

## BARÔMETRO DE RISCO PAIS E SETORIAL

1º trimestre de 2020

Equipe de estudos  
econômicos Coface

## COVID-19: Caminhando para um aumento súbito na insolvência das empresas ao redor do mundo.

**N**o barômetro trimestral da Coface publicado em 4 de fevereiro de 2020, previmos que, paradoxalmente, os principais riscos para a economia mundial em 2020 teriam natureza não econômica. Incluímos riscos políticos e ambientais nessa categoria. Três meses depois, é outro tipo de risco não econômico que está levando a economia global à recessão. A epidemia de COVID-19 na China, que afetou inicialmente um número limitado de cadeias de valor, se transformou em uma pandemia global, sendo necessária a contenção de mais da metade da população do mundo, em mais de 50 países. Para as empresas, as medidas repentinas tomadas pelos governos para conter a expansão do vírus representam um choque duplo - oferta e demanda - que está afetando um grande número de indústrias. A singularidade dessa crise torna inúteis as comparações com as crises anteriores, pois elas têm origem financeira (crise mundial de crédito de 2008-2009, grande depressão de 1929).

Nesse contexto, não se trata mais de quais países e setores de atividade serão afetados por esse choque, mas dos (pouquíssimos) que serão poupados. Por exemplo, o setor farmacêutico e, em menor grau, a indústria de alimentos estão entre esses setores que, relativamente, serão poupados. Em 2020, a economia mundial deve experimentar sua primeira recessão desde 2009 (-1,3% após

+2,5% em 2019) e esperase que 68 países entrem em recessão este ano em comparação com apenas 11 no ano passado. O volume do comércio internacional cairá pelo segundo ano consecutivo (comércio mundial deve diminuir em 4,3% este ano em volume, após -0,4% em 2019), o risco de crédito das empresas aumentará acentuadamente e a Coface prevê que as insolvências corporativas devem aumentar em 25% em todo o mundo (comparado ao aumento de apenas 2% que era esperado em janeiro passado). Seria, de longe, o maior aumento desde 2009 (+29%), mesmo que a atividade econômica seja retomada gradualmente no 3º trimestre e sem a ocorrência de uma segunda onda de epidemia no segundo semestre deste ano. Essa tendência afetaria os Estados Unidos (+39%) e todas as principais economias da Europa Ocidental (+18%): Alemanha (+11%), França (+15%), Reino Unido (+33%), Itália (+18%) e Espanha (+22%). O choque pode ser ainda mais violento nas elas: além da pandemia, que pode ser mais difícil de administrar, eles também estão enfrentando a queda nos preços do petróleo, bem como as saídas de capital que quadruplicaram em relação ao nível de 2008. Por fim, a pandemia também deve trazer muitas consequências políticas, sendo a mais óbvia o aumento, a curto prazo, das tensões geopolíticas existentes.

## Uma crise de saúde...

Os dados sobre a disseminação da pandemia por país constituem informações essenciais e necessárias para estabelecer um ou mais cenários econômicos, mesmo que seu grau de confiabilidade dependa da frequência de testes realizados na população, da qualidade do sistema de comunicação de dados em cada país e da transparência das autoridades locais. A Universidade Johns Hopkins, nos Estados Unidos, é um modelo na compilação desses dados.

A análise de sua evolução destaca vários estágios na propagação da pandemia. Primeiro, a taxa de disseminação do vírus (chamada  $RO$ , ou seja, o número de pessoas infectadas por cada pessoa portadora do vírus) aumenta exponencialmente, estabelecendo-se em um nível alto: entre 2 e 3 no caso da COVID-19. Após a população ter sido alertada sobre o risco envolvido, o crescimento do número de novos casos confirmados se torna linear, embora forte (o número de casos aumenta em cerca de um terço por dia, ao passo que o número de pessoas afetadas dobra a cada três dias). Assim, o governo toma medidas para retardar a disseminação, mas o sucesso dessa estratégia depende, na maioria dos casos, do grau de severidade das medidas para limitar o contato entre as pessoas.

De acordo com os modelos de propagação epidêmica, o grau de propagação ( $RO$ ) resulta de três fatores:

- O número de contatos diários de uma pessoa infectada com outras pessoas;
- A probabilidade de uma pessoa não afetada ser contaminada no contato com uma pessoa afetada pelo vírus;
- A duração da doença em número de dias.

Com um  $RO$  igual a 3, e sem nenhuma ação das autoridades para retardar a expansão do vírus, quase toda a população será afetada em dois meses (ver Gráfico 1(a) no caso da França). Se reduzirmos esse grau de propagação pela metade ( $RO = 1,5$ ) – por exemplo, se cada pessoa diminuir o número diário de contatos interpessoais em 50% – ajuda, mas não é suficiente: quase metade da população será infectada em seis meses. Para conter a epidemia, o  $RO$  deve ser inferior a 1. Abaixo desse limite, o número de outras pessoas contaminadas por uma pessoa infectada cai tão rápido quanto havia aumentado durante a fase de disseminação.

Até o final de março, um pequeno número de países conseguiu o retrocesso da epidemia e quase todos estão localizados na Ásia (ver Quadro 1). Em outras regiões, apenas uns poucos países da Europa Setentrional parecem estar em uma situação semelhante: A Noruega, graças às rápidas medidas de contenção, e a Suécia, apesar de o país ter implantado medidas menos rígidas.

Em outubro de 2019, o Centro de Segurança da Saúde da Johns Hopkins Bloomberg School of Public Health, a Nuclear Threat Initiative e a Economist Intelligence Unit apresentaram o Índice Global de Segurança em Saúde (GHS) para 195 países. Os dados do Índice GHS são extraídos de fontes de dados disponíveis publicamente de países e organizações internacionais, bem como de uma variedade de fontes adicionais, incluindo informações governamentais publicadas. Entre muitos indicadores, o plano de contingência para emergências dos países (contendo um plano nacional de contingência para doenças com potencial pandêmico), bem como a operação de enfrentamento de emergências (ligação entre autoridades de saúde pública e segurança, treinos para o Centro de Operações de Emergência, etc.) são particularmente relevantes na atual situação de pandemia para qualificar as capacidades dos

Gráfico 1(a):  
Modelo de propagação da COVID-19 para a França

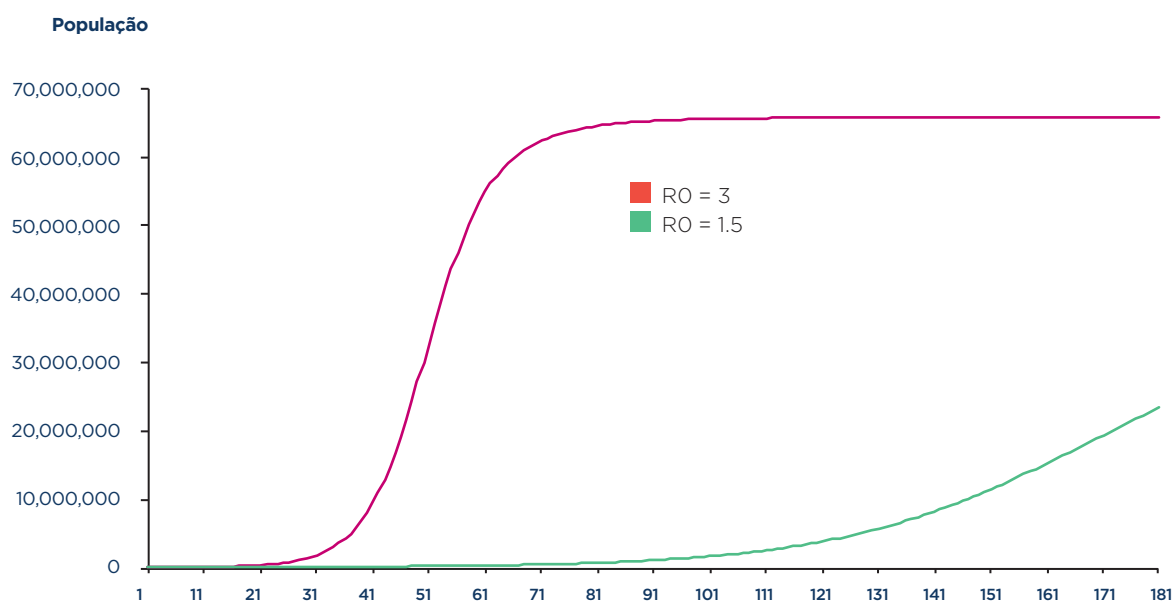
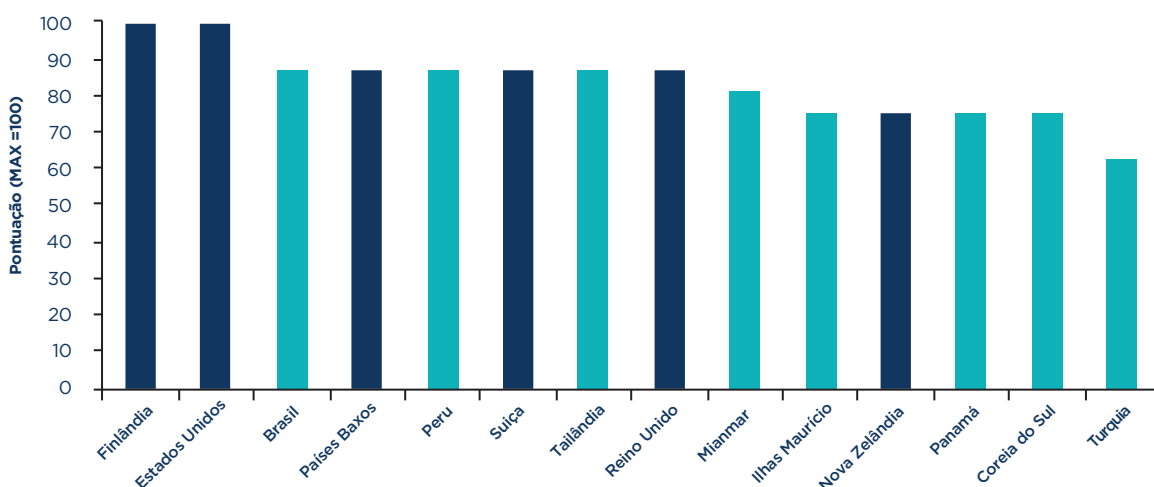
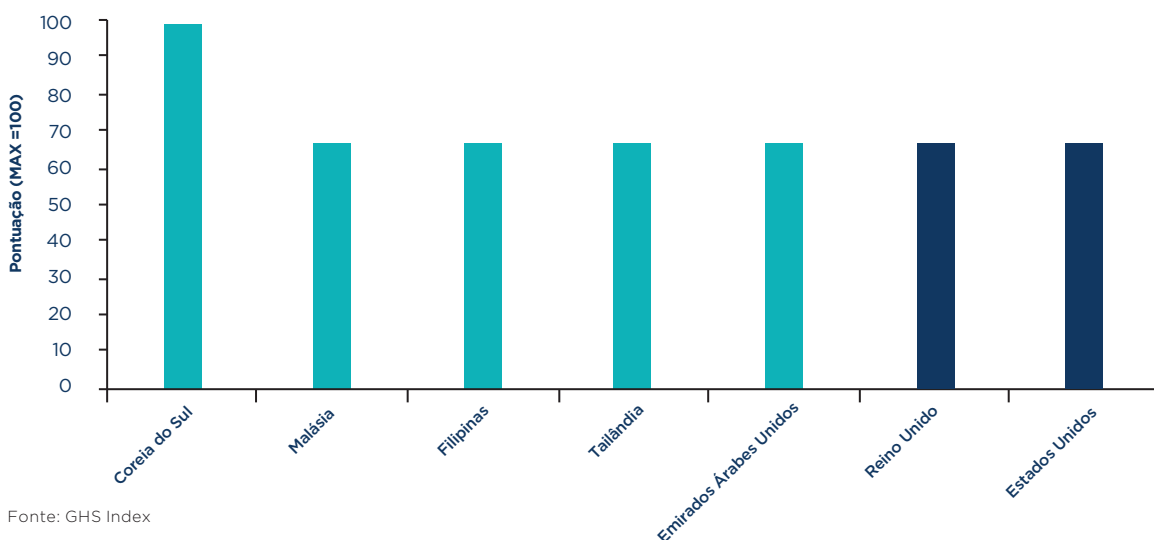


Gráfico 1(b):  
**Plano de Contingência para Emergências**  
 (países com pontuação acima da média)



Fonte: GHS Index

Gráfico 1(c):  
**Operação de Enfrentamento de Emergências**  
 (países com pontuação acima da média)



Fonte: GHS Index

países de reagir a emergências de saúde pública. Mostram que os países emergentes, especialmente os do Leste Asiático, estão bem representados, enquanto que apenas algumas economias avançadas conseguem obter uma pontuação acima da média (ver Gráficos 1(b) e 1(c)).

