

## Resumo

*A propagação global do coronavírus está a ter efeitos devastadores a nível humano e será um choque sem precedentes para a economia mundial, a qual será temporariamente mergulhada numa recessão. Contudo, quando as medidas essenciais para conter a pandemia forem retiradas, pode esperar-se uma rápida recuperação da atividade. Para tornar isso possível, estamos confiantes de que os governos dos principais países tomarão as medidas necessárias para garantir que o impacto do COVID-19 na economia não se sinta, uma vez terminada a pandemia. A resposta que já estão a dar vai na direção certa, embora seja provável que se mostre necessário tomar medidas adicionais tanto a nível nacional como, sobretudo, a nível europeu. Desta vez não podemos repetir os erros da última crise: é essencial e urgente avançar de forma decisiva para uma união fiscal. A ação dos bancos centrais também será crucial. As principais autoridades monetárias já anunciaram fortes medidas para dotar os mercados de liquidez suficiente e adquirir grandes montantes de dívida pública, o que facilitará o financiamento dos défices públicos. Se as medidas tomadas forem suficientemente ambiciosas e eficazes, o aumento do défice público será muito substancial este ano, mas temporário; em 2021, a atividade poderá recuperar fortemente e a dívida pública voltará à trajetória descendente observada nos últimos anos.*

## Um choque global de enorme dimensão

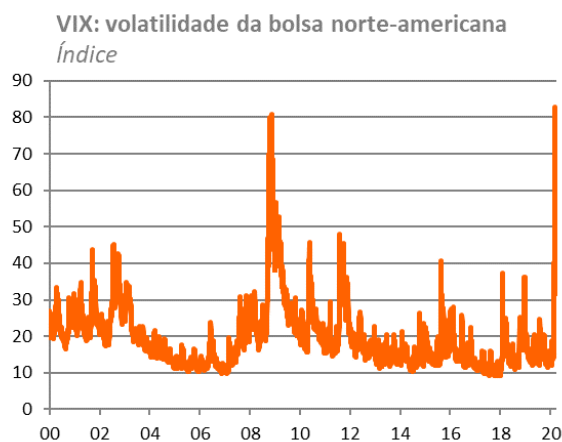
Embora a incerteza seja muito elevada, dado que, na era moderna, não existem precedentes comparáveis com a situação atual, a pandemia global do coronavírus acabará provavelmente por ter consequências económicas com uma intensidade sem precedentes a curto prazo. Os poucos indicadores publicados após o início da pandemia assim o sugerem: na China, onde o vírus se espalhou primeiro, foram tomadas medidas radicais de contenção com resultados positivos após dois meses. Contudo, o impacto no ritmo da atividade também tem sido muito profundo. Estima-se que o PIB chinês tenha diminuído cerca de 10% no primeiro trimestre em comparação com o trimestre anterior (valor não anualizado). Dado que foi o primeiro país afetado, devemos considerar estes dados como um indicador do que poderá acontecer nas restantes economias.

Naturalmente, a intensidade com que o vírus afetará cada país dependerá de muitos fatores, como do seu sistema de saúde, da sua demografia (uma sociedade jovem num país emergente não é o mesmo do que um país com uma pirâmide populacional mais envelhecida), da sua estrutura territorial (países com alta densidade urbana versus outros menos urbanizados) ou o seu nível de desenvolvimento.

