportunidades; tendência para o curto prazo; incapacidade de internalizar externalidades negativas (como o impacto ambiental) ou, finalmente, uma certa instabilidade financeira que não pode ser completamente eliminada.

Uma leitura mais profunda permite-nos verificar que esta lista combina eventos de natureza muito diferentes. Especificamente, estão a ser misturados dois tipos de elementos.

Os primeiros são o que podemos denominar de disfunções estruturais do capitalismo. A economia de mercado é um sistema que, por natureza, possui uma série de características com efeitos indesejados. No caso do capitalismo, estas são as denominadas falhas de mercado, ou seja, as trocas sobre as quais o mecanismo de preços não oferece informações precisas sobre os seus benefícios e custos sociais e requerem intervenção pública para, na medida do possível, as corrigir. Esta categoria inclui a regulação de externalidades negativas, como a poluição. Outro elemento localizado nesta categoria de disfunções estruturais é a tendência de prevalecer a curto prazo. O facto de existirem disfunções inerentes ao capitalismo não é de agora e, de facto, grande parte das instituições com as quais nos dotámos procuram minimizar estes efeitos. Por exemplo, proporcionar independência aos bancos centrais é uma tentativa de responder à miopia dos formuladores de políticas monetárias. Ou a criação de um mercado de emissões de CO₂ é uma tentativa de ajudar a internalizar os custos sociais gerados pela poluição das empresas.

O segundo bloco de elementos é diferente. Quando se diz que o capitalismo não funciona mais (traduzido como «não crescemos como no passado» e/ou «apenas beneficia alguns»), o que está a acontecer é outra coisa. Na realidade, estamos numa etapa histórica de alterações aceleradas, presidida por elementos como o salto tecnológico, a intensificação da globalização, o envelhecimento demográfico ou a transição ecológica. Nesta fase histórica o capitalismo atua certamente como intermediário contra esta série de choques e tendências mas não pode ser considerado como a última causa. Isto não significa que a referida mediação seja automática ou neutra, pois certamente (e aqui entramos no ponto-chave do nosso diagnóstico da «crise» do capitalismo) nem todos os capitalisms são iguais.

É assim que se entende que num dos principais pontos de tensão, que ocorre em determinadas economias que parecem incapazes de conciliar crescimento económico e capacidade de redistribuição (ou de luta contra a desigualdade), não é um *trade off* óbvio, no entanto outros países parecem ter encontrado um equilíbrio razoável.

Capitalismo: um sistema adaptativo

A nossa tese é que estas diferenças entre capitalisms são importantes... e muito. Apesar da defesa desta tese ser o objetivo dos três artigos seguintes, queremos fazer um pequeno *spoiler* aos nossos leitores. A premissa básica é que, apesar de existir um núcleo rígido de características partilhadas por todas as economias capitalistas, na prática existe uma série de diferenças entre países, que acabam por formar uma série de variedades de capitalismo claramente diferenciáveis e que estas variedades funcionam melhor, ou pior, dependendo das características do ambiente ou do momento histórico. Por exemplo, e para mencionar uma grande preocupação atual, as capacidades de combater pandemias não serão as mesmas entre variedades de capitalismo.

De facto, a existência de variedades de capitalismo entre países sugere uma característica fundamental deste sistema económico, a sua capacidade de adaptação e evolução. Face às críticas daqueles que entendem o sistema capitalista como algo monolítico e imutável, uma revisão histórica permite-nos descartar esta visão estática, pois como será defendido no nosso artigo final, o capitalismo atual e o capitalismo de 1945 apresentam muitas diferenças. Por este motivo e para o convencer, caro leitor, pedimos para que nos possa acompanhar nos seguintes artigos do Dossier. Vamos, portanto, penetrar nesta visão enriquecida do capitalismo (dos capitalisms, para sermos mais concretos), a fim de entender bem as causas e consequências desta inter-relação complexa entre tendências globais, sistemas económicos e prosperidade.

Capitalismo, na variedade está o gosto

Os EUA e a Alemanha são muito diferentes, é óbvio, mas os dois países partilham uma característica comum: ambos são capitalistas. De facto, se efetuarmos uma rápida retrospectiva de todos os países do mundo, acabamos por identificar antes aqueles que não são capitalistas, a Coreia do Norte e Cuba¹. Portanto, o capitalismo é o modelo económico mais dominante, e praticamente universal. Sendo assim, quando a realidade económica é observada com maior detalhe, começam a surgir algumas questões: são realmente o mesmo sistema económico, num em que o despedimento livre é comum (EUA) e noutro onde é fortemente regulado (praticamente em toda a Europa)? Num onde a despesa social representa 31% do PIB (França) e noutro onde apenas ultrapassa os 11% (Coreia do Sul)? E poderíamos continuar, mas a dúvida parece justificada: são, na realidade, capitalistas todos os países assim convencionalmente considerados? A resposta breve é que sim, a economia pode ser organizada sob formas institucionais muito diversas sem deixar de operar sob a lógica do mercado. Ou, por outras palavras, o capitalismo pode assumir formas significativamente diferentes sem alterar a sua natureza profunda.