Nesse contexto, espera-se que as medidas de contenção adotadas na Europa, em diferentes graus, sejam suspensas gradativamente durante o 2º trimestre. Desse modo, diminuiriam as restrições à liberdade de locomoção e de aglomeração, sem contudo retornar à situação original. A implantação de diversas outras políticas de testes em países onde

poucas foram adotadas antes da contenção, juntamente com a continuidade de certas medidas de distanciamento social e a possível chegada de medicamentos antivirais efetivos (com a estimativa de termos uma vacina em 2021), permitiria uma recuperação bastante gradual da economia.

Apesar disso, o grau de incerteza é extremamente alto e um segundo cenário é possível, no qual uma nova onda de contágio poderá ocorrer no segundo semestre deste ano. Tendo em mente todos os limites do exercício, as previsões apresentadas abaixo se baseiam no primeiro cenário.

Quadro 1:

## Quanto tempo vai durar o confinamento? O que podemos aprender com a Ásia:

De acordo com dados compilados pela Universidade Johns Hopkins, em 31 de março, haviam 82.198 casos confirmados na China, dos quais 75.916 já se recuperaram (mesmo que haja dúvidas sobre a confiabilidade desses dados na China). Isso significa que a China possui 6.282 casos ativos – como ela chegou lá? A China foi o primeiro país a impor medidas obrigatórias de distanciamento social, começando na capital da província de Hubei e epicentro do surto, Wuhan, em 23 de janeiro. Estas medidas foram logo expandidas até abranger 60 milhões de pessoas na província de Hubei em 13 de fevereiro. Outras partes do país seguiram o exemplo, implementando medidas semelhantes de diferentes graus de severidade nos dias seguintes. Apesar das críticas iniciais às medidas draconianas da China, muitos outros países ao redor do mundo tiveram que recorrer a meios semelhantes para controlar a propagação do vírus em suas economias domésticas. Mais importante ainda, a percepção é de que os confinamentos impediram uma epidemia mais grave no país mais populoso do mundo, o que teria sido desastroso para a economia global. Em 27 de março, Wuhan suspendeu o confinamento e retomou o transporte, permitindo que os moradores deixassem a cidade usando um código verde (para monitorar o nível de contágio, as autoridades atribuem um código QR colorido a cada indivíduo, em seus telefones celulares). A cor verde permite o deslocamento, enquanto as cores laranja e vermelho significam que a pessoa tem um alto risco de contágio semelhante ao usado por outros moradores da província.

O desafio para a China será evitar uma segunda onda de infecções, à medida que o país retoma gradualmente as operações. Segundo dados oficiais, o país está operando com capacidade de 75% em comparação com os níveis normais antes do início do surto de COVID-19. Existem algumas diferenças dependendo do tamanho da empresa, com as grandes empresas registrando taxas mais altas (80,1%) em comparação com as pequenas e médias empresas (71%), que, na China, representam a maior parte dos empregos. Além disso, embora muitas empresas tenham reaberto, elas podem estar enfrentando escassez de mão-de-obra. De acordo com dados compilados pelo Baidu, que usa dados de triangulação de telefones celulares de usuários para identificar um índice de intensidade de migração, o fluxo de pessoas de volta às cidades após a pausa do Ano Novo Chinês é bem pequeno em relação ao mesmo período do ano passado. Composto por períodos obrigatórios de autoquarentena para viagens entre províncias, isso significa que ainda deve levar mais algumas semanas até que as empresas possam retomar suas operações normais.

A Coreia do Sul empregou uma abordagem diferente para conter o vírus. Além da redução de voos de entrada e as quarentenas obrigatórias para os viajantes, Seul lançou um programa de testes em massa em resposta a um surto grave na quarta maior cidade do país, Daegu. O governo decidiu fazer testes em qualquer pessoa que pudesse ter sido exposta ao vírus, estando assintomáticas ou não. Foram realizados mais de 210.000 testes, com 10.000 novos testes realizados diariamente durante o auge da epidemia em fevereiro. A abordagem parece eficaz: Os números da Universidade Johns Hopkins mostram que havia 9.661 casos confirmados na Coreia do Sul em 31 de março, dos quais 5.228 já se recuperaram (4.433 casos ativos). Todos os novos casos estão relacionados a um agrupamento vinculado a uma seita, visto que as igrejas continuaram os cultos apesar das regras de distanciamento social. Mais importante ainda, a taxa de mortalidade permaneceu abaixo de 1%, o que é consistente com as observações em outros países com testes preventivos (por exemplo, Alemanha e Suíça) [1]. Uma teoria é que os testes permitem que os portadores sejam detectados precocemente, levando-os a se auto-isolarem, o que os impede de infectar outras pessoas. Como muitos casos são assintomáticos, isso não incentiva as pessoas a tomarem cuidado. De fato, embora a doença seja quase assintomática em muitos casos, às vezes pode causar uma reação inflamatória grave por meio de uma hipercitocinemia nos pulmões por volta do nono dia. A detecção e prevenção precoces podem evitar uma sobrecarga nos serviços de saúde, além de reduzir o risco para a equipe médica.

Por último, mas não menos importante, é possível argumentar sobre diferenças comportamentais entre sociedades confucionistas avançadas no leste da Ásia (Japão, Hong Kong, Singapura, Coreia do Sul e Taiwan) e outras partes do mundo. As populações desses países foram muito rápidas em responder aos sinais de alerta iniciais emitidos pelo governo. Um artigo recente do Imperial College [2] mostra uma correlação positiva entre medidas de distanciamento social e uma menor taxa de reprodução da COVID-19. É interessante notar que as economias do Leste Asiático que implementaram formas leves de distanciamento social, juntamente com outras medidas de higiene e prevenção, foram capazes de sustentar níveis intermediários de atividade econômica sem provocar um surto em larga escala. Um ótimo exemplo desse tipo de medida de prevenção incluiu o uso quase obrigatório de máscaras cirúrgicas para sair de casa. Ao contrário da Europa e da América do Norte, as economias do Leste Asiático tiveram que lidar com o SARS em 2003 e, por essa razão, as populações podem ter sido mais obedientes (além de diligentes) na implantação dessas medidas.

1 Financial Times (Marzo 11, 2020). Coronavirus testing: how are the hardest-hit countries responding? <https://www.ft.com/content/dd416102-5d20-11ea-b0ab-339c2307bcd4>

2 Ainslie, Walters, Fu et al (2020). Evidence of initial success for China exiting COVID-19 social distancing policy after achieving containment. Imperial College London. <https://www.imperial.ac.uk/media/imperial-college/medicine/sph/ide/gida-fellowships/Imperial-College-COVID19-Exiting-Social-Distancing-24-03-2020.pdf>

## ... se torna uma crise econômica com o duplo choque da oferta e procura

As contenções refletem em um tipo de choque de oferta nunca observado durante as grandes crises anteriores (a Grande Depressão de 1929 e a crise global de crédito de 2008-2009). A natureza desses choques no passado era muito diferentes: primeiro de tudo, eram crises financeiras, que posteriormente tiveram consequências na atividade real.

Desta vez, o choque inicial vem da economia real: muitas atividades são penalizadas porque 1) elas precisam ser fechadas devido a medidas de quarentena que impedem as pessoas de irem ao local de trabalho e/ou de consumirem. 2) São indiretamente afetadas por esse choque de oferta, por interrupções nas cadeias de fornecimento de bens intermediários devido à interrupção da atividade de fornecedores e problemas de transporte (consulte a seção sobre comércio mundial mais adiante).

As empresas mais atingidas por esse duplo choque na oferta e na demanda serão as de serviços ligados ao turismo (setor para o qual a ONU antecipa uma queda na atividade de 20% em todo o mundo este ano, contra “apenas” -4% em 2009), como hotéis, restaurantes (em 25 de março, dados do site Booking.com indicaram que as reservas para restaurantes caíram quase 100% em todo o mundo), e lazer (museus, parques de diversões, eventos esportivos).

Em segundo lugar, devemos mencionar o transporte, em particular o transporte aéreo: a Associação Internacional de Transporte Aéreo (IATA) sinalizou que a pandemia poderia custar ao mercado aéreo entre 11% (\$ 63 bilhões de dólares) e 19% (\$ 113 bilhões) de receitas de passageiros este ano [3].

Quase todos os segmentos de varejo especializado (como vestuário e eletrônicos) também são afetados, apesar do apoio ao comércio eletrônico. Espera-se que outros setores de serviços sejam bem menos impactados (telecomunicações, água, saneamento). A maioria dos setores de produção também é afetada diretamente pelas medidas de contenção, com exceção da indústria agroalimentar.

Na França, com exceção do setor agroalimentar, apenas metade da atividade industrial estaria sendo mantida durante o período de contenção, de acordo com o INSEE. Na construção, quase 90% dos canteiros de obras foram interrompidos após a introdução das medidas restritivas (ver Tabela 1). Como seria de prever, as pequenas empresas serão as mais vulneráveis em todos esses setores.

Um choque de demanda igualmente brutal se soma ao choque de oferta, uma vez que muitos consumidores estão cancelando ou adiando suas despesas com bens e serviços devido às quarentenas e o fechamento obrigatório de negócios não essenciais. Além desse efeito imediato, o impacto da contenção da COVID-19 na confiança dos consumidores é um fator agravante. Por exemplo, na Alemanha, o indicador de referência da GfK de confiança do consumidor caiu acentuadamente em março, sob o declínio combinado de seus vários componentes: expectativas de renda e desejo de fazer compras. As expectativas de queda da inflação (possivelmente ligada à queda nos preços do petróleo) não compensou todos os fatores negativos que afetaram o entusiasmo dos consumidores alemães.

Nesse ambiente de extrema incerteza, empresas e consumidores também estarão propensos a adiar suas decisões de investimento. As empresas podem parar de contratar ou, até mesmo, demitir trabalhadores. O nível historicamente alto de pedidos de auxílio de desemprego registrados nos Estados Unidos em 2 de abril de 2020 indica que esse processo começou muito rapidamente: 10 milhões de americanos solicitaram auxílios de desemprego em duas semanas. Esse número estabeleceu um novo recorde desde a primeira publicação desses dados em 1967 e em um nível dez vezes maior que o recorde anterior (695.000 atingidos em 1982). É certo que esse aumento excepcional também se deve em parte à introdução do seguro-desemprego no nível federal, o que deve ter incentivado os trabalhadores independentes a solicitar um subsídio.

