

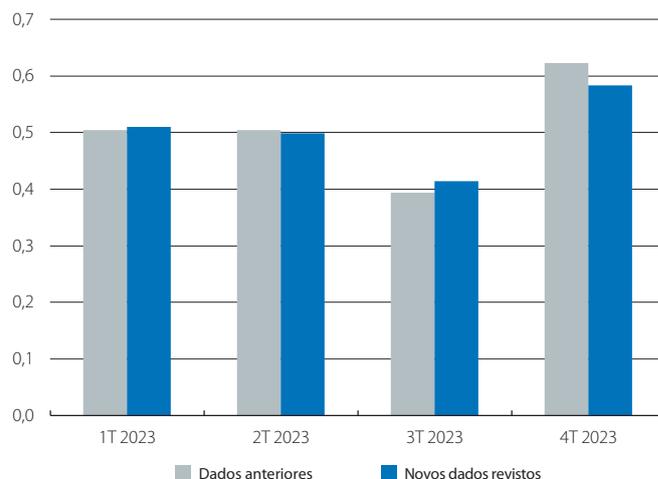
A economia espanhola mantém-se resistente numa conjuntura difícil

Toda a informação disponível sugere que a atividade económica, apesar de um contexto económico adverso marcado pelo impacto da subida das taxas de juro do ano passado e de uma inflação a rondar os 3%, continuou a crescer a bom ritmo no 1.º trimestre. A nova estimativa do crescimento do PIB no 4.º trimestre de 2023, publicada pelo INE no âmbito do seu calendário regular de revisões, também não alterou a leitura do passado recente. No último trimestre de 2023, o crescimento do PIB manteve-se inalterado em relação à estimativa provisória e, na desagregação das componentes, registou-se uma ligeira revisão em baixa do crescimento do consumo privado e do consumo público, compensada por uma ligeira revisão em alta do investimento.

Bons números nos indicadores de atividade. Os indicadores de atividade disponíveis para o 1.º trimestre de 2024 mostram um desempenho melhor do que o esperado, especialmente no que diz respeito ao sentimento, ao emprego e ao turismo. Por conseguinte, o PMI dos serviços manteve em março a sua tendência ascendente e atingiu 56,1 pontos, um nível que aponta para uma taxa de expansão considerável no sector. Por sua vez, o sector industrial está a deixar para trás a sua fraqueza e o PMI da indústria transformadora, com 51,4 pontos, consolida a sua posição na zona de crescimento, depois de ter estado abaixo deste limiar nos 10 meses anteriores. Analogamente, a produção industrial registou um crescimento médio de 0,8% até fevereiro face ao 4.º trimestre de 2023, uma taxa ligeiramente superior à do trimestre anterior (+0,6% em termos trimestrais). Em relação ao consumo, as vendas a retalho em fevereiro recuperaram 0,5% em termos mensais, após descidas em dezembro e janeiro. No entanto, apesar da recuperação, a média de janeiro e fevereiro ainda mostra um ligeiro declínio de 0,3% em comparação com a média do 4T 2023. O turismo também começou o ano com excelentes resultados; em fevereiro, as chegadas de turistas estrangeiros aumentaram 15,9% em relação ao ano anterior e os gastos 25,8%. Portanto, tanto as chegadas de turistas como os gastos estão bem acima dos registos pré-pandémicos de fevereiro de 2019, com um aumento de 14,4% e 44,8%, respetivamente.

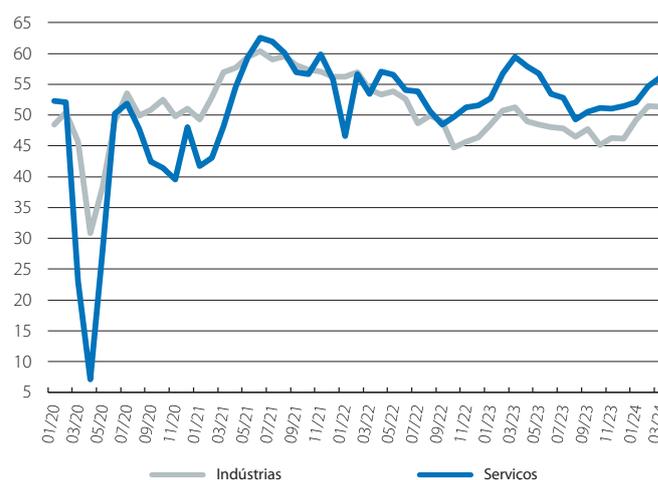
O mercado de trabalho mantém um dinamismo assinalável. As inscrições na Segurança Social cresceram 193.585 em março em relação ao mês anterior, mais do que o habitual para um mês de março (140.000 em média nos meses de março no período 2014-2019). O emprego, ajustado sazonalmente, aumentou em 77.876, elevando o aumento médio mensal no primeiro trimestre para 63.242 trabalhadores, superior à média do quarto trimestre de 2023 (31.248). No 1.º trimestre de 2024, o ritmo de crescimento trimestral das inscrições intensificou-se para 0,7% (0,4% nos dois trimestres anteriores).