Economia de mercado liberal versus economia de mercado coordenada

Estas formas diferentes são conhecidas, na literatura académica, sob a denominação de variedades do capitalismo. É uma literatura cuja própria evolução já ilumina a questão que nos interessa e que é, como propusemos no artigo anterior deste Dossier, a reflexão sobre as anomalias (baixo crescimento, desigualdade crescente, etc.) que o capitalismo parece acumular. Na nossa opinião, estamos numa posição melhor para aprofundar este debate se conseguirmos identificar modalidades do capitalismo mais bem preparadas para lidar com estes problemas.

Pois bem, a primeira grande distinção que esta literatura oferece é bastante lógica, pois postula a existência de duas grandes variedades. A primeira, que geralmente é típica dos EUA é a denominada economia de mercado liberal e, tal como podemos observar na primeira tabela, é caracterizada por elementos como uma maior importância da coordenação através do mercado, elevado grau de flexibilidade da mão de obra ou um menor peso da regulação e da intervenção pública. A segunda é conhecida como economia de mercado coordenada ou também como «economia social de mercado». Esta variedade é caracterizada, entre outros aspetos, por uma coordenação menos mediada pelo mercado, por um mercado de trabalho mais regulado e por um maior peso do setor público².

Um mundo de diversos capitalismos e em transição

Embora atraentes na sua simplicidade, estas duas categorias parecem excessivamente simplificadas, pois são uma estrutura demasiado rígida para acomodar a multiplicidade de formas de capitalismo que são observadas, principalmente porque após a queda do Muro de Berlim se tornaram no modelo produtivo predominante. Assim, à medida que as antigas economias comunistas se encaminham em direção a várias modalidades do capitalismo e aceleram os processos liberalizadores das economias europeias no âmbito da UEM, à medida que a

Características principais das variedades fundamentais do capitalismo

	Economias de mercado liberais	Economias de mercado coordenadas
Mecanismos de coordenação e principais instituições	Mercado e contratos	Mercado (em determinado grau) e instituições não comerciais (acordos coletivos, organizações multisetoriais, etc.)
Setores-chave	Setores inovadores, de alteração radical e nos quais o dinamismo é importante	Setores baseados na acumulação de competências e de alteração incremental
Sistema político	Presidencialistas, poucos partidos, sistemas eleitorais majoritários e orientados para a concorrência política	Vários partidos, sistemas proporcionais e parlamentares e orientados para a criação de consenso
Tipo de estado de bem-estar	Liberal, complementar	Universalista
Mercado de trabalho	Flexível e dinâmico, preponderância do quadro legal ao nível de empresa, com tendência para uma elevada rotatividade	Preponderância do quadro legal ao nível do setor ou a nível nacional, contratos de longa duração, restritividade e menor flexibilidade
Competências e capacidades dos trabalhadores	Gerais, que favoreçam a rotatividade entre setores	Especializada e idiossincrática, orientada para a permanência no setor
Horizonte do investimento produtivo	Curto prazo	Longo prazo
Estruturas organizativas típicas na empresa	Verticais, capacidade de decisão concentrada nos níveis de direção superior	Horizontais, capacidade de decisão mais partilhada entre agentes
Tipologia de inovação	Dinâmica, de rutura	Incremental

Fonte: BPI Research, a partir de J. Aguirre e R. Lo (2012). «Variedades de capitalismo. Una aproximación al estudio comparado del capitalismo y sus aplicaciones para América Latina». Centro Interdisciplinar para o Estudo de Políticas Públicas. Documento de Trabalho 85.

1. Os países nominalmente comunistas são mais, mas na prática são sistemas híbridos, com elementos de capitalismo facilmente identificáveis. Um caso paradigmático nesta linha seria o Vietname ou mesmo a Venezuela.

2. Ver Hall, P. A. e Soskice, D. (Eds.). (2001). *Varieties of capitalism: The institutional foundations of comparative advantage*. OUP Oxford.

globalização se espalha e integra mais países e, finalmente, em que se acelera a revolução tecnológica, verificamos que as formas híbridas do capitalismo assumem uma maior importância.

Assim, é possível detetar variedades que partilham muitas das características liberais, mas não todas (as quais denominamos economias de mercado quase liberais) ou outras que se assemelham, mas com diferenças, às economias sociais de mercado (denominamos como economias de mercado quase coordenadas). Além disso, uma revisão mais detalhada do passado mostra que existiu uma variedade que normalmente é denominada como economia com preponderância estatal e que, ao ser caracterizada por um papel importante por parte do Estado nos mecanismos de coordenação, tem sido relevante nalguns países.