**Tabela 1:**

Produção estimada e perda de consumo doméstico devido às medidas de contenção (diferença entre a atividade econômica estimada na última semana de março e a atividade de uma semana “normal”)

	Perda de produção comparada à atividade normal	Consumo familiar comparado à atividade normal
Agricultura/agroalimentar	-4%	+6%
Indústria (exceto o setor agroalimentar)	-52%	-60%
Construção	-89%	-90%
Serviços mercantis	-36%	-33%
Exceto serviços de habitação		-56%
Serviços de habitação (aluguel)		0%
Serviços não mercantis	-14%	-34%

Fonte: INSEE, Coface

3 Dados de 5 de março de 2020. A IATA especifica que esses números podem mudar dependendo da duração da crise.

Além disso, pormenorizadamente, é provável que os funcionários de restaurantes ou mesmo da indústria hoteleira em grandes áreas metropolitanas tenham sido os primeiros a arcar com o custo dessas demissões. Tendências semelhantes já são observadas no Canadá e na Noruega, onde a taxa de desemprego aumentou de 2,3% para 10,4% da população ativa em um mês.

Na França, o estudo da INSEE mencionado anteriormente avalia o consumo total de famílias durante a contenção em 65% do nível normal. Em outras palavras, a perda estimada de consumo vinculada a medidas de contenção chega a 35%. Bens de consumo duráveis, como veículos, devem ser atingidos seriamente por esse choque. As vendas de automóveis na China caíram 80% em relação ao ano anterior em fevereiro, quando a epidemia se aproximava do seu pico no país. Outras despesas, como vestuário e eletrônicos, também devem ser reduzidas a quase zero. No outro extremo do espectro, é provável que o consumo de eletricidade ou água não sofra com esse novo ambiente e que os produtos agroalimentares e farmacêuticos até se beneficiem dessa situação excepcional. De fato, os governos protegem os dois setores mencionados e os distribuidores estão autorizados a permanecer abertos, apesar das medidas de quarentena, devido à sua natureza essencial. Portanto, a continuidade e sustentabilidade das cadeias de valor em funcionamento nesses setores é objeto de toda a atenção, tanto dos governos quanto de organizações supranacionais.

Por fim, o grau de vulnerabilidade de uma empresa a esse choque de demanda também depende da propensão do consumidor em adiar a compra do bem ou serviço que ele produz. Assim, para a maioria das atividades de serviço, as perdas de consumo mencionadas acima provavelmente não serão compensadas depois que a quarentena terminar. Supondo que uma pessoa tenha o hábito de ir ao restaurante uma vez por semana em tempos normais.

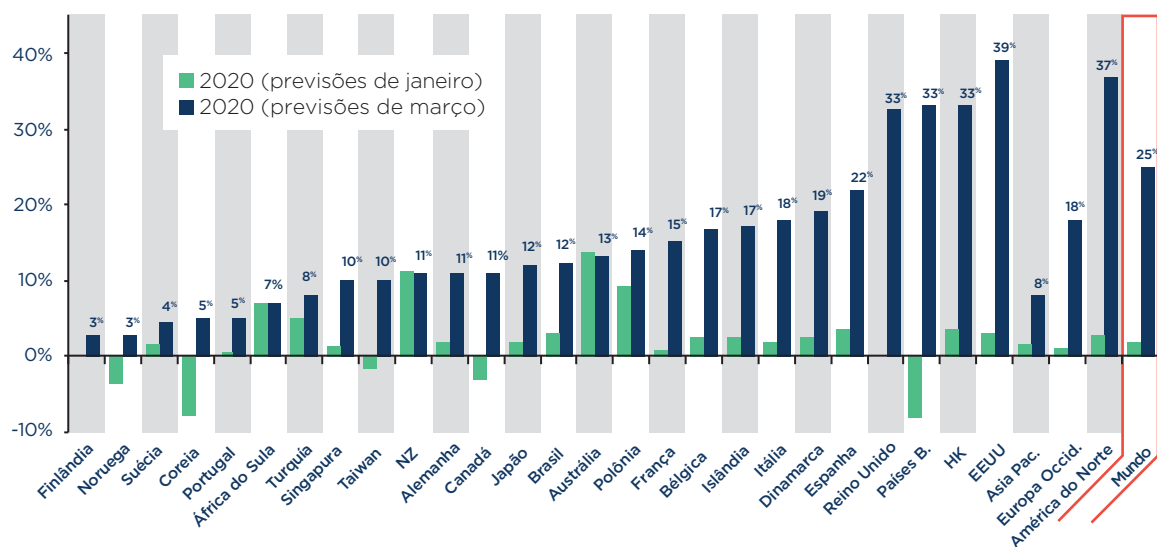
Sendo privada dessa possibilidade temporariamente, nesse caso, ela não aumentará o número de vezes que vai ao restaurante toda semana para compensar a perda quando a proibição for suspensa. Portanto, muitas empresas de serviços sofrerão perdas definitivas. Também é o caso das empresas que produzem combustíveis (petróleo para transporte, carvão, etc.) que são menos utilizados devido a reduções no tráfego de veículos. Em contrapartida, é mais fácil adiar a compra de um automóvel ou imóvel. O mesmo é verdadeiro para as empresas que produzem matérias-primas ou peças usadas na produção desses bens de consumo duráveis (metais para o setor de construção e automotivo, por exemplo). Alguns setores empresariais estão em uma posição intermediária (o mercado do luxo, de eletrônicos, etc.).

### Quais são as previsões de crescimento para insolvências de empresas e PIB para 2020?

De qualquer forma, espera-se que as paralisações (ou quase-paralisações) de produção e consumo piorem os fluxos de caixa e as margens das empresas. Assim, é estimado que o número de insolvências aumente de forma acentuada. A Coface prevê um aumento de 25% este ano em todo o mundo (comparado a apenas 2% em 2019 e a previsão inicial para 2020 feita em janeiro passado. Veja os Gráficos 2(a) e 2(b)). Se comprovado, esse aumento será o mais intenso depois de dez anos (+29% em 2009), apesar dos governos anunciarem a modificação dos procedimentos de insolvência de empresas em vários países, para limitar sua dimensão (por exemplo, na França e no Reino Unido). Nos Estados Unidos, o número deve aumentar em 39%, uma taxa superior à da Europa Ocidental (+18%). Mesmo no Japão, onde o número de falências vinha declinando há dez anos, e uma taxa de crescimento médio próxima de 0 (0,7% em média entre 2009 e 2019), estima-se agora uma taxa de crescimento de dois dígitos de prejuízo para as empresas (+12%).

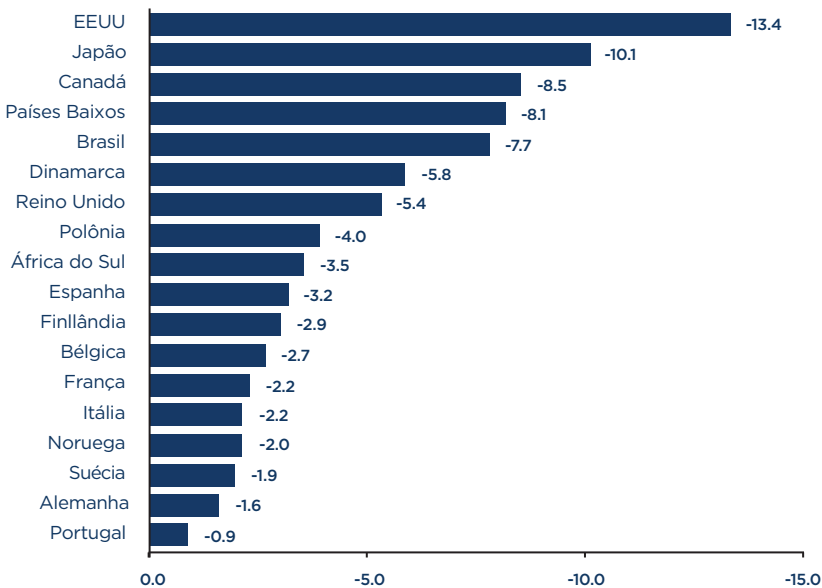
Gráfico 2(a):

### Evolução anual de insolvências de empresas por país (em %)



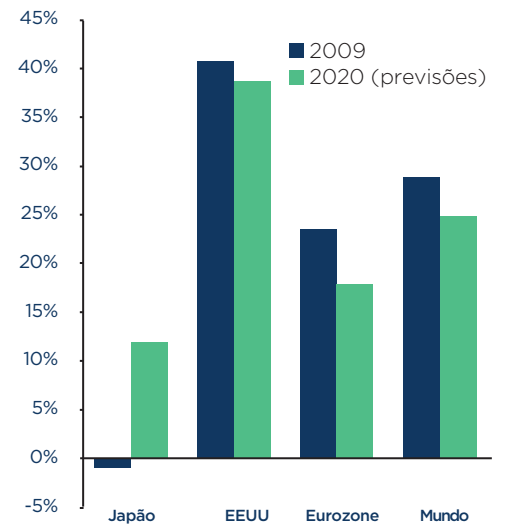
Fonte: National Data, Coface

Gráfico 2(b):  
Previsões de crescimento do índice de insolvências (%)  
para previsões de crescimento do PIB (%)



Fonte: Información Nacional, Coface

Gráfica 3:  
Crescimento de insolvências  
(em %)



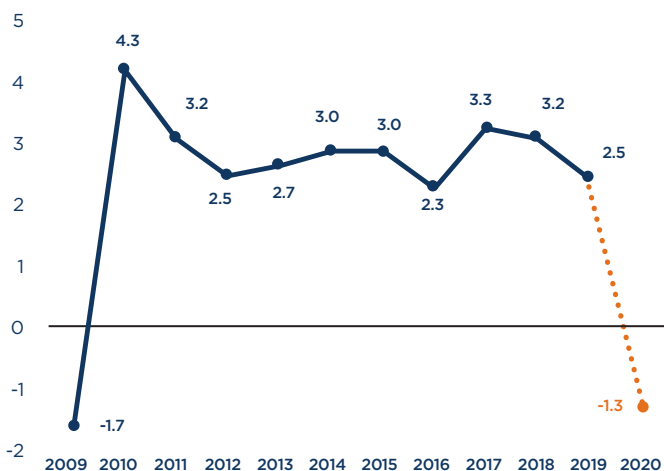
Fonte: IMF, Autoridades Nacionales, Datastream, Coface

Em 2009, o número de insolvências aumentou mais acentuadamente nos Estados Unidos (+41%, veja o Gráfico 3) e na Zona do Euro (+24%), mas com menos intensidade na Ásia (apenas +2% há 11 anos).