Espanha: PIB Variação em termos trimestrais (%)



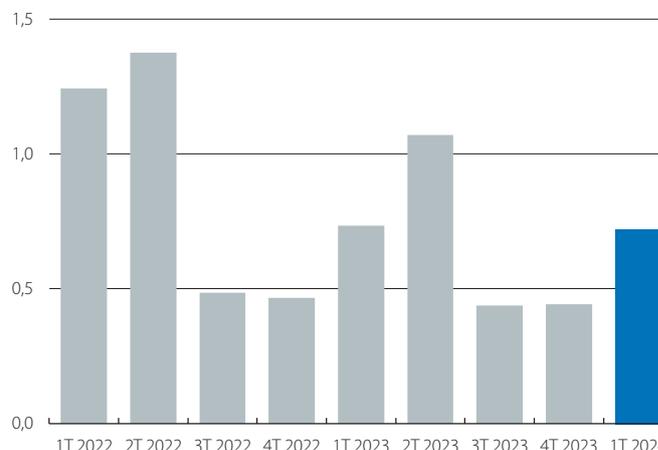
Fonte: BPI Research, a partir dos dados do INE de Espanha.

Espanha: PMI Nível



Fonte: BPI Research, com base em dados do S&P Global PMI.

Espanha: inscritos na Segurança Social Variação em cadeia (%)



Nota: Série de inscritos ajustados de sazonalidade que não estão em ERTE.
Fonte: BPI Research, com base em dados do MISSM.

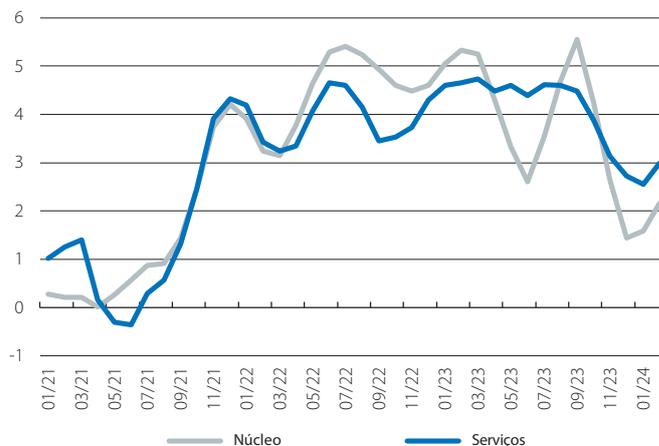
Os preços da energia e a retirada de medidas fiscais dominam a dinâmica da inflação. Segundo a estimativa rápida do IPC, a inflação global aumentou 4 décimos de ponto percentual em março para 3,2%. Esta recuperação deve-se principalmente ao aumento dos preços da eletricidade e dos combustíveis. Na eletricidade, a queda mensal de 13,1% no PVPC foi mais do que compensada pelo aumento do IVA de 10% para 21% em março, que ocorreu porque o preço do mercado grossista em fevereiro estava abaixo do limite de 45 euros/MWh estabelecido na lei aprovada em dezembro passado. As atuais previsões do mercado de futuros sugerem que os preços no mercado grossista não subirão acima dos 45 euros/MWh até ao verão. Se estas previsões se concretizarem, o IVA sobre a eletricidade voltará à sua taxa reduzida de 10% em julho. Relativamente aos combustíveis, o preço do petróleo Brent acumula três meses de subidas e situou-se em março numa média de 78 euros por barril, o que levou a um aumento mensal de 1,9% no preço da gasolina. Não obstante estes altos e baixos, as tendências subjacentes sugerem que o processo de desinflação está a prosseguir. A inflação subjacente, que exclui a energia e os produtos alimentares não transformados, desceu 0,2 p. p. em março, para 3,3%, e o *momentum* da inflação subjacente (que exclui a energia e os produtos alimentares) sugere que deverá continuar a moderar-se.