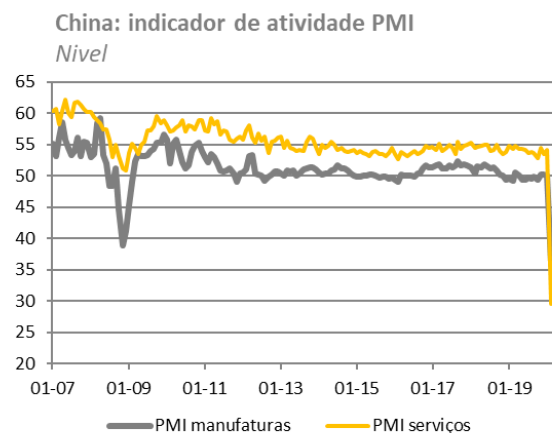
Mas a evolução da pandemia até à data sugere que nenhum país poderá evitar ser diretamente afetado. Além disso, todas as economias estão expostas, em maior ou menor grau, à queda da procura global, que começou a ser sentida no início do ano na China como resultado da pandemia, e que se intensificará nos próximos meses à medida que se espalhar para o resto do mundo. Nenhuma economia será capaz de sair ilesa das perturbações nas cadeias de abastecimento globais e das restrições à mobilidade internacional das pessoas. Além disso, a deterioração do ambiente financeiro, cuja face mais visível são os declínios históricos que ocorreram nas últimas semanas em todas as bolsas de valores do mundo, deve ser somada a tudo o resto.

Não há margem para dúvidas que estamos perante a segunda grande crise económica e financeira do século XXI. No entanto, ao contrário do que aconteceu na Grande Recessão de 2008, a tomada de decisões está agora a ser muito mais rápida e determinada: de uma forma geral (pelo menos nas economias mundiais mais robustas), estão a ser estabelecidas as bases para uma resposta excecional.

## O aumento da volatilidade e o colapso histórico dos mercados bolsistas e dos indicadores de atividade na China sugerem que estamos a enfrentar a segunda grande crise económica e financeira do século XXI



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



Fonte: BPI Research, a partir de dados do Instituto Nacional de Estatística da China.

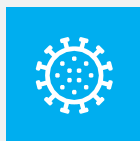
### Medidas extraordinárias em curso

Estamos a testemunhar um processo rápido de tomada de medidas tanto em termos de saúde pública como em questões estritamente económicas. Ambos estão necessariamente relacionados. As ações que estão a ser adotadas no mundo inteiro na primeira destas duas áreas centram-se em conter a expansão do coronavírus (através de variantes mais ou menos restritivas de distanciamento social), a fim de alisar a curva de contágio e, desta forma, limitar a pressão nos sistemas nacionais de saúde. Prevemos que, com mais ou menos intensidade, esta estratégia iniciada na China acabará por ser adotada em praticamente todos os países do mundo, razão pela qual o efeito económico acabará por ter a forma de um choque duplo praticamente simultâneo e global, ao nível da oferta e da procura.

Para lidar com este duplo impacto, está a ser rapidamente implementado um vasto leque de medidas económicas de amplitude e profundidade extraordinárias. Além das variantes, as medidas adotadas partilham o mesmo grande objetivo: evitar que um choque temporário acabe por ter efeitos negativos persistentes.

Com este objetivo em mente, estão a ser tomadas medidas principalmente em duas áreas. Em primeiro lugar, os principais bancos centrais e as autoridades fiscais estão a tomar medidas para proporcionar liquidez a todos os intervenientes no sistema económico, evitar a sua asfixia financeira e, assim, assegurar o bom funcionamento da cadeia de pagamentos. Em muitos países, e em particular nos EUA e na UE, as medidas de expansão monetária (QE) foram revitalizadas, as taxas de juro de referência foram significativamente reduzidas nos EUA, foram introduzidos programas de garantia de crédito privado, os impostos foram diferidos e as transferências e benefícios sociais foram antecipados ou flexibilizados. Atualmente, a posição de solvência e liquidez dos bancos é forte e espera-se que estes desempenhem um papel importante como transmissores destas políticas destinadas a satisfazer as necessidades de financiamento das empresas e das famílias.