Essas previsões para a evolução do número de insolvências por país são feitas por meio de um modelo estatístico que usa as previsões de crescimento do PIB da Coface como uma variável explicativa da probabilidade de falência. Apesar do alto grau de incerteza descrito acima, essas previsões de crescimento baseiam-se nas premissas de perda estimada de produção por setor de

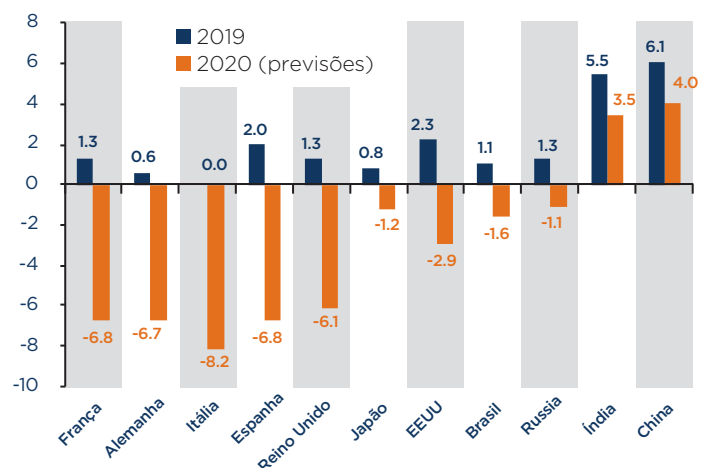
atividade e no cenário central de evolução da pandemia adotado. No entanto, mesmo nesse cenário mais favorável, o crescimento do PIB global seria negativo este ano (-1,3%) pela primeira vez desde 2009 (ver Gráfico 4). Entre as principais economias mundiais, os Estados Unidos (-2,9%), o Japão (-1,2%) e a Zona do Euro (-6,2%) estarão em recessão (ver Gráfico 5). Esse também será o caso da Rússia, Brasil, México e África do Sul. Embora positivo, o crescimento na China e na Índia deve desacelerar significativamente. Em suma a Coface prevê um crescimento negativo em 68 economias este ano, em comparação com apenas 11 em 2019.

Gráfico 4:  
Previsões de Crescimento do PIB Mundial da Coface  
(média anual, %)



Fonte: IMF, Autoridades Nacionales, Datastream, Coface

Gráfico 5:  
Taxa de Crescimento Anual  
(% do PIB)



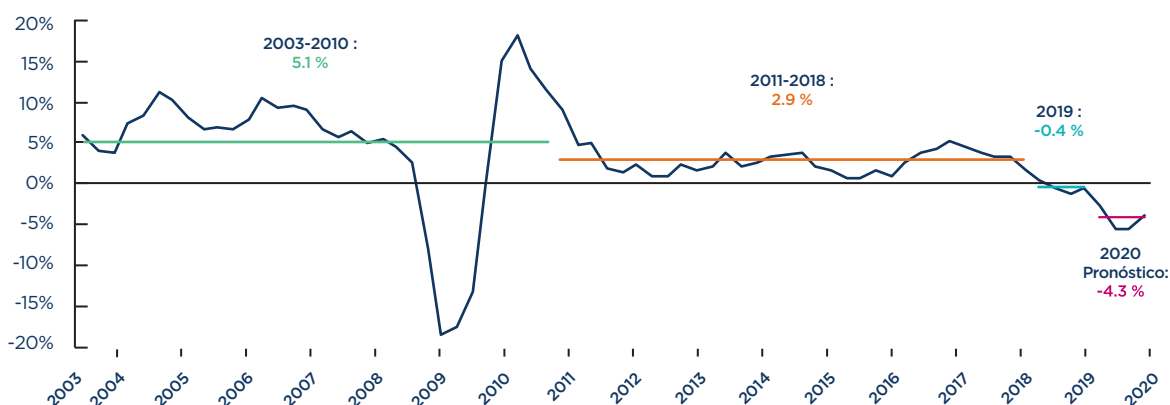
Fonte: FMI, Coface

### Recessão global, transporte interrompido, controle mais rigoroso das fronteiras e a necessidade de repensar as cadeias de fornecimento: os ventos contrários ao comércio internacional são ainda mais fortes do que em 2019

O modelo de previsão da Coface, que usa os preços do petróleo (barril de Brent), os custos de remessa (índice Báltico), a confiança das empresas de produção nos Estados Unidos (índice ISM) e as exportações coreanas como variáveis explicativas, indica uma queda de 4,3% do comércio mundial em volume em 2020 (ver Gráfico 6), o pior desempenho desde 2009 e o segundo ano consecutivo de queda (-0,4% em 2019). Os riscos da previsão apontam para uma evolução desfavorável, uma vez que os inúmeros avisos de fechamento de fronteira que não são levados em consideração nesse modelo podem exacerbá-lo. Por exemplo, em 17 de março, a União Europeia decidiu controlar ainda mais suas fronteiras externas por pelo menos 30 dias, para conter a pandemia de COVID-19. É certo que esses fechamentos de fronteiras se aplicam apenas a pessoas, enquanto o fluxo de mercadorias não está oficialmente restrito. “O fluxo de mercadorias para a União Europeia deve continuar a garantir o fornecimento de mercadorias, incluindo itens essenciais, como medicamentos, mas também

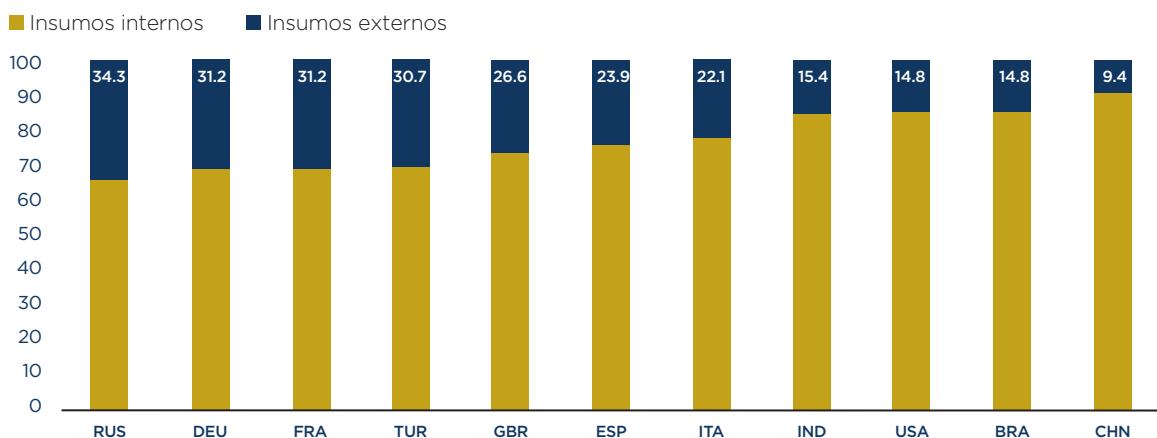
alimentos e componentes que nossas fábricas precisam”, garantiu Ursula Von der Leyen, Presidente da Comissão Europeia. No entanto, é provável que as grandes dificuldades que o setor de transporte enfrentará, especialmente o transporte aéreo, sejam uma barreira ao comércio (mesmo que o setor de transporte marítimo pareça estar um pouco melhor no início do ano, principalmente nas rotas regionais). Além disso, as medidas de controle da pandemia devem retardar a circulação de mercadorias em cada estágio: transporte, desembarço aduaneiro, armazenamento e vendas. A situação não tende a melhorar com medidas como o fechamento de algumas fronteiras dentro da UE (em particular Espanha, Polônia, Dinamarca, República Tcheca), a decisão da Alemanha, Áustria e Eslovênia de introduzir controles mais rígidos em algumas de suas fronteiras ou o aperto de alguns regulamentos associados. Todavia, o fechamento de fronteiras não se restringe à Europa: O primeiro-ministro do Canadá, Justin Trudeau, anunciou em 18 de março o fechamento da maior fronteira terrestre do mundo, a que existe entre seu país e os Estados Unidos, ao mesmo tempo em que especifica que isso só diz respeito a pessoas e não a mercadorias. Na África, Costa do Marfim, Burkina Faso e Camarões fecharam suas fronteiras e muitos outros países implementaram várias restrições à circulação (fechamento de certas fronteiras,

Gráfico 6:  
Mundo: Crescimento no volume de exportações (% em relação ao ano anterior)



Fonte: CPB, Datastream, Coface

Gráfico 7:  
Proporção de insumos originados internamente e em países estrangeiros



Fonte: Coface, WIOD

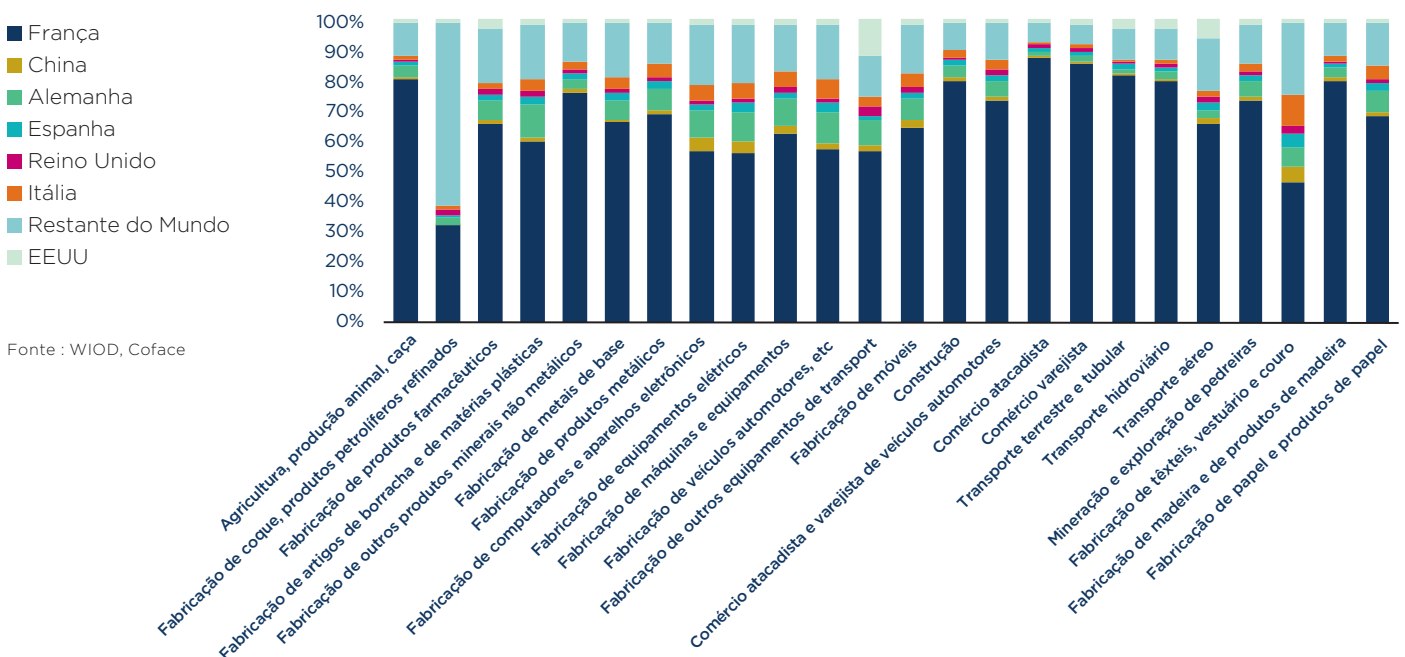


Gráfica

suspensão de conexões aéreas, etc.): Nigéria, Senegal, Marrocos, Argélia, Quênia, Gana e África do Sul. Em outros continentes, seguem no mesmo sentido Rússia, Paquistão, Egito, Austrália, Nova Zelândia, Líbano, Brasil, Argentina, Chile, Colômbia, Peru, Venezuela e Bolívia. A longo prazo, a crise da COVID-19 também pode ter consequências na estrutura das cadeias de fornecimento globais. Embora a maioria das empresas nas economias avançadas permaneça predominantemente dependentes de seus fornecedores locais (ver Gráfico 7), a dependência das cadeias de produção internacionais varia muito de um setor de atividade para outro, como mostra o exemplo da França (ver Gráfico 8) [4]. Não surpreende que quase metade dos produtos intermediários consumidos venha do exterior no setor automotivo, de equipamentos elétricos e até mesmo na indústria têxtil.