O défice público desceu para 3,6% do PIB em 2023. O valor representa uma melhoria acentuada em relação ao défice de 2022 (4,7% do PIB), embora ainda acima do nível pré-pandémico (3,1% do PIB em 2019). A nível das administrações públicas, o défice da administração central foi de 2,1% do PIB; o das comunidades autónomas, 0,9%; o da 0,6% para a Segurança Social e 0,1% para as autarquias locais. A redução do défice em 2023 deveu-se ao dinamismo das receitas públicas, que aumentaram 9,0% em comparação com 2022, principalmente devido a fortes receitas de impostos diretos e contribuições, enquanto as despesas totais aumentaram 6,5%, impulsionadas pela reavaliação das pensões e pela manutenção de uma grande parte das medidas, que tinham sido introduzidas, para fazer face ao choque energético.

O sector externo está a começar bem este ano. O défice comercial situou-se em 3.729 milhões de euros em janeiro, inferior ao défice de 3.956 milhões de euros registado em janeiro de 2023 (-5,7% em termos homólogos), graças à melhoria da componente não energética. Neste sentido, o défice não energético baixou de 816 milhões de euros em janeiro de 2023 para 90 milhões de euros em janeiro deste ano, numa conjuntura de aumento das exportações, que cresceram 1,7% em termos homólogos, e de queda das importações, de 0,9% em termos homólogos, motivada pela queda dos preços (-3,9% em termos homólogos). O défice energético, pelo contrário, aumentou para 3.639 milhões de euros, contra 3.140 milhões de euros no ano anterior, devido a uma redução mais acentuada das exportações do que das importações (-41,2% e -12,3% em termos homólogos, respetivamente).

Espanha: momentum de inflação

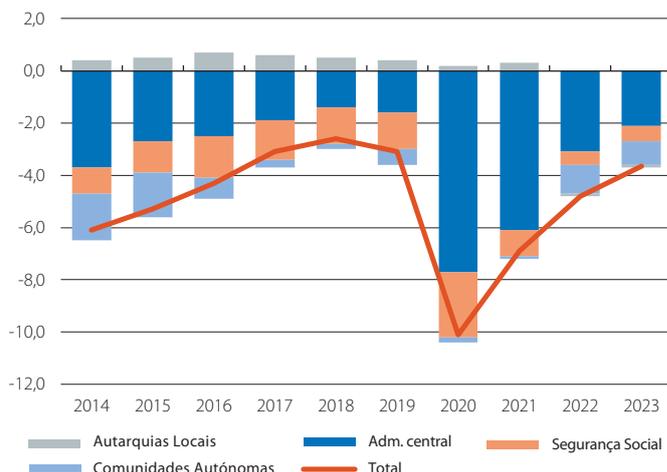
Varição do índice médio dos últimos 3 meses em relação aos 3 meses anteriores, anualizada (%)



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

Espanha: saldo das administrações públicas

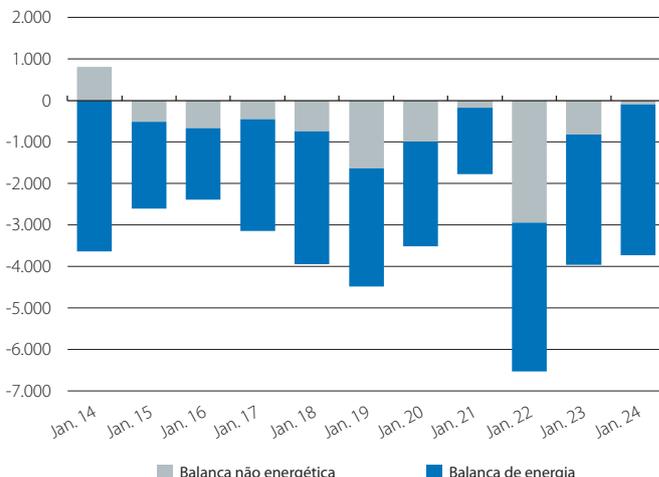
(% do PIB)



Fonte: BPI Research, a partir dos dados do Ministério das Finanças espanhol.

Espanha: balança comercial de mercadorias

(Milhões de euros)



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

Crescimento potencial do PIB em Espanha a médio prazo

Nos últimos quatro anos, assistiu-se a uma sucessão de acontecimentos que podem ser descritos como «extremos»: primeiro, a COVID-19; depois a eclosão da guerra entre a Rússia e a Ucrânia e, mais recentemente, o conflito entre Israel e o Hamas. Tais acontecimentos deixaram pouco espaço para a análise das tendências subjacentes da nossa economia. Recentemente, em vários dos nossos Focus, abordámos aspetos mais estruturais, como a evolução da produtividade, tanto agregada como sectorial, ou a evolução da taxa de desemprego estrutural.¹ Neste artigo, centramo-nos na análise da evolução e das perspetivas de crescimento do PIB potencial. Trata-se de uma variável-chave, pois indica a tendência de crescimento da nossa economia. Significa o quanto a economia pode crescer de forma sustentada na ausência de choques, se toda a capacidade pro-

dutiva for utilizada e não forem gerados desequilíbrios. A quantificação do PIB potencial de uma economia não é, contudo, uma tarefa simples. Trata-se de uma variável que não é diretamente observada e cuja estimativa está rodeada de incertezas.