Uma segunda linha de ação procura atenuar o impacto nos trabalhadores e trabalhadores independentes. Nesta área fundamental, as medidas adotadas em muitos países centram-se em permitir um ajustamento temporário dos níveis de emprego sem que isto implique a sua destruição permanente. Por exemplo, através de aplicações mais ágeis de medidas temporárias de ajustamento do emprego (o regime de *layoff* em Portugal). Por um lado, facilitam a viabilidade das empresas, incentivando também a preservação do vínculo entre a empresa e os trabalhadores, um elemento essencial para poder voltar rapidamente à normalidade quando a situação atual for ultrapassada. Da mesma forma, foi aplicada uma menor restritividade em termos de requisitos específicos para o acesso às prestações sociais de desemprego (no caso dos trabalhadores remunerados) ou de perda de atividade (trabalhadores independentes), para que a afetação dos seus rendimentos seja a mínima possível.



## A política fiscal deve estar à altura da magnitude do *shock*

### MEDIDAS PARA CONTER A CRISE DO COVID-19



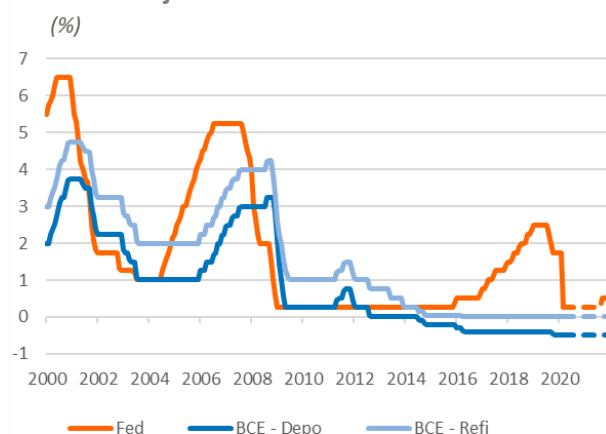
**BPI** Research

O objetivo final assenta em salvaguardar, na medida do possível, o bem-estar económico da população e a sua capacidade produtiva. Portanto, além das medidas mencionadas acima, dependendo do impacto que o COVID-19 acabará por ter na atividade económica, é provável que as medidas de apoio tenham de ser moduladas ou alargadas, por exemplo, através de ajuda pública direta ou incentivos fiscais para os grupos mais afetados. Neste sentido, os EUA já anunciaram um pacote abrangente de medidas.

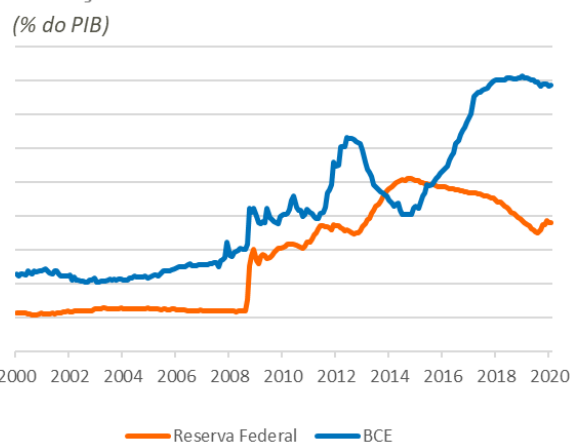
Todas estas medidas irão aumentar substancialmente as necessidades de financiamento do sector público. Por esta razão, e para eliminar quaisquer dúvidas sobre a sustentabilidade da dívida pública, os bancos centrais, e em particular a Fed e o BCE, ativaram programas muito extensos de aquisição de ativos que implicitamente cobrem a expansão da despesa pública e asseguram que as condições em que esta pode ser financiada são muito favoráveis.

### Ação dos bancos centrais, a chave para cobrir o forte aumento da despesa pública

**Taxas de juros do BCE e da Fed**



**Balanço dos bancos centrais**



## Cenário económico

Nos cenários que se seguem, realizados em condições de incerteza invulgares, está implícita a convicção de que as medidas tomadas são necessárias, ambiciosas e apropriadas, de modo a que a recessão seja muito forte, mas não duradoura.