No contexto atual, mesmo que a crise possa incentivar as empresas a reduzir essa parcela e realocar certas produções, a principal fonte de vulnerabilidade para as empresas é sua forte dependência de um número reduzido de fornecedores localizados em poucos ou mesmo em um único país. Portanto, aumentar seu número para prever possíveis interrupções na cadeia de fornecimento será uma prioridade para as empresas neste momento. No entanto, essa diversificação de fornecedores e países pode prejudicar o comércio com alguns países (por exemplo, a China nos setores eletrônico, automotivo e têxtil) e, ao mesmo tempo, beneficiar outros (por exemplo, o setor de eletrônicos com países do sudeste asiático, e o automotivo com a Turquia, Marrocos ou México). Em outras palavras, essa busca pela diversidade poderia modificar a estrutura do comércio internacional de mercadorias sem desacelerá-lo ainda mais.

Gráfico 8:  
Repartição de Insumos Intermediários por País de Origem nos Setores Franceses



### Os mercados finalmente entenderam que os bancos centrais dão apoio integral às economias dos Estados Unidos e da Zona do Euro

Para que os confinamentos nacionais sejam sustentáveis para empresas e famílias, vários governos anunciaram estímulos fiscais em larga escala que incluem conjuntos de medidas semelhantes. A fim de evitar que a falta de liquidez se transforme em insolvência das empresas, o pagamento de impostos e contribuições para a previdência social será adiado e enormes fundos estão reservados para serem utilizados como empréstimos e garantias. Uma parte dos salários será coberta, principalmente por subsídios de desemprego parcial, cujas regras foram flexibilizadas. As famílias em situação de vulnerabilidade serão beneficiadas com a moratória dos pagamentos de

dívidas hipotecárias e do pagamento de aluguéis e serviços públicos. Até agora, os números parecem consistentes com o espaço fiscal preexistente na Zona do Euro. A Alemanha se destaca com um impulso fiscal de aproximadamente 150 bilhões de euros (4,5% do PIB), valendo-se de anos de restrição fiscal. Somente o programa de concessões diretas de 50 bilhões de euros de Berlim é maior que todo o pacote francês e duas vezes o tamanho do da Itália. Na França, dentre os principais elementos do pacote de 45 bilhões de euros (1,9% do PIB) estão a ampla extensão dos subsídios para pagamento de salários parciais a funcionários e o adiamento dos impostos devidos pelas empresas. Devastadas pela epidemia, mas restritas pelas finanças públicas já em dificuldade, a Itália e a Espanha aumentaram as despesas em 1,4% do PIB (25 e 17 bilhões de euros, respectivamente).

4 No entanto, deve-se observar que esses dados não levam em conta efeitos indiretos, por exemplo, no caso de um fornecedor local, mas cujo próprio fornecedor é estrangeiro

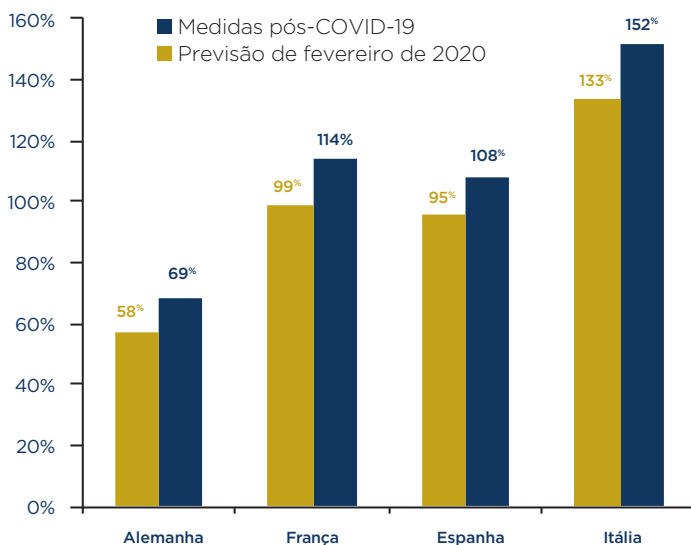
Além dos gastos imediatos, os governos também disponibilizaram empréstimos e garantias para apoiar empresas ilíquidas por um período indeterminado. Esses compromissos condicionais somente serão desembolsados se e/ou quando as empresas deixarem de fazer parte do ônus suportado pelo setor financeiro. Na Itália, a quantia prometida cobre 43% das obrigações do passivo circulante das empresas (créditos comerciais e empréstimos bancários com vencimento em 1 ano). Na Espanha, são 21% (42%, se incluídos os 83 bilhões de euros do comprometimento anunciado pelo setor privado).

Um aumento simultâneo de gastos e a contração do PIB afetará severamente as finanças públicas. Supondo que 10% do fundo de garantia seja solicitado e a receita tributária tenha uma queda de 1% do PIB [5], a dívida pública da Espanha e da França pode facilmente exceder o limite de 100% do PIB e a dívida italiana ultrapassar os 150% (ver Gráficos 9 e 10). Devido à crise de saúde incomum, e considerando a natureza sincronizada e exógena do consequente choque econômico, a Comissão Europeia mostrou uma flexibilidade excepcional. As regras fiscais foram suspensas e o Mecanismo Europeu de Estabilidade (com 410 bilhões de euros em capacidade de empréstimo não utilizada) irá conceder facilidades especiais de empréstimo. Nove membros da Zona do Euro gostariam de ir mais longe (Bélgica, França, Itália, Luxemburgo, Espanha, Portugal, Grécia, Eslovênia e Irlanda), solicitando a emissão de títulos de dívida (apelidados de “Eurobonds” ou “Coronabonds”), com o apoio da presidente do Banco Central Europeu, Christine Lagarde. Iniciativas desse tipo enfrentarão resistência de países que se opõem ao compartilhamento de riscos fiscais, como Alemanha, Áustria e Países Baixos.

Se formos levar em conta as reuniões inconclusivas ocorridas no final de março, apesar do consenso por trás do apoio fiscal total para combater os impactos negativos da pandemia, o coronavírus poderá reacender tensões políticas e testar a resiliência institucional da zona do euro (veja o Quadro 2). Devido ao aumento esperado dos déficits e das dívidas públicas na zona do euro, os rendimentos dos títulos soberanos aumentaram (até 150 pontos-base para os títulos italianos de 10 anos), antes que a extensão dos anúncios dos bancos centrais seja totalmente levada em consideração pelos investidores. Certamente, os principais bancos centrais adotaram medidas de flexibilização quantitativa sem precedentes para cumprir seu papel e garantir a estabilidade financeira. Na Zona do Euro, o anúncio do Banco Central Europeu de um programa temporário de compra de ativos, o “Pandemic Emergency Purchase Programme” (PEPP), no valor de 750 bilhões de euros (além dos 120 bilhões anunciados anteriormente) coincidiu com uma queda nos rendimentos dos títulos do governo, que quase retornaram ao nível inicial de pré-crise no final de março (veja o Quadro 2).

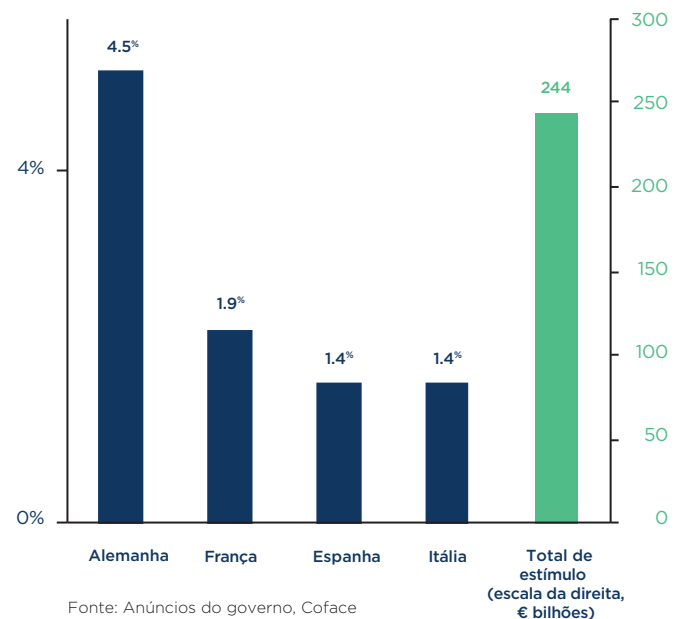
O mesmo vale para os Estados Unidos, onde, nas duas últimas semanas de março, o Federal Reserve aumentou o tamanho de seu balanço em cerca de 1,1 trilhão de dólares (cerca de 5% do PIB), ou seja, mais da metade do aumento registrado entre final de 2012 e final de 2014. Esse aumento dramático reflete em compras muito grandes de títulos do governo dos EUA (\$375 bilhões na semana de 23 de março, após \$275 na semana anterior). Assim, nos Estados Unidos e na zona do euro, a dívida pública adicional criada por esta crise será parcialmente financiada pelos bancos centrais.

Gráfico 9:  
Dívida pública  
(% do PIB)



Fonte: Anúncios do governo, Coface

Gráfico 10:  
Estímulo fiscal,  
(% do PIB)



Fonte: Anúncios do governo, Coface

5 O Ministério das Finanças da Alemanha estima uma queda de 33 bilhões de euros na receita tributária

Quadro 2:

## O Banco Central Europeu (BCE) está de volta à gestão de crises

Após as medidas de apoio em 2008/09 e os programas de afrouxamento quantitativo, ou afrouxamento monetário, depois da crise da dívida europeia entre 2014 e 2018, houve apenas um curto período de “retorno à normalidade” antes das novas medidas extraordinárias para ajudar a amenizar o impacto da COVID-19. Estas últimas incluem:

- Operações adicionais de refinanciamento de longo prazo (LTRO, na sigla em inglês), a uma taxa baixa de -0,5% (igual à taxa de depósito), a fim de proteger a liquidez do sistema bancário e evitar uma dinâmica de restrição de crédito em direção à economia real, na qual os bancos diminuem os empréstimos enquanto a demanda por crédito aumenta. O BCE anunciou novos termos para o novo programa TLTRO III, no qual o volume de fundos que os bancos podem emprestar foi aumentado em mais de 1 trilhão de euros, atingindo um volume total de quase 3 trilhões de euros.