Como é que medimos o PIB potencial?

Há diversas formas de estimar o PIB potencial. O presente artigo opta pela abordagem da função de produção. Nos termos desta metodologia, o PIB pode ser modelado como uma função de um conjunto de fatores de produção, tipicamente o trabalho, o capital e a chamada produtividade total dos fatores (PTF).² Uma vez estabelecida esta relação, pode demonstrar-se que o crescimento do PIB é igual ao crescimento da PTF mais a soma ponderada do crescimento do trabalho e do capital.³

Espanha: pressupostos sobre o crescimento das componentes do fator trabalho

Taxa de desemprego estrutural (%)



População em idade ativa (16-64 anos) Variação homóloga (%)



Taxa de atividade

População ativa com idade entre 16 e 64 anos (%)



Horas anuais trabalhadas por empregado



Fonte: BPI Research, com base em dados do INE e da AMECO.

1. Ver os artigos «Produtividade em Espanha: muito espaço para melhorias», «A especialização sectorial penaliza a produtividade da economia espanhola» e «Como se poderia reduzir ainda mais o desemprego estrutural em Espanha», em IM10/2023, IM11/2023 e IM01/2024, respetivamente.
2. No presente artigo, falamos de três fatores de produção, mas a literatura tem analisado casos mais complexos em que são explicitamente considerados mais fatores, por exemplo, o capital humano.
3. A ponderação é dada pelo peso dos rendimentos do trabalho e do capital no PIB.

Medimos o fator trabalho como as horas trabalhadas na economia. As horas trabalhadas, por sua vez, podem ser divididas em quatro variáveis: as horas trabalhadas por empregado, a taxa de emprego (que é igual a um menos a taxa de desemprego), a taxa de participação da força de trabalho e a população em idade ativa (entre 16 e 64 anos).⁴ Uma vez que o objetivo é medir o PIB potencial, tomamos a taxa de desemprego estrutural em vez da taxa de desemprego observada.⁵ A decomposição acima permite uma melhor compreensão dos principais fatores subjacentes à evolução das horas trabalhadas.

Já o crescimento do capital é medido adicionando a formação bruta de capital fixo ao *stock* de capital em cada ano, após dedução da depreciação do *stock* de capital.⁶

A PTF é obtida como um resíduo, ou seja, a diferença entre o crescimento real do PIB menos a soma ponderada do crescimento do trabalho e do capital. A PTF capta tudo o que faz com que a produção cresça mais do que o permitido pela acumulação dos fatores de produção considerados (trabalho e capital). Assim sendo, a PTF capta os ganhos de produtividade, mas pode também captar outras dinâmicas, como a medição incorreta dos fatores de produção. Nomeadamente, como o fator trabalho no nosso modelo apenas tem em conta a evolução da quantidade de horas trabalhadas, a nossa estimativa da PTF inclui alterações na qualidade do fator trabalho, que, de acordo com outras análises, melhorou consideravelmente ao longo das últimas décadas.⁷

Por fim, uma vez obtida a evolução da PTF, do fator trabalho e do capital, definimos os valores potenciais de cada variável como a sua componente tendencial e a partir destes estimamos a evolução do PIB potencial.⁸ Naturalmente, o PIB observado pode ser inferior ou superior ao PIB potencial. Quando o PIB observado é inferior ao potencial, isso significa que existe uma subutilização da capacidade da economia e vice-versa. Considere-se, por exemplo, o período entre 2009 e 2012, que foi afetado pela crise financeira e das dívidas soberanas. Ao longo deste período, o PIB potencial diminuiu, visto que o choque que afetou a nossa economia reduziu a sua capacidade produtiva. O PIB observado diminuiu, no entanto, mais do que o PIB potencial, o que sugere que, para além da perda de capacidade produtiva a que a nossa economia foi sujeita, houve também uma subutilização dos recursos produtivos.

No presente artigo, centrar-nos-emos no cálculo do crescimento potencial do PIB e não na determinação do seu nível. Consequentemente, um crescimento do PIB observado superior ao crescimento do PIB potencial pode sugerir que o diferencial entre o PIB observado e o PIB efetivo está a

4. A taxa de atividade é definida como a soma dos desempregados e dos empregados sobre a população em idade ativa (16-64 anos).