Especificamente, esperamos um impacto negativo muito forte no ritmo de atividade no curto prazo, dependendo do país, já no primeiro ou segundo trimestre deste ano, e depois uma recuperação, também intensa, no segundo semestre de 2020 e em 2021. Globalmente, esperamos que a atividade caia 0,4% em 2020, portanto o impacto do coronavírus será de pouco mais de 3,5 pontos percentuais no crescimento deste ano, mas, em 2021, esperamos que o crescimento recupere e seja superior a 5%. Comparativamente, durante a Grande Recessão, o PIB caiu 0,1% em 2009 e recuperou fortemente no ano seguinte, registando um crescimento de 5,4%.

A nível europeu, estimamos que a Zona Euro esteja a entrar numa breve, mas grave recessão no primeiro semestre deste ano, com uma contração generalizada a vários países que deixará o crescimento em todo o ano de 2020 nos -3,1%. No entanto, a recuperação, que esperamos que comece já no segundo semestre deste ano, culminará em 2021 com um forte crescimento, que poderá ultrapassar os 4%.

## A recessão vai ser muito forte, mas não vai durar muito

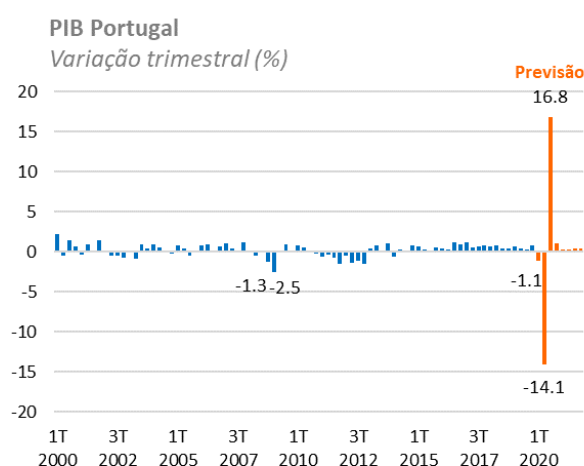
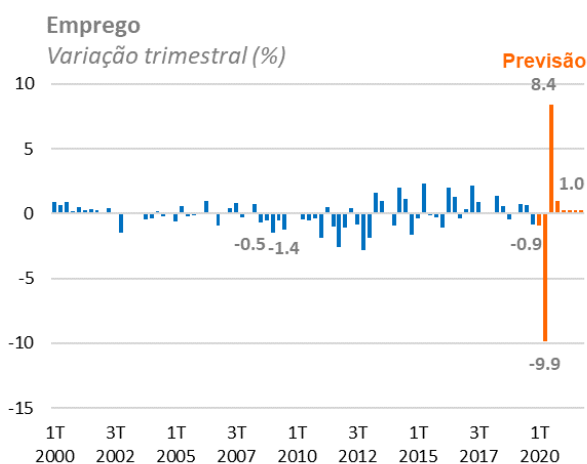
| Previsões de crescimento (%)                     | 2019       | 2020        |                       | 2021        |                       |
|--------------------------------------------------|------------|-------------|-----------------------|-------------|-----------------------|
|                                                  |            | Atual       | Antes do <i>shock</i> | Atual       | Antes do <i>shock</i> |
| <b>Economia mundial</b>                          | <b>2.9</b> | <b>-0.4</b> | 3.2                   | <b>5.6</b>  | 3.4                   |
| <b>Economias avançadas</b>                       | <b>1.7</b> | <b>-2.0</b> | 1.5                   | <b>3.5</b>  | 1.6                   |
| <b>EUA</b>                                       | <b>2.3</b> | <b>-1.7</b> | 1.8                   | <b>3.4</b>  | 1.8                   |
| <b>Zona Euro</b>                                 | <b>1.2</b> | <b>-3.1</b> | 1.1                   | <b>4.4</b>  | 1.3                   |
| Alemanha                                         | 0.6        | -3.1        | 0.7                   | 4.1         | 1.5                   |
| França                                           | 1.2        | -2.7        | 1.4                   | 4.5         | 1.5                   |
| Itália                                           | 0.2        | -4.6        | 0.5                   | 5.0         | 0.7                   |
| Espanha                                          | 2.0        | -3.6        | 1.5                   | 5.7         | 1.5                   |
| Portugal                                         | 2.2        | -3.4        | 1.7                   | 5.9         | 1.6                   |
| <b>Economias emergentes e em desenvolvimento</b> | <b>3.8</b> | <b>0.5</b>  | 4.4                   | <b>6.6</b>  | 4.5                   |
| <b>China</b>                                     | <b>6.1</b> | <b>2.5</b>  | 5.5                   | <b>11.0</b> | 5.7                   |

Fonte: BPI Research.