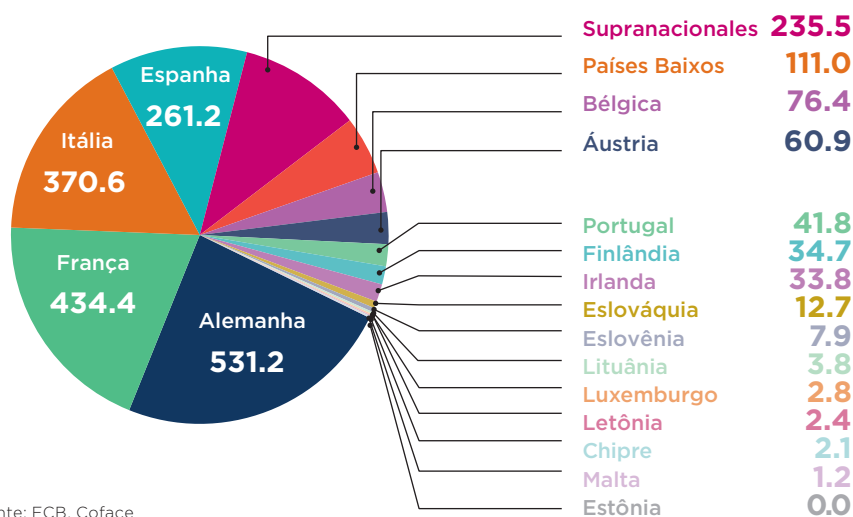
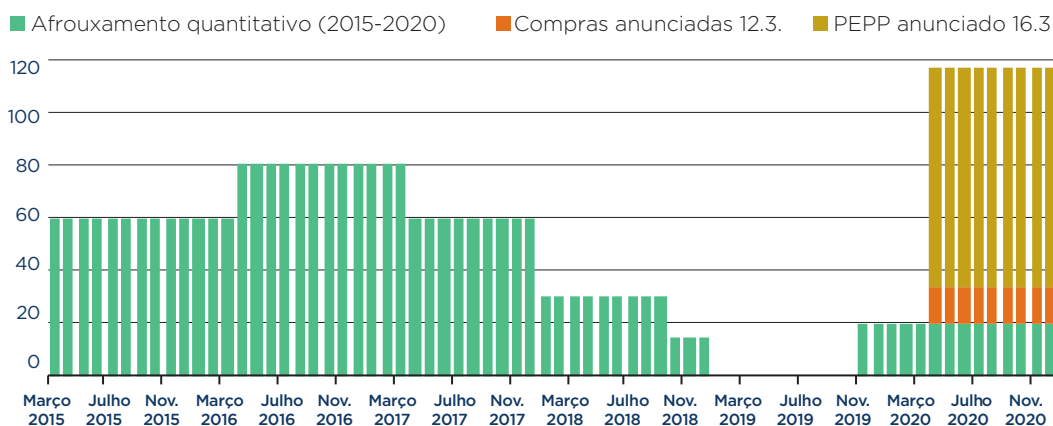
As taxas nunca foram melhores, com a taxa mínima de empréstimos fixada em 25 pontos-base abaixo da taxa de juros média da facilidade de depósito (-0,5%).

- Ampliação do programa de compra de ativos (APP, em inglês) existente, no qual o BCE compra ativos de 20 bilhões de euros por mês, em média, para um envelope temporário de compras de ativos líquidos adicionais de 120 bilhões de euros até o final do ano, com uma forte contribuição do setor privado. O objetivo é impedir que as condições de financiamento da economia se apertem de forma pró-cíclica.

- Além desta primeira extensão do APP, o BCE lançou um novo programa de compra temporária de ativos de títulos do setor público e privado. O “Pandemic Emergency Purchase Programme” (PEPP) possui um envelope total de 750 bilhões de euros.

Gráficos 11 e 12:

### Aquisições líquidas de ativos em diferentes Programas de Afrouxamento quantitativo por mês (em bilhões de euros)



Fonte: ECB, Coface

Isso significa que as compras mensais serão em média de 116,6 bilhões de euros, o nível mais alto da história do BCE (ver Gráfico 11). As compras serão realizadas até que o BCE entenda que a crise acabou, mas o PEPP, em todo caso, terá duração até o final de 2020, incluindo todas as categorias de ativos compradas nos programas existentes. Embora o valor de referência para compras de títulos do setor público continue sendo a chave de capital dos bancos centrais nacionais, os critérios para compra de ativos públicos foram flexibilizados para esse programa, de modo que o BCE possa comprar títulos do governo da Grécia. Para ser mais flexível no novo PEPP, o BCE está expandindo os ativos elegíveis no âmbito do programa de compras do setor corporativo (CSPP) para títulos comerciais não financeiros.

O BCE quer mostrar que está disposto a fazer “o que for necessário” para apoiar os bancos, governos e mercados financeiros europeus, além de afastar os ventos econômicos da crise de demanda por conta da COVID-19. Embora o aumento da liquidez no mercado não seja algo novo e o volume agregado dos novos pacotes seja do tamanho dos últimos QEs, o BCE está indo além e pressionando as regras da União Monetária Europeia. O BCE comunicou que ainda tem espaço de manobra e pode revisar suas próprias regras caso as ferramentas de políticas sejam impedidas de funcionarem como esperado. Por exemplo, uma dessas regras é que as compras de ativos estão em conformidade com a chave de alocação de capital (o capital com o qual cada país financia o BCE, que depende da parcela da população do país e do tamanho de seu PIB na zona do euro). Nesse caso, o BCE já disse que compraria ativos

de maneira flexível, permitindo desvios mensais da chave de capital (a média anual ainda deve permanecer na chave de capital, as compras atuais podem ser observadas no Gráfico 12). Outra regra é que o BCE compre até 1/3 da dívida de qualquer país apenas com o objetivo de impedir o financiamento oculto. Esta última é de grande importância quando o BCE estende seus programas de compra enquanto ainda faz novos investimentos de programas antigos que chegam ao fim do seu prazo, uma vez que os governos não estão necessariamente emitindo mais títulos ao mesmo tempo. Nos últimos anos, a parcela de compras do BCE chegou perto desse limite na Alemanha e em alguns países menores como Portugal. Com os grandes pacotes fiscais introduzidos por vários países, essa falta de títulos elegíveis – especialmente na Alemanha – deve deixar de existir. No entanto, de acordo com relatos da mídia, o BCE também estaria disposto a deixar para trás os limites de compra e até concentrar seu estímulo onde for mais necessário, sem recorrer às suas compras de títulos de emergência (OMT). Um desafio jurídico seria criado caso o BCE seguisse esse caminho, o Tribunal de Justiça Europeu apontou especificamente para esses limites (em uma decisão de 2018) se o BCE violar alguma proibição de financiamento monetário. Em seguida, isso se tornaria uma grande questão política, principalmente na Alemanha, onde o Tribunal Constitucional ainda delibera sobre o assunto (onde o partido de extrema direita AfD foi fundado como uma reação à crise da dívida europeia). Portanto, o BCE terá de decidir entre a prevenção de uma crise econômica a curto e médio prazo, e a sobrevivência a longo prazo da zona do euro em suas dimensões atuais, pois é improvável que a Alemanha e outros países do norte da Europa testemunhem uma violação da regra sem reagir.

### Quadro 3:

## Após a crise da COVID-19, a UE terá dificuldades

A crise da COVID-19 expôs deficiências na União Europeia (e na Zona do Euro). Algumas já eram conhecidas anteriormente, enquanto outras surgiram nesta ocasião. Além disso, a crise levou a União Europeia a desistir de muitos de seus princípios econômicos e financeiros. Isso deixará sua marca e provavelmente levantará questionamentos após a crise. Entre as deficiências já conhecidas, a ausência de uma política orçamentária comum significativa é uma questão evidente.

O atual orçamento da União Europeia representa pouco mais de 1% da receita interna europeia e baseia-se principalmente em uma fração do IVA e dos impostos alfandegários. Dedicar-se principalmente à política agrícola e à assistência estrutural destinada aos Estados membros. Diante da crise, cada país reagiu de forma independente, de acordo com suas necessidades e capacidades orçamentárias. Semelhante às crises do euro de 2008-2009 e 2011, a ação coletiva repousa sobre o Banco Central Europeu, que também define o ritmo dos bancos centrais independentes da União. Entre as carências que surgiram, a falta de uma política de saúde coletiva é a questão mais importante. As políticas para lidar com a epidemia têm partido sobretudo do âmbito nacional. Os Estados fecharam suas fronteiras com outros Estados membros ou implementaram controles (pelo menos para as pessoas)

sem consulta e sem levar em consideração as regras estabelecidas no Acordo de Schengen. Outros proibiram a exportação de suprimentos sanitários para outros Estados membros. No entanto, Alemanha, Luxemburgo (e Suíça), países relativamente menos afetados, aceitaram a transferência de pacientes em terapia intensiva de países com capacidades saturadas.

A crise também é acompanhada pelo abandono dos princípios econômico-financeiros, pelo menos temporariamente. Dessa forma, as metas de déficit público e dívida estabelecidas pelo Pacto de Estabilidade Fiscal estão abolidas e serão excedidas facilmente por vários países. Alguns deles não estavam respeitando essas metas mesmo antes da crise da COVID-19. A limitação de auxílio público às empresas, a fim de evitar distorções da concorrência, está sendo de fato removida à medida que introduzem a assistência orçamentária e financeira. Injeções de capital e nacionalizações estão planejadas para evitar falências. Estão sendo reforçados, com o apoio da Comissão, instrumentos existentes para impedir compras hostis de empresas europeias (que se tornaram presas fáceis após o colapso dos mercados e são consideradas estratégicas). As regras de insolvência foram suspensas ou relaxadas em vários países. Os Estados podem novamente ressegurar as seguradoras de crédito para incentivar a continuação de suas garantias em benefício das empresas.

Mas isso deixará uma marca. Um debate já está sendo gerado em torno da introdução dos «Coronabonds», que seriam emitidos pela União para financiar a luta contra as consequências econômicas da crise. Como sempre, os países do sul se opõem aos do norte, que relutam em implementar a solidariedade fiscal. No entanto, os países ao norte não estão errados ao recomendar que as finanças públicas estejam em ordem: observou-se que os países que melhor administram a epidemia também são aqueles com a economia mais saudável. No que diz respeito à saúde, a incapacidade da maioria dos Estados membros de atender aos requisitos materiais da crise deve levar ao aumento das capacidades nacionais de produção de máscaras, testes de detecção e medicamentos de reanimação. Isso pode significar a libertação das regras comerciais que

que levaram à terceirização da maior parte do suprimento para países externos, mas também pode aumentar o papel do Estado em áreas estratégicas como a saúde. Também será necessário determinar se essa gestão deve ser feita em nível nacional ou comunitário, ou seja, se os poderes da União devem ser aumentados em se tratando de questões de saúde. Pode-se imaginar que, em caso de emergência que ultrapasse a estrutura geográfica de um Estado membro, a competência se desloque para a União, tanto nesta área quanto em outras. Além das emergências climáticas e de saúde, também pode haver emergências tecnológicas. Essas questões serão acrescentadas às questões sobre expansão da União, gestão da assistência estrutural, regras competitivas, questões de defesa e reforma das instituições para torná-las mais eficientes e democráticas, a fim de se obter a confiança dos cidadãos.

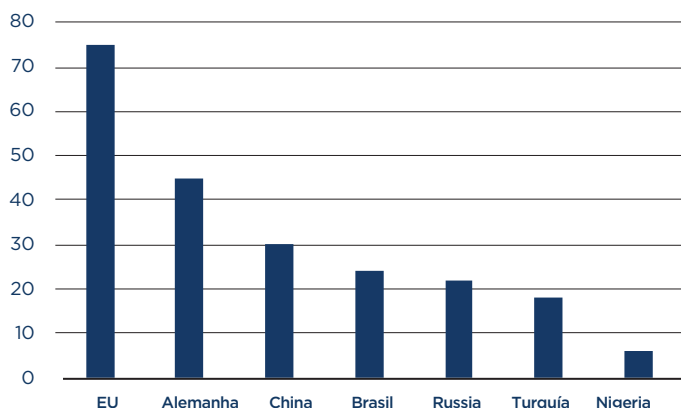
**Além da pandemia, os países emergentes enfrentam uma queda nos preços do petróleo e quatro vezes mais saídas de capital do que em 2008**

Os países emergentes também terão que enfrentar todos os choques mencionados anteriormente sofridos pelas economias mais maduras. No entanto, é provável que vários fatores agravem as consequências econômicas da pandemia. Muitos países emergentes já se decidiram por medidas de contenção mais ou menos rigorosas, semelhantes àquelas implementadas na Europa. No final de março, fazem parte da lista: África do Sul, Rússia, Arábia Saudita, Colômbia, Índia, Jordânia, Argentina, Malásia, Nigéria, Quênia, Marrocos, Tunísia, Kuwait, El Salvador, Polônia e República Tcheca. No entanto, para muitos desses países, a contenção e o refluxo da pandemia podem ser mais difíceis de alcançar devido às especificidades econômicas e sociais, como por exemplo, a tendência de estreitarem-se laços familiares entre gerações em determinadas regiões, como a África, ou uma maior densidade populacional. Por exemplo, o espaço habitacional nos EUA e na Alemanha é, em média, 75 e 45 metros quadrados, respectivamente, em comparação a apenas 24 no Brasil, 22 na Rússia e 6 na Nigéria (ver Gráfico 13) [6].