Em suma, é possível utilizar esta literatura académica mais recente para construir uma versão atualizada com uma boa capacidade interpretativa do mundo capitalista existente³. Especificamente, a taxonomia proposta é construída a partir de uma série de variáveis que refletem a disparidade de acordos institucionais que podem ser tomados para organizar uma economia de mercado (por exemplo, o grau de proteção dos trabalhadores, a importância dos mercados financeiros, das relações de trabalho, etc.). Através de um exercício de segmentação, é possível identificar países cujos indicadores nestas áreas são semelhantes e, desta maneira, propor as cinco variedades de capitalismo mencionadas anteriormente: economias de mercado liberais, coordenadas, quase liberais, quase coordenadas e com preponderância estatal (consultar os resultados na segunda tabela).

Como é possível observar na segunda tabela com a nossa classificação atualizada dos países nas diferentes variedades do capitalismo, aparece em destaque um crescimento das variedades híbridas do capitalismo, as quais são as quase liberais e as quase coordenadas. Em particular, é importante destacar que os países tipicamente coordenados introduziram uma maior flexibilidade nalguns dos seus aspetos mais característicos através de reformas que introduzem elementos liberais. O caso mais paradigmático da hibridação seria, sem dúvidas, a Alemanha, que passa de ser um arquétipo da economia de mercado coordenada para uma quase coordenada após as importantes reformas liberalizadoras da década de 2000 (em particular, as denominadas reformas Hartz do mercado de trabalho, que o flexibilizaram significativamente). Outro elemento interessante de destaque sobre as transições entre variedades é o desaparecimento do que denominamos economia de mercado de preponderância estatal. É em grande parte resultado do processo de liberalização que ocorreu em economias como a espanhola ou a portuguesa no âmbito da sua plena integração no mercado europeu e as consequentes privatizações que ocorreram na transição para a criação da moeda única.

Em suma, se estas dinâmicas são uma representação razoavelmente boa do mundo nos últimos 30 anos, quando o leitor as revê é possível que recupere algumas das questões que abordámos no primeiro artigo do Dossier. Assim, quais destas variedades são capazes de gerar, de maneira sustentada, melhores ritmos de crescimento? Quais limitam, em maior medida, uma tendência de desigualdade? Quais são as mais inovadoras? Paradoxalmente, o mundo académico prestou relativamente pouca atenção a esta relação entre variedades de capitalismo e resultados económicos e sociais. Embora exista alguma exceção⁴, as questões relevantes para os cidadãos comuns não foram suficientemente estudadas. Não nos podemos dar ao luxo de ignorar uma questão tão importante. Neste sentido, no próximo artigo iremos tentar elucidar ao nível dos resultados das várias variedades do capitalismo. Aguardamos algumas surpresas.

Variedades do capitalismo: países integrantes

	1990	2015
Economias com preponderância estatal	Espanha Turquia Itália Bélgica Grécia	
Economias de mercado coordenadas	Áustria Alemanha Dinamarca Finlândia Suécia França Holanda	Portugal Itália França
Economias de mercado quase coordenadas	Noruega Japão	Nova Zelândia Japão Grécia Turquia Polónia Alemanha República Checa Coreia do Sul Hungria Polónia
Economias de mercado quase liberais	Austrália Nova Zelândia Irlanda Suíça	Suécia Irlanda Finlândia Dinamarca Áustria Holanda Noruega Espanha Bélgica
Economias de mercado liberais	Estados Unidos Reino Unido Canadá	Austrália Canadá Estados Unidos Suíça Reino Unido

Nota: Atualização da classificação de Schneider e Paunescu, com novos dados até 2015. Elaborada através da utilização da técnica cluster analysis, um método de agrupamento, com dados socioeconómicos e institucionais (por exemplo, grau de proteção dos trabalhadores, importância dos mercados financeiros, relações de trabalho, etc.).

Fonte: BPI Research, a partir de Schneider e Paunescu (2012), e dados da OCDE, UNCTAD, FMI e Banco Mundial.

3. Ver Schneider, M. R. e Paunescu, M. (2012). Changing varieties of capitalism and revealed comparative advantages from 1990 to 2005: A test of the Hall and Soskice claims. *Socio-Economic Review*, 10(4), 731-753.

4. Ver Acemoglu, D., Robinson, J. e Verdier, T. (2012). «Can't We All Be More Like Nordics? Asymmetric Growth and Institutions in an Interdependent World». NBER Working Paper 18441. National Bureau of Economic Research. Working Paper 18441. National Bureau of Economic Research.