A economia portuguesa registará, muito provavelmente, um padrão semelhante ao europeu. Estimamos que a queda do PIB no primeiro semestre ronde os 8%, concentrando-se no 2T com uma quebra expressiva, de 15% trimestral. Este movimento é devido à retração abrupta, desde a entrada em vigor do estado de emergência em meados de março, de setores como hotelaria, restauração, lazer, cultura, retalho e transportes, que representam cerca de 30% do PIB português. Também outros setores – indústria e construção – sentirão os efeitos da pandemia. O efeito das medidas até agora adotadas pelo estado de emergência observa-se já no facto da restauração reportar quebras de atividade superiores a 70% e no facto de o tráfego nas autoestradas se ter reduzido em 75% na terceira semana de março. Mas o nosso cenário central aponta para que, superada a pandemia, e tirando partido das medidas de apoio implementadas pelas autoridades - que poderão ser aperfeiçoadas para melhor responder às necessidades ou até incrementadas se necessário - ocorra uma rápida recuperação da atividade económica no segundo semestre do ano. Assim, antecipamos que, no conjunto do ano, a contração do PIB se situe em torno dos 3,4% e que em 2021 a recuperação se reflita num crescimento da atividade económica próximo dos 6%.

Neste contexto, é de esperar um aumento da taxa de desemprego, que no segundo trimestre se situará em torno de 9%, antecipando-se, nos trimestres sucessivos, uma correção até que no último trimestre do ano atinja os 7,6%. Também como nas restantes economias europeias prevemos que as medidas extraordinárias implementadas com o intuito de reduzir o impacto da pandemia, coloque o saldo orçamental novamente em terreno negativo, possivelmente em torno de -4,5% do PIB e que a dívida pública aumente para níveis em torno dos 126% do PIB. Reiteramos, no entanto, que neste contexto, ações efetivas e ambiciosas são desejáveis de forma a minimizar o impacto da pandemia nas famílias e nas empresas. Ao garantir que as bases da recuperação sejam fortes agora, também reduzimos a probabilidade de que a fatura do setor público aumente no futuro.

## A economia portuguesa está a entrar numa forte recessão, da qual pode emergir rapidamente.



A incerteza em torno deste cenário global é invulgarmente elevada. No final, o impacto do COVID-19 na economia dependerá, sobretudo, de quanto tempo as estratégias de contenção do vírus precisam de ser mantidas ativas. Se tiverem de durar mais do que o esperado, o impacto económico poderá ser maior. Por exemplo, se as medidas de contenção tiverem de ser prolongadas até ao Verão, ou retiradas muito gradualmente, o declínio do PIB poderá ser de cerca de 7% este ano em muitos países desenvolvidos. No entanto, também é de esperar que as medidas de apoio às famílias e empresas anunciadas até agora sejam reforçadas, tanto no campo fiscal como no monetário. Este é, de facto, um dos principais riscos: que a resposta da política fiscal não seja compatível com a magnitude do choque. Se o COVID-19 tem um impacto na atividade económica de 5 pontos percentuais do PIB, o esforço fiscal deve ser comparável. Por outras palavras, se o seu impacto for o dobro do esperado, a resposta fiscal teria de ser a dobrar. Só assim o efeito do choque sobre as famílias e as empresas pode ser suficientemente amortecido e estar pronto para uma rápida recuperação quando a pandemia estiver sob controlo.