Além dessa, são somadas outras desvantagens, como as infraestruturas limitadas de saúde. A queda nos preços do petróleo é mais uma, pois afeta muitos países produtores (ver Quadro 4).

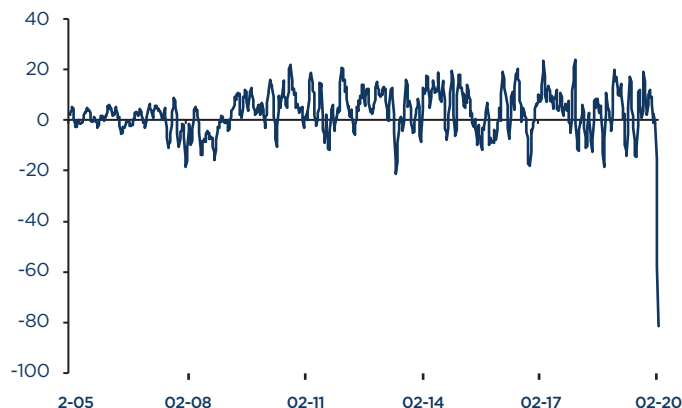
A segunda diferença é que, em comparação às economias maduras, as economias emergentes sofreram saídas de capital em maior escala em março de 2020 em comparação a 2008. Foram mais de 80 bilhões de dólares apenas em ações e títulos, cerca de quatro vezes mais altos que os picos observados durante as recentes crises (incluindo 2008, veja o Gráfico 14). As economias emergentes com déficit em conta corrente, mercados de capitais desenvolvidos, pouco investimento direto estrangeiro – logo, dependência de investimentos estrangeiros em carteira –, com contas públicas em déficit, crescimento fraco e altos riscos políticos estão obviamente na linha de frente, uma vez que a aversão ao risco global aumenta. A África do Sul se encaixa nessa definição, assim como a Turquia, embora em menor grau (a crise cambial de 2018 teve o mérito de reduzir rapidamente o déficit em conta corrente). O México e a Colômbia também podem ser enquadrados nessa categoria.

**Gráfico 13:**  
**Área habitacional média por pessoa em 2014**  
 (metros quadrados)



Fonte : Statista, Coface

**Gráfico 14:**  
**Total de fluxos mensais de portfólio** (dívida e patrimônio)  
 para 24 países emergentes (em bilhões de dólares)



Fotnte: IIF, Coface

6 No entanto, deve-se notar que Singapura e Hong Kong conseguiram conter a expansão da pandemia em seu território até o momento, apesar de uma densidade populacional muito alta.

Isso posto, a escala dessas saídas de capital é tão grande que, no fim, também afetaram economias que não atendem a nenhum desses critérios, o que enfatiza o seu caráter irracional. Assim, o won coreano sofreu uma desvalorização acentuada, embora a Coreia do Sul tenha uma dívida pública baixa, reservas cambiais confortáveis, um superávit em conta corrente, além de uma situação política interna estável, sendo visto como um dos países que mais teve sucesso em conter a epidemia até o momento. Esse intenso aumento na aversão ao risco global está levando os investidores a favorecer os chamados ativos livres de risco de dólares, que criam riscos maiores para os agentes econômicos endividados nessa moeda. Essa dependência do financiamento de dólar pode ser na forma de empréstimos ou títulos bancários, sendo este último responsável pela maior parte do aumento da dívida denominada em dólares nas economias emergentes na última década.

Dizem respeito a vários tipos de interessados econômicos: governos (Argentina e Arábia Saudita), empresas não financeiras (México, Turquia), bancos e outras instituições financeiras (Malásia, Coreia do Sul). Semelhante ao caso das economias maduras, esses desafios levarão a um aumento da dívida pública, que já está em um nível historicamente alto nas economias emergentes e em desenvolvimento como um todo. No entanto, diferentemente da Zona do Euro e dos Estados Unidos, a capacidade dos bancos centrais locais de iniciar programas de afrouxamento monetário sem comprometer sua credibilidade, expectativas de inflação ou confiança na moeda local é muito mais fraca. Nesse contexto, é esperado um aumento do risco soberano para os países emergentes nos próximos meses e o Fundo Monetário Internacional terá um papel vital para ajudar a resolver alguns desses problemas de financiamento e superar essa provação.

#### Recuadro 4:

### A guerra (do preço) do petróleo está declarada

Em 6 de janeiro de 2020, o preço de um barril de Brent de petróleo rompeu com o limite de 70 dólares, após um aumento nas tensões geopolíticas no Oriente Médio, com o ataque aéreo dos EUA no Iraque que matou o influente general iraniano Qassem Soleimani. Quase três meses depois, após atingir um nível raramente visto desde o contrachoque do petróleo de 2014-2016 [7], o petróleo Brent está sendo negociado a menos de 25 dólares por barril, o nível mais baixo em mais de 18 anos. Nesse ínterim, a COVID-19 passou de uma epidemia chinesa para uma pandemia global, perturbando o equilíbrio do mercado de petróleo.

Embora o consumo mundial de petróleo bruto já tenha sido afetado em 2019 pelas tensões comerciais, a desaceleração econômica da China e o fim do ciclo industrial europeu, o apetite pelo ouro preto diminuiu quando a atividade econômica parou no início de 2020. Com a China, responsável por 80% do aumento marginal da demanda no ano passado e berço da pandemia, o consumo global de petróleo deverá encolher pela primeira vez desde 2009. Em seu relatório de março, a Agência Internacional de Energia previu uma queda no consumo de 90.000 barris por dia (b/d), em média, em 2020.

Diante desse choque na demanda mundial, o grupo OPEP+ [8], que estava implementando um acordo voluntário de corte de produção desde janeiro de 2017 para apoiar os preços do petróleo, implodiu. Mais especificamente, diante da resistência da Rússia, o segundo maior produtor mundial de petróleo, a reduções superiores a 2,1 milhões de b/d retiradas do mercado em conjunto pelo grupo no primeiro trimestre de 2020, a Arábia Saudita, o terceiro maior produtor e exportador de petróleo do mundo e líder da OPEP, anunciou sua intenção de aumentar os volumes de produção. O fim dessa aliança retoma uma corrida pela participação de mercado, na qual os Estados Unidos são o principal produtor mundial de petróleo desde o final de 2018.

Embora alguns produtores estejam enfrentando grandes interrupções em suas atividades (Irã, Venezuela, Líbia), e apesar da desaceleração no crescimento da produção de xisto nos Estados Unidos, essa disputa por participação de mercado está inundando o mundo com petróleo em um momento em que a demanda está parada. Esse duplo choque de oferta e demanda ameaça levar as capacidades de armazenamento de petróleo a seus limites.

Em consequência, a Coface está reduzindo sua previsão de preço do petróleo de 60 para 45 dólares americanos em média para um barril de Brent durante o ano de 2020. Os preços do petróleo devem cair no segundo trimestre de 2020, antes de um aumento gradativo no segundo semestre em termos de atividade e, com isso, a sede de ouro preto deve voltar. A recuperação dos preços pode ser acentuada caso a produção dos EUA entre em colapso em resposta a preços mais baixos. Certamente, a experiência sugere que uma queda nos preços do petróleo deve afetar as novas perfurações nos Estados Unidos, com um atraso médio de cerca de 4 meses (ver Gráfico 15) e depois a produção.

Essa queda nos preços terá um efeito negativo, em particular para os países exportadores de petróleo que ainda estão lutando para se recuperar do contrachoque de petróleo de 2014-2016. Os preços do petróleo com o breakeven (ponto de equilíbrio) fiscal estão acima da nossa previsão na grande maioria dos países exportadores de petróleo (ver Gráfico 16). Angola, Argélia e Nigéria na África; Iraque, Kuwait, Omã ou Barein no Oriente Médio; o Azerbaijão e o Cazaquistão na Ásia Central estão particularmente expostos ao colapso dos preços. Nos países importadores, espera-se que o choque à confiança do consumidor causado pela pandemia global da COVID-19 acabe com quaisquer ganhos no poder de compra das famílias resultantes dos preços mais baixos do petróleo.

7 Entre julho de 2014 e fevereiro de 2016, o preço do barril de Brent caiu de um patamar acima de 110 dólares para cerca de 30 dólares, devido ao excesso de oferta.

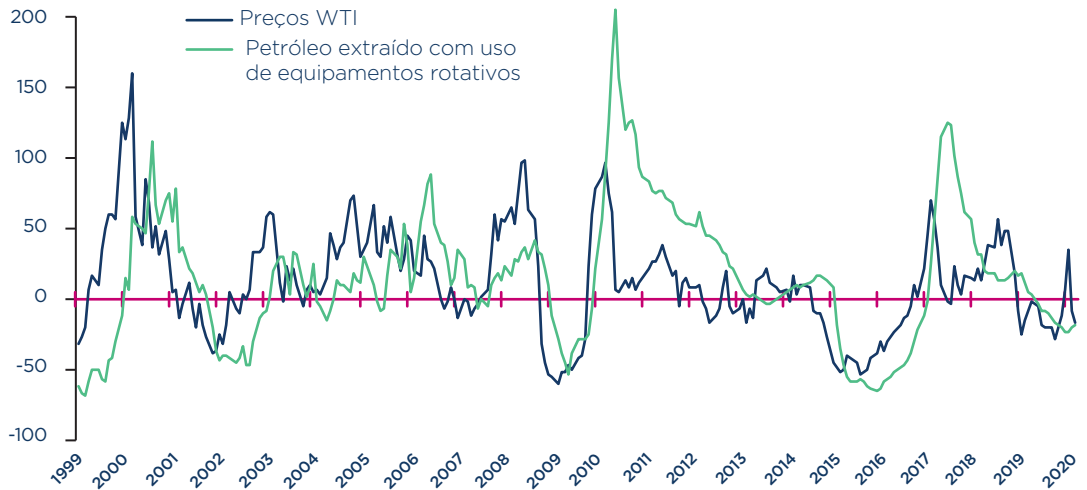
8 Grupo que reúne membros da Organização dos Países Exportadores de Petróleo, ou OPEP (Argélia, Angola, Guiné Equatorial, Gabão, Irã, Iraque, Kuwait, Líbia, Nigéria, República do Congo, Arábia Saudita, Emirados Árabes Unidos e Venezuela) e países exportadores de petróleo aliados (Azerbaijão, Barein, Brunei, Cazaquistão, Malásia, México, Omã, Rússia, Sudão e Sudão do Sul).

Tanto a montante como a jusante, o setor de petróleo e gás será a primeira vítima do colapso dos preços, enquanto os produtos químicos e os transportes, setores que tradicionalmente podem se beneficiar dos preços mais baixos do petróleo, sofrerão com a demanda fraca.

O fracasso das negociações da OPEP+ está parcialmente relacionado aos resultados combinados de três anos de cooperação. Os preços certamente foram elevados, mas em níveis muito inferiores aos anteriores ao contracheque de petróleo de 2014-2016.