As promessas das variedades do capitalismo, ou sobre a impossibilidade de ter tudo

O filósofo político norte-americano John Rawls apelidou o conceito de «véu da ignorância». Sob esta expressão enigmática, existe uma noção sugestiva: para saber qual é a melhor sociedade para se viver, devemos perguntar-nos «se não soubesse qual seria a posição que ocuparia nesta sociedade, em que tipo de sociedade escolheria viver ao nascer?» Rawls coloca esta questão em termos de uma sociedade mais justa, mas nós iremos propor-lhe a si, caro leitor, a seguinte reflexão: tendo em conta as evidências disponíveis e as suas preferências, em que variedade do capitalismo preferiria «viver»? Vamos rever o menu de grandes alternativas disponíveis.

Uma primeira abordagem para delinear o menu é comparar várias características socioeconómicas nas várias variedades do capitalismo (ver a tabela em anexo). Tal como mencionámos no artigo anterior, uma primeira grande distinção é entre as economias com maior coordenação através do mercado, um elevado grau de flexibilidade da mão de obra ou um menor peso de regulação e da intervenção pública (economias liberais) e entre as economias caracterizadas por uma coordenação menos mediada por parte do mercado, por um mercado de trabalho mais regulamentado e por um peso maior do setor público (economias coordenadas ou também as denominadas economias sociais de mercado). Além disso, podem ser identificadas duas variantes que partilham parte, mas não todas, das características (quase liberais e quase coordenadas) e uma quinta variedade cuja característica mais relevante é a preponderância da atividade pública. Este exercício permite-nos chegar a uma primeira grande conclusão: em muitas áreas, as variedades híbridas, ou seja, a quase coordenada e a quase liberal, parecem atualmente oferecer boas possibilidades em termos de crescimento, inovação e inclusão.

No entanto, para refinar a análise é necessário ir além da radiografia atual e relacionar, através de um exercício econométrico (consultar os detalhes metodológicos no gráfico), as principais variáveis socioeconómicas com as diversas modalidades do capitalismo e a sua evolução no tempo desde 1990. Vamos ver, então, o resultado desta análise.

Principais características fundamentais das variedades do capitalismo

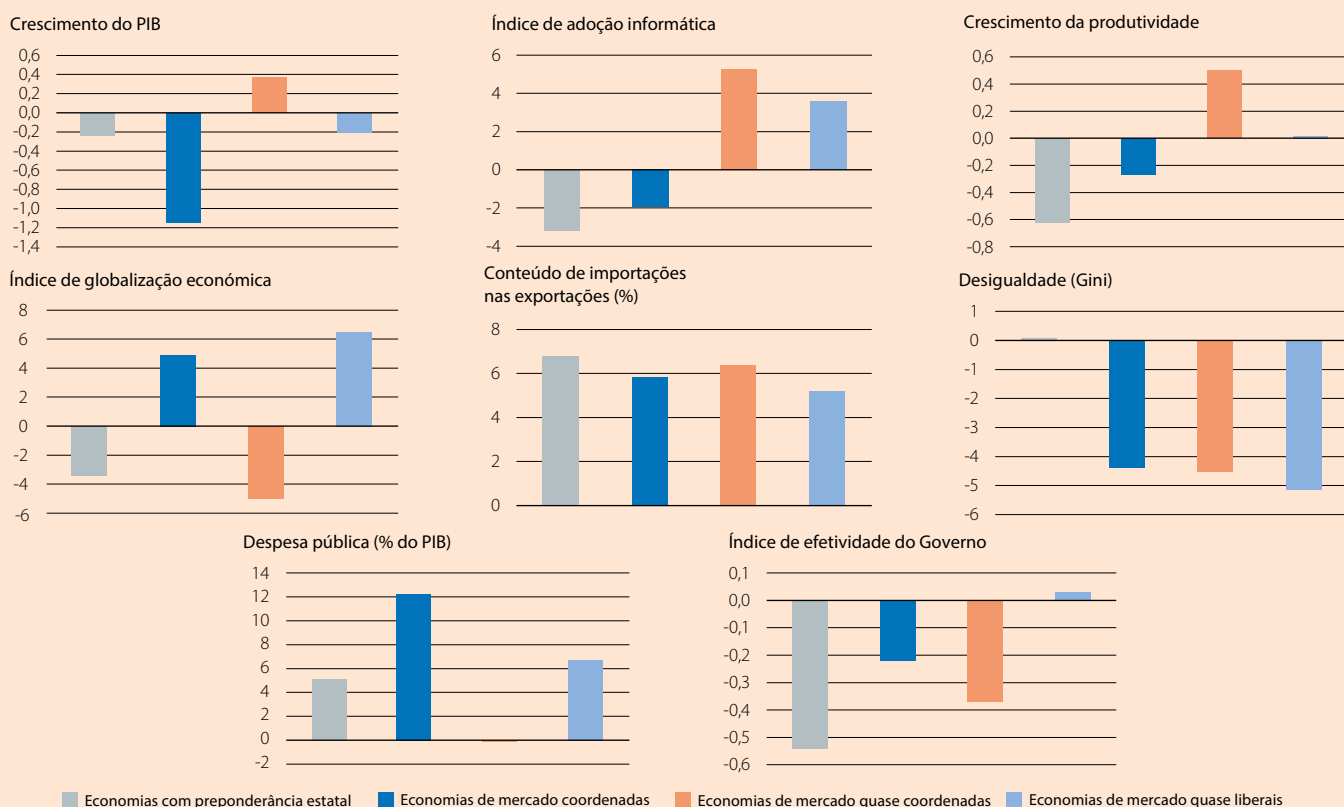
	Economias de mercado liberais	Economias de mercado coordenadas	Economias de mercado quase coordenadas	Economias de mercado quase liberais
Dimensão da equidade				
Gini (2015-2018)	35,3	34,5	32,7	29,6
Índice de crescimento inclusivo (2018)	5,2	4,4	4,7	5,4
Dimensão do crescimento				
Crescimento do PIB (2015-2020)	0,5	0,4	0,6	1,1
Inflação (2015-2020)	1,2	0,7	2,3	1,1
Dimensão da digitalização/tecnologia				
Índice de adoção informática (2018)	74,0	69,8	71,9	76,3
Crescimento da produtividade (2015-2018)	0,5	0,4	0,6	1,1
Crescimento da produtividade de trabalho (2015-2019)	0,7	0,4	1,7	1,4
Teletrabalho (2018)	43,3	35,3	31,2	39,7
Dimensão da globalização				
Índice de globalização (2015-2017)	85,8	84,8	81,0	88,2
Índice de globalização económica (2015-2017)	74,5	75,5	71,6	83,5
Conteúdo de importações nas exportações (%) (2015)	18,8	29,0	27,8	27,0
Dimensão da importância da atuação pública				
Défice em percentagem do PIB (2015-2019)	-1,6	-2,5	-0,6	0,0
Dívida em percentagem do PIB (2015-2019)	72,9	117,9	82,0	64,5
Camas de hospital por 1.000 (2015-2018)	3,3	4,2	7,0	3,9
Despesa total em saúde em percentagem do PIB (2015-2018)	11,8	9,8	8,0	9,8
Investimento em saúde em percentagem do PIB (2015-2018)	51,0	58,0	19,6	54,2
Qualidade reguladora (2015-2018)	1,7	0,9	1,0	1,6
Efetividade do Governo (2015-2018)	1,7	1,0	1,0	1,6
Dimensão da satisfação de necessidades				
Esperança de vida (2015-2018)	81,6	82,3	80,1	81,9