Perante um desafio desta dimensão, a UE deverá dar um passo em frente. Não podemos voltar a cometer os erros da última crise e deixar que surjam dúvidas sobre a sustentabilidade da dívida pública de qualquer país membro, muito menos sobre o futuro do euro. A fim de evitar esta situação, será necessário avançar decisivamente em direção a uma união fiscal, desenvolvendo mecanismos comuns de financiamento, como a emissão de *eurobonds* e o desenvolvimento de uma capacidade tributária a nível europeu, que permita tirar um maior aproveitamento da capacidade de despesa do conjunto da UE. Se não o fizermos perante uma crise humanitária como a atual, quando o faremos? Certamente que o desenvolvimento institucional que isto exige não pode ser feito rapidamente, mas as instituições europeias demonstraram ser ágeis em tempos difíceis e, acima de tudo, o firme compromisso com um plano ambicioso neste sentido poderia ser de grande ajuda face a estas circunstâncias.

Será também necessário prestar especial atenção à evolução dos países emergentes ou em vias de desenvolvimento, visto estarem numa posição mais vulnerável. Além de possuírem um sistema de saúde com menos recursos, vários países emergentes de referência acumulam desequilíbrios macroeconómicos e financeiros que podem limitar a sua resposta de política económica. Além disso, alguns deles já se encontravam numa situação política e social frágil antes do surto do vírus sendo fundamental, em tempos de dificuldade como o atual, ter uma sociedade coesa. Neste sentido, todo o apoio que os países mais desenvolvidos puderem oferecer poderá ser decisivo.

## Uma crise de alcance sem precedentes que vai mudar o mundo

---

Ainda imersos na fase mais complicada da crise da COVID-19, partilhamos duas convicções. A primeira, que iremos superar esta crise. A segunda, que apesar da sua previsível natureza temporária, o choque terá provavelmente efeitos estruturais. As crises – quando são desta dimensão – podem acelerar mudanças latentes ou originar mudanças inesperadas.

Certamente fortaleceremos, após esta crise, os sistemas de saúde e reavaliaremos o papel que os especialistas desempenham, cuja proeminência tem sido tão notória nestes dias. Também é provável que, a nível produtivo, surjam novas formas de nos organizarmos, tanto em termos globais como locais, seja pelo encurtar das cadeias de valor no sentido de melhorar a sua resiliência, ou pela maior implementação das formas de trabalho à distância. Estas mudanças também ajudarão a acelerar a transição económica para um sistema mais sustentável e amigo do ambiente.

De certeza que após esta crise reavaliaremos também o papel da coordenação e liderança internacionais. Nesta frente global é provável que a UE seja submetida a uma pressão com poucos precedentes. A história da UE diz-nos que as crises atuaram como um incentivo para avançar rumo a uma maior integração, sempre e quando existissem bases institucionais e políticas adequadas. Esta é precisamente a situação atual: os instrumentos institucionais e políticos, com os quais a UE se dotou na Grande Recessão, poderão dar um novo passo em frente em termos de integração europeia, um passo que antes do choque considerávamos irrealista. Sem dúvida que deverá ser assim.

Em suma, o mundo vai mudar e está nas nossas mãos decidir se esta crise, para além de gerar ameaças, pode também ser uma fonte de oportunidades.

---

BPI Research, 2020 e-mail: [deef@bancobpi.pt](mailto:deef@bancobpi.pt)

### **AVISO SOBRE A PUBLICAÇÃO “NOTA BREVE”**

A “nota informativa” é uma publicação elaborada em conjunto pelo BPI Research (UEEF) e o CaixaBank Research, que contém informações e opiniões provenientes de fontes que consideramos fiáveis. Este documento possui um propósito meramente informativo, pelo qual o BPI e o CaixaBank não se responsabilizam em caso algum pelo uso que possa ser feito do mesmo. As opiniões e as estimativas são próprias do BPI e do CaixaBank e podem estar sujeitas a alterações sem prévio aviso.