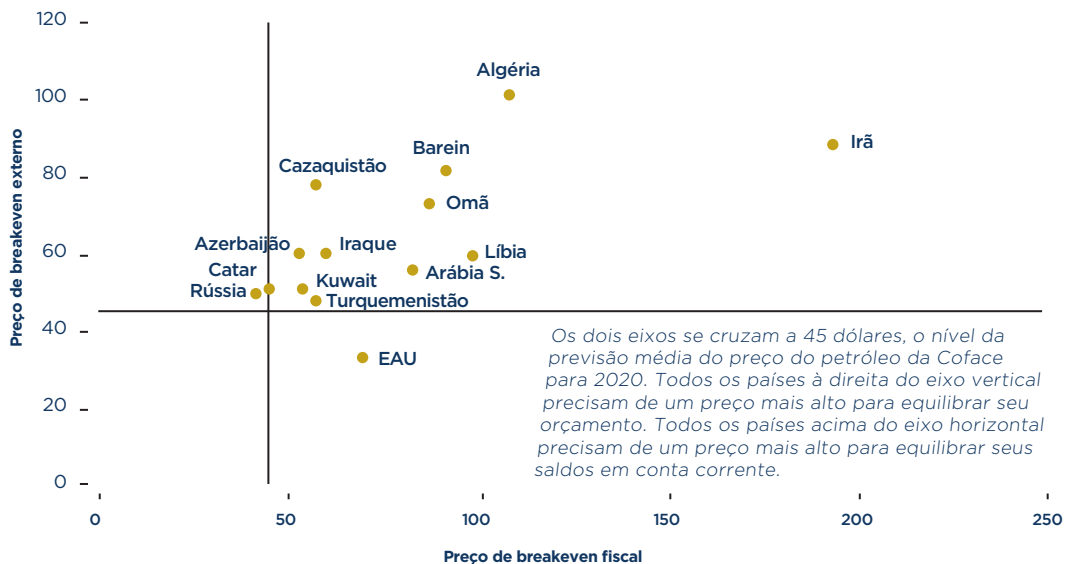
Acima de tudo, a estratégia da OPEP+ manteve os preços do petróleo em um nível que permitiu aos produtores dos EUA prosperar e minar a participação de mercado do grupo. Apesar desses registros, no momento em que este artigo foi escrito, o presidente dos EUA, Donald Trump, acabara de anunciar que esperava que a Rússia e a Arábia Saudita divulgassem enormes cortes na produção de petróleo, aumentando as esperanças de uma trégua na guerra de preços. A Rússia, no entanto, negou a afirmação.

**Gráfico 15:**  
**Preços de petróleo e novas plataformas de perfuração**  
 (% em relação ao ano anterior)



Fonte: Refinitiv, Datastream, Baker Hughes International, Coface

**Gráfico 16:**  
**Países exportadores de petróleo: preços de breakeven fiscal e externo**  
 (em dólares americanos)



Os dois eixos se cruzam a 45 dólares, o nível da previsão média do preço do petróleo da Coface para 2020. Todos os países à direita do eixo vertical precisam de um preço mais alto para equilibrar seu orçamento. Todos os países acima do eixo horizontal precisam de um preço mais alto para equilibrar seus saldos em conta corrente.

Fonte: Autoridades Nacionais, IMF, Coface

Kirill Dmitriev, CEO do fundo soberano russo e um dos principais negociadores da OPEP, disse anteriormente que estava aberto a um novo acordo, mas apenas se novos países aderissem. Essa afirmação pode ser interpretada como uma referência indireta aos Estados Unidos, cujo setor energético deve ser a principal vítima dessa guerra de preços. Embora a intervenção diplomática nos EUA pareça certa, o envolvimento do maior produtor mundial em tal acordo permanece muito hipotético por dois motivos principais: (1) Ao contrário dos países da OPEP+, o governo dos EUA não tem controle sobre a produção de suas empresas. (2) As empresas petrolíferas dos EUA certamente não poderiam participar de tais

discussões sob o direito da concorrência. Havendo acordo ou não, o impacto sem precedentes na demanda de petróleo continua pesando nos preços às custas do setor de energia nos Estados Unidos. De fato, as empresas de exploração e produção dos EUA, que já estavam reduzindo seus gastos de capital pelo segundo ano consecutivo antes da pandemia de coronavírus por causa de uma dívida estimada em 86 bilhões de dólares com vencimento nos próximos cinco anos [9], deverão reduzir seus gastos de forma ainda mais significativa. Preços fracos e acesso limitado ao crédito devem resultar no maior aumento de insolvências de empresas no setor desde 2016 na América do Norte.

\* Fonte: Agência Moody's - North American exploration and production firms face high debt maturities, tighter access to capital [Empresas de exploração e produção norte-americanas enfrentam vencimentos de dívidas altas e acesso mais restrito ao capital], 19 de fevereiro de 2020. [https://www.moody.com/research/Moodys-North-American-exploration-and-production-firms-face-high-debt--PBC\\_1215097](https://www.moody.com/research/Moodys-North-American-exploration-and-production-firms-face-high-debt--PBC_1215097)

## COVID-19, uma "prova de esforço" para muitos regimes políticos

Além de suas consequências econômicas em larga escala, a pandemia também deve trazer muitas implicações políticas. A curto prazo, a mais óbvia é a acentuação das tensões geopolíticas existentes. O presidente dos EUA, Donald Trump, chamou o vírus da COVID-19 de "vírus chinês", enquanto um porta-voz do Ministério de Relações Exteriores da China insinuou que os militares dos EUA importaram o vírus para seu país. Nesse ambiente, não podemos deixar de considerar o risco de uma nova onda de medidas de proteção, visando principalmente os principais setores da nova situação econômica e de saúde (limitação das exportações de produtos agroalimentares e/ou farmacêuticos, considerados vitais). A continuação da "guerra comercial" sino-americana, visando a setores estratégicos, em particular os eletrônicos, também continua a ser uma possibilidade. Esse cenário pode se intensificar com a campanha presidencial nos Estados Unidos e diante de um aumento de protestos sociais em um ou em ambos países. Da mesma forma, no Oriente Médio, o Barein considera a pandemia uma "agressão biológica iraniana". Além disso, o aumento das tensões políticas entre os países em relação ao fechamento de fronteiras, principalmente se estas forem decididas unilateralmente, é um risco a ser monitorado nos próximos meses.

Internamente, é difícil prever as consequências dessa crise econômica e de saúde nos cenários políticos nacionais. A capacidade dos regimes no poder de gerenciar efetivamente essa crise de saúde e proteger as populações das inúmeras e diversas consequências econômicas e sociais é uma questão central. Quer sejam democráticos ou mais autoritários, aqueles que foram julgados pela opinião pública como culpados (com ou sem razão) pelos problemas na saúde e/ou pela situação econômica, ocuparão um lugar de maior fraqueza. Os regimes mais vulneráveis a esse risco são aqueles que já foram objeto de fortes protestos internos antes da pandemia. O Irã é o exemplo mais óbvio.

No decorrer da história, vemos que, nas democracias ocidentais, os governos se beneficiaram com períodos de conflito armado ou desastres naturais, usando o subterfúgio da "união sagrada" para aumentar sua legitimidade. No entanto, o período atual - marcado por uma extrema polarização da opinião pública - é diferente e indica que esse resultado está longe de ser certo. Os partidos da oposição não deixam passar oportunidades de criticar as autoridades governamentais desde o início da crise de saúde. No entanto, a divergência de opiniões não teve um efeito perceptível nos índices de popularidade nessa fase (nem positivos nem negativos).

Além disso, em muitos países, as leis que restringem as liberdades individuais são decididas e frequentemente adotadas muito rapidamente como medidas de emergência para proteger a população (proibições de aglomeração, restrições de locomoção, leis de "estado de emergência" etc.). Embora as decisões de contenção não tenham levantado grandes objeções entre as populações até o momento, este período excepcional é propício a abusos. Por exemplo, na Hungria, o primeiro-ministro Viktor Orban obteve poderes do parlamento como parte de um estado de emergência indefinido, podendo suspender a aplicação de certas leis por decreto sem o voto do parlamento, apesar das fortes críticas da oposição. Portanto, a crise de saúde já é percebida, em alguns casos, como uma boa oportunidade para avançar com reformas controversas.



## ECONOMISTAS DO GRUPO COFACE

**Julien Marcilly**  
Economista-chefe  
*Paris, França*

**Sarah N'Sondé**  
Responsável pela Análise  
Setorial  
*Paris, França*

**Bruno De Moura Fernandes**  
Economista, Reino Unido,  
França, Bélgica, Suíça  
e Irlanda  
*Paris, França*

**Carlos Casanova**  
Economista, Ásia-Pacífico  
*Hong Kong*

**Christiane von Berg**  
Economista,  
Europa Setentrional  
*Mainz, Alemanha*

**Dominique Fruchter**  
Economista, África  
*Paris, França*

**Erwan Madelénat**  
Economista Especializado  
e Cientista de Dados  
*Paris, França*

**Grzegorz Sielewicz**  
Economista, Europa  
Central e Leste Europeu  
*Varsóvia, Polónia*

**Khalid Aït-Yahia**  
Economista Especializado  
e Estatístico  
*Paris, França*

**Marcos Carias**  
Economista, Europa  
Meridional  
*Paris, França*

**Patricia Krause**  
Economista, América Latina  
*São Paulo, Brasil*

**Ruben Nizard**  
Economista, América do Norte  
*Paris, França*

**Seltem Iyigun**  
Economista, Oriente Médio  
e Turquia  
*Istambul, Turquia*

Com o apoio de **Aroni Chaudhuri**  
Coordenador  
*Paris, França*

---

#### DISCLAIMER / DESCARGO DE RESPONSABILIDAD

El presente documento refleja la opinión del Departamento de Investigaciones Económicas de Coface, a partir de la fecha de su elaboración y sobre la base de la información disponible; puede ser modificado en cualquier momento. Las informaciones, los análisis y las opiniones contenidas en el presente documento han sido elaborados a partir de múltiples fuentes consideradas fiables y serias; sin embargo, Coface no garantiza la exactitud, la exhaustividad o la realidad de los datos contenidos en este documento. Las informaciones, los análisis y las opiniones se proporcionan únicamente con fines informativos y tienen por objeto completar la información de que dispone el lector. Coface publica este documento de buena fe y con base en una obligación de medios (entendida como medios comerciales razonables) en cuanto a la exactitud, integridad y realidad de los datos. Coface no se hace responsable de los daños (directos o indirectos) o pérdidas de cualquier tipo que sufra el lector como consecuencia de la utilización por parte de éste de las informaciones, análisis y opiniones. Por lo tanto, el lector es el único responsable de las decisiones y consecuencias de las decisiones que tome sobre la base de este documento. Este documento y los análisis y opiniones expresados en él son propiedad exclusiva de Coface; el lector está autorizado a consultarlos o reproducirlos sólo para uso interno, siempre que estén claramente marcados con el nombre "Coface", que este párrafo sea reproducido y que los datos no sean alterados o modificados. Se prohíbe cualquier uso, extracción, reproducción para uso público o comercial sin el consentimiento previo de Coface. Se invita al lector a consultar los avisos legales de la página web de Coface:

<https://www.coface.com/Home/General-informations/Legal-Notice>.

---

#### **COFACE SA**

1, place Costes et Bellonte  
92270 Bois-Colombes  
France

[www.coface.com](http://www.coface.com)

**coface**  
FOR TRADE