Notas: Médias dos anos entre parênteses. Os valores maiores do índice de crescimento inclusivo correspondem a maior crescimento inclusivo.

Fonte: BPI, a partir dos dados da OCDE, do FMI, do Banco Mundial e do KOF Swiss Economic Institute.

O impacto das variedades do capitalismo sobre as principais variáveis socioeconómicas

Diferença em relação às economias de mercado liberais



Notas: Estes gráficos mostram os resultados de 6 regressões lineares MCO utilizando dados de painel com 26 países e 7 períodos. Em cada regressão, a variável de resposta é uma das seis variáveis socioeconómicas e as variáveis explicativas são variáveis binárias que denotam a variedade de capitalismo à qual cada país pertence em cada período (é excluída a variável binária para a variedade de economias de mercados liberais) e variáveis de controlo do PIB per-capita e efeitos fixos de tempo. Os gráficos mostram as dimensões dos coeficientes das quatro variáveis binárias da variedade do capitalismo. Como foi excluída a variável binária para a variedade de economias de mercado liberais, estes coeficientes podem ser interpretados relativamente a esta variedade. Por exemplo, os resultados da regressão com o índice Gini como variável de resposta sugerem que as economias de mercado coordenadas, em média e controlando o PIB per-capita e os efeitos de tempo fixo, possuem um índice Gini 4,37 pontos inferior em relação às economias de mercado liberais, enquanto nas economias com preponderância estatal a diferença comparativamente com as economias de mercado liberais não é significativa.

Fonte: BPI Research, com base em dados de Schneider e Paunescu (2012), da OCDE, do Banco Mundial, do FMI, da UNCTAD e do KOF Economic Institute.

O crescimento como requisito essencial

Ao longo deste Dossier, afirmámos que qualquer sistema económico que não seja capaz de criar prosperidade a um nível minimamente aceitável está condenado ao fracasso. Pois bem, se se tratar de crescimento, o exercício econométrico que efetuamos aqui, e que é sintetizado nos gráficos em anexo, é bastante conclusivo: a economia quase coordenada e a economia liberal são as duas modalidades de capitalismo que mais crescem a longo prazo. Na direção oposta, a economia coordenada oferece piores resultados em termos de crescimento.

Qual é a base deste resultado? Em primeiro lugar, as economias quase coordenadas destacam-se pelo seu maior crescimento da produtividade, seja ele medido em termos de produtividade aparente do trabalho ou em termos de produtividade total dos fatores (PTF). Outro âmbito que poderá estar relacionado com a prosperidade a longo prazo é a capacidade de aproveitar a globalização, uma vez que existe um vínculo claro entre o grau de abertura da economia ao comércio internacional e ao crescimento.

O grande dilema: eficiência em vez de equidade?

Até agora, o leque de alternativas pode ser resumido da seguinte forma: se se trata de criar prosperidade será melhor jogar pelo seguro e escolher economias liberais, quase-liberais ou quase coordenadas. As economias de preponderância estatal (quando existiam) são ligeiramente inferiores. As economias coordenadas deverão ser evitadas. E se o preço deste crescimento for um nível de equidade inaceitavelmente baixo? Julgar a inaceitabilidade é algo que vai mais além das nossas possibilidades e que dependerá das preferências de cada um. O que podemos organizar são as variedades do capitalismo, de acordo com a sua capacidade de serem mais ou menos equitativas. Os resultados mostram algumas surpresas.

Assim, embora (como seria de esperar) as economias liberais mostrem o menor património, é um tanto surpreendente que as modalidades «híbridas», ou seja, as quase-liberais e as quase coordenadas, sejam mais equitativas do que as coordenadas. Não

deixa de ser um paradoxo que, apesar das coordenadas serem economias com maior despesa pública que as restantes – o que sugere uma maior preponderância do setor público na economia – não se traduz em níveis mais elevados de equidade. Parte do problema pode ser que os indicadores de eficiência do setor público das economias coordenadas não sejam muito bons, embora a verdade seja que as economias de preponderância estatal e as quase coordenadas também não brilham neste âmbito.

Sobre as possibilidades de escolher

De qualquer forma, a partir da nossa análise chegamos ao interessante resultado de que pelo menos duas das variedades do capitalismo, a quase coordenada e a quase liberal, foram capazes de oferecer resultados satisfatórios em termos de crescimento e simultaneamente alcançar um bom nível de equidade (pelo menos em termos comparativos). Isto oferece-nos um ponto de esperança para combater as visões apocalípticas que negam ao capitalismo a possibilidade de alcançar um certo ponto de equilíbrio virtuoso nas principais dimensões do bem-estar humano.

No entanto, a questão é se esta preferência por uma ou outra variedade do capitalismo resulta exclusivamente de considerações económicas. Embora não seja possível aqui explorar a questão ao pormenor, é possível apontar para uma tese básica: os elementos culturais, definidos num sentido vasto, são também certamente importantes. Num Dossier anterior¹ constatámos que o que aí denominávamos de viragem iliberal da política económica poderia estar associada, num grau não negligenciável, a fatores culturais, como os valores de cada sociedade. O facto de que, conforme é explicado no artigo «Capitalismo, na variedade está o gosto» neste Dossier, nas últimas duas décadas o número de países que fazem parte da categoria de economia liberal reduziu para metade pode estar, de certa forma, ligado a esta viragem iliberal. Portanto, sem negar o peso dos fatores económicos, não devemos ignorar que os elementos culturais também parecem estar por detrás desta opção. Uma lição que deve ser lembrada porque, tal como iremos explorar no próximo artigo do Dossier, estão a chegar tempos exigentes para as variedades do capitalismo menos equipadas para o mundo em que entramos.

1. Ver o Dossier «A ameaça da viragem iliberal» - IM01/2020.

Capitalismo(s) para o mundo de amanhã

Neste ponto do Dossier, esperamos ter convencido o leitor de que as diferentes variedades do capitalismo oferecem uma combinação de resultados económicos e sociais distintos. Nenhuma delas é, *a priori*, intrinsecamente melhor que as outras. Tudo dependerá do contexto histórico no qual se está inserido: algumas delas estão mais bem equipadas para determinadas situações, enquanto funcionam pior noutras circunstâncias. Assim, no mundo em que estamos a entrar, quais são as variedades de capitalismo que potencialmente funcionarão melhor? E, quanto ao resto, existe esperança de alteração e evolução?

O mundo de amanhã começou ontem

Escrevemos ainda sob o impacto da COVID-19 e o seu halo de incerteza, incomparavelmente maior que o dos velhos tempos. Neste contexto, poderemos definir alguns aspetos-chave do futuro a médio e longo prazo que não serão superados por este turbilhão de acontecimentos? Com toda a cautela possível, acreditamos que tirar ilações do passado fornece-nos duas grandes conclusões. A primeira é que a história lembra-nos que grandes choques, incluindo pandemias como a atual, possuem efeitos estruturais, ou seja, alteram a dinâmica de longo prazo¹. A segunda é que estes choques atuam em muitas dimensões, sendo uma das mais fundamentais a institucional.

As variedades do capitalismo não deixam de ser o resultado de uma certa combinação de vários elementos institucionais. Portanto, o que agora deve ser considerado é que tipo de pressões sofrerão as diferentes variedades devido à transmissão do choque. É hora de lançar questões como se as variedades que mais se articulam na coordenação através do mercado, um elevado grau de flexibilidade da mão de obra ou um menor peso da regulação e intervenção pública (economias liberais) funcionarão melhor. Ou se, em contrapartida, serão aquelas variedades caracterizadas por uma coordenação menos mediada pelo mercado, um mercado de trabalho mais regulado e por um maior peso do público (coordenadas ou também denominadas economias sociais de mercado). Ou, talvez, no futuro tenham melhor desempenho as variedades «híbridas» (quase liberais e quase coordenadas).

Dimensões críticas da mudança: dinamismo económico, resiliência e equidade

Nos últimos meses, foram efetuadas análises nas quais foram debatidos vários aspetos da nossa economia, sociedade e política que mudarão como resultado da pandemia. Assim, destaca-se que ocorrerá uma aceleração de tendências, como por exemplo a digitalização, com novas formas de trabalhar ou consumir. Ou também que observaremos alterações nas formas de produção, com uma mudança para cadeias de valor menos fragmentadas globalmente. Da mesma forma, é mencionado o maior peso dos governos e das atuações públicas para resistirem ao golpe económico e para fornecerem maiores recursos ao sistema de saúde.

Além de certamente poder ser ampliada, esta lista é suficiente para ilustrar três grandes dimensões que unem o que poderíamos chamar de necessidades, ou exigências, no sistema: o dinamismo económico, a resiliência e a equidade. Não são certamente compartimentos estanques mas, ao serem definidos como blocos diferentes, podem-nos ajudar a percebê-los melhor.

A dimensão do dinamismo económico é crítica em qualquer sistema económico, pois na nossa opinião, se ela não for cumprida, o sistema simplesmente entra em colapso. O comunismo falhou porque os seus níveis de eficiência e, consequentemente, de crescimento eram muito baixos. O capitalismo, por outro lado, é predominante porque tende a ser eficiente e, como resultado, capaz de oferecer crescimento económico sustentado ao longo do tempo. Assim, é uma procura que no futuro será mantida, tal como já acontecia no passado.

Uma segunda dimensão é a resiliência, subjacente a muitas das alterações mencionadas anteriormente. Trata-se de garantir que o sistema económico seja mais sólido que no passado. Esta resiliência opera em vários níveis, como a mudança para fornecedores locais (que são menos vulneráveis) ou a deslocalização de grandes sedes empresariais para unidades mais pequenas (inclusive para as casas dos funcionários). No entanto, também em decisões de políticas públicas, como o reforço dos recursos de saúde ou intervenções económicas para apoiar as necessidades provadas de liquidez e de financiamento. Esta dimensão da resiliência é relativamente recente e tem vindo a acelerar após a pandemia, embora nalguns elementos já tenha começado a surgir nos últimos anos.

Finalmente, a última dimensão é a da equidade. Estritamente, muitos sistemas económicos foram capazes de gerar crescimento económico suficiente durante longos períodos sem abordar questões de equidade. No entanto, pelo menos desde a Grande Recessão de 2008-2009, tornou-se claro que a sociedade entende que é irrenunciável um determinado grau de inclusividade do crescimento. Na nossa opinião, a crise da COVID-19 intensifica a procura de prosperidade para todos (ou pelo menos para muitos), como demonstram as medidas, em conceção ou em execução, que deverão promover o crescimento inclusivo.

1. Relativamente a esta questão, consulte o Dossier «O mundo depois da COVID-19» na IM05/2020.

Diferentes pressões sobre as variedades do capitalismo

Estarão as diversas variedades do capitalismo preparadas para atender às necessidades de dinamismo, resiliência e equidade? Para responder a esta pergunta fundamental, associámos uma vasta gama de características socioeconómicas que compilámos no artigo «As promessas das variedades do capitalismo» às três dimensões mencionadas anteriormente (ver o gráfico).

Como era de esperar, essas diversas variedades não estão nas mesmas condições para enfrentar as necessidades acima mencionadas. Assim, as economias quase-liberais (onde atualmente, de acordo com a nossa classificação, se encontram Espanha e os países nórdicos, entre outros) parecem estar em melhor posição, pois oferecem elevados resultados nas três dimensões: o seu ponto de partida é o melhor em questão de dinamismo económico e equidade, e o segundo melhor em resiliência. À distância, as economias liberais possuem níveis de resiliência semelhantes às quase liberais, mas com menor crescimento e equidade. Finalmente, as economias quase coordenadas e coordenadas parecem estar submetidas a maiores tensões, pois apesar das duas variedades exibirem um nível semelhante de dinamismo económico, as economias coordenadas são as que estão relativamente pior em termos de equidade, enquanto as economias quase coordenadas se afastam das restantes variedades em termos de resiliência².

Este diagnóstico certamente indica quais são as variedades que estão numa posição melhor ou pior para enfrentar o choque, mas não implica que esta seja a situação a longo prazo uma vez que um dos elementos fundamentais do capitalismo é a sua capacidade de adaptação.

Sobre a possibilidade de alterações no capitalismo

Como vimos no artigo «Capitalismo, na variedade está o gosto», nas últimas décadas o capitalismo de preponderância estatal desapareceu e as variedades «mais puras», como a liberal e a coordenada, perderam representantes a favor de modelos «híbridos». Isto sugere-nos que a mudança não é uma possibilidade teórica, mas sim uma realidade histórica. Sob condições normais, as instituições que compõem as variedades do capitalismo evoluem lentamente. No entanto, quando ocorrem grandes perturbações, esta evolução acelera ou até, em casos dramáticos, podem aparecer novas. Novamente, a criação de cenários para o futuro é muito incerta, mas o passado pode fornecer-nos algumas lições.

Quando olhamos para a história institucional do capitalismo nos últimos dois séculos, podemos identificar três grandes etapas³. A primeira começa em meados do século XIX e atinge, com altos e baixos significativos, o período entre as duas grandes guerras mundiais. É um mundo no qual o capitalismo assume a forma que geralmente descrevemos como *laissez-faire*, ou seja, com poucos contrapesos regulamentares e institucionais no mercado e uma situação, na maior parte dos países, de um estado de bem-estar social inexistente ou incipiente. Na esfera financeira, é hora do “padrão-ouro”.

Após a Segunda Guerra Mundial, o sistema mudou e foram introduzidos elementos de intervenção pública de importância significativa (por exemplo, é desenvolvido o estado de bem-estar social na Europa), é construído um sistema de instituições multilaterais e começam a ser estabelecidas as atuais bases da globalização económica e financeira. É o momento da política económica *keynesiana*.

Finalmente, após o colapso do sistema de Bretton Woods e dos choques de oferta das décadas de setenta e oitenta do século passado, o capitalismo reforma-se com uma diminuição do peso do público no sistema económico, o abandono do keynesianismo e uma viragem para a economia da oferta e para o estabelecimento do que, num Dossier anterior, denominámos de consenso liberal⁴.

Com base nesta breve revisão é possível tirar uma conclusão simples, mas poderosa: desde 1850, aproximadamente, o capitalismo tem-se vindo a transformar, em parte como resposta a choques e tendências muito variadas, e também tem vindo a sofrer mutações em cada transformação a estrutura institucional que o apoia. Esta capacidade adaptativa tem sido fundamental para a sua sobrevivência e acreditamos que desta vez não será diferente.

Variedades do capitalismo: posição em dimensões fundamentais no futuro



Notas: É calculado um índice de 0 a 100 em cada dimensão, de modo que se uma variedade for a melhor em todas as variáveis que compõem a dimensão, ela obtém 100 pontos e, se for a pior, recebe 0. A dimensão do dinamismo económico é composta pelo crescimento, a inflação, o índice de adoção de TIC, o crescimento da PTF, o crescimento da produtividade do trabalho, o índice de teletrabalho, o índice de globalização total, o índice de globalização económica e o conteúdo das importações nas exportações. A dimensão da equidade é composta pelo índice de Gini e pelo índice de crescimento inclusivo. A dimensão da resiliência é composta pelo índice de adoção de TIC, o índice de teletrabalho, a dívida pública, o défice público, as camas de hospital por cada 1.000 habitantes, a despesa total em saúde, o investimento em saúde, a qualidade reguladora e a eficácia governamental.

Fonte: BPI Research.

2. Estes resultados são diferentes dos encontrados na análise do artigo anterior, no qual as quase-coordenadas ficariam melhor posicionadas, embora as duas análises sejam diferentes, pois aqui abordamos a posição atual das economias. Com toda a prudência necessária, a nossa interpretação é de que, para o futuro, é mais relevante a posição atual nas diferentes dimensões do que a derivada da análise histórica desenvolvida anteriormente.

3. Sobre este assunto, ver, por exemplo, Ruggie, J. G. (1982). «International regimes, transactions, and change: embedded liberalism in the postwar economic order». International organization, 36(2), 379-415.

4. Consultar o Dossier «A ameaça da viragem iliberal» na IM01/2020.

ESTUDOS E PUBLICAÇÕES

Todos os estudos e publicações do BPI estão disponíveis em: 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