5. A taxa de desemprego estrutural é definida como a taxa de desemprego compatível com uma inflação próxima do objetivo do banco central. Esta taxa não é observável e tem de ser estimada.

6. Obtém-se a taxa de amortização a partir das taxas de amortização associadas a cada subcategoria do *stock* de capital, ponderadas pelo peso de cada subcategoria no *stock* total.

7. Bontadini *et al.* (2023), «EUKLEMS & INTANTProd: industry productivity accounts with intangibles», fornece uma estimativa do impacto do aumento da qualidade do fator trabalho.

8. Para obter a componente de tendência, utilizamos o filtro Hodrick-Prescott.

Espanha: contribuições para o crescimento do potencial de horas trabalhadas

(p. p.)



Fonte: BPI Research, com base em dados do INE e da AMECO.

diminuir (porque existia um diferencial negativo) ou que está a aumentar (porque o diferencial já era positivo) e que a economia está a sobreaquecer.

Pressupostos sobre a evolução das horas trabalhadas

Que hipóteses de crescimento são adotadas para cada uma das componentes que constituem a nossa previsão de horas trabalhadas?

O primeiro gráfico apresenta hipóteses sobre a evolução da taxa de desemprego estrutural, da população em idade ativa, da taxa de participação da população ativa e das horas trabalhadas por empregado.

Em relação à taxa de desemprego estrutural, adotamos a previsão da Comissão Europeia, que vai até 2025 e assume que a taxa de desemprego estrutural é reduzida para 11,3%. Posteriormente, partimos do princípio de que a taxa se mantém estável a este nível, uma hipótese que pode ser considerada conservadora, porque é plausível que a taxa de desemprego estrutural continue a descer. Relativamente à dinâmica da população em idade ativa, tomamos como base as projeções demográficas do INE (que para 2030, por exemplo, assumem um crescimento de 0,15%). No que respeita à taxa de participação da população ativa, pressupomos um ligeiro aumento ao longo do horizonte de projeção e, no que respeita às horas trabalhadas, tomamos como referência a descida média anual ocorrida entre 2014 e 2019 (-0,12%).

Partindo destes pressupostos, o segundo gráfico mostra o crescimento projetado das horas trabalhadas entre 2024 e 2030, e a repartição das contribuições de cada componente. As horas trabalhadas são inicialmente favorecidas por uma diminuição da taxa de desemprego estrutural. A partir de 2026, porém, partindo do princípio de que esta taxa estabiliza, este fator desaparece. Posteriormente, as tendências demográficas tornam-se mais proeminentes e conduzem a uma moderação gradual, mas sustentada, do crescimento do número de horas trabalhadas, devido a um abrandamento do crescimento da população em idade ativa.

Perspetivas de crescimento do PIB potencial

O terceiro gráfico mostra a comparação entre a evolução do crescimento do PIB potencial desde o início do milénio, conforme a nossa estimativa, e a evolução do crescimento do PIB desde o início do milénio. O crescimento do PIB potencial caiu durante a pandemia de 2020, embora menos do que o crescimento do PIB observado.⁹ Esta queda mais contida é atribuída ao facto de, de acordo com o nosso modelo, a queda acentuada das horas trabalhadas e do investimento serem considerados acontecimentos pontuais. De 2021 em diante, o crescimento do PIB potencial recuperou e estimamos que tenha atingido um pico em 2023.

As projeções para o crescimento potencial do PIB de 2024 a 2030 são apresentadas no quarto gráfico, detalhando a contribuição de diferentes fatores. Em termos gerais, prevemos que o crescimento potencial da economia se situe em torno de 1,7% no período de três anos entre 2024 e 2026, diminuindo gradualmente para 1,3% em 2030. Segundo as nossas previsões, o crescimento da PTF deverá regressar rapidamente à sua média histórica de 0,7% por ano ao longo do horizonte de projeção. Verifica-se uma diminuição progressiva da contribuição do fator trabalho, devido aos fatores demográficos acima referidos, que é parcialmente compensada por uma melhoria da contribuição do capital. O baixo nível de investimento registado entre 2021 e 2023 leva-nos a esperar uma recuperação nos próximos anos, o que deverá aumentar a contribuição do capital para o crescimento. A previsão de crescimento do PIB potencial a médio prazo de 1,3% é semelhante à apresentada por outras instituições. Por exemplo, o Banco de Espanha estima um crescimento potencial de 1,1% em 2030 na ausência dos fundos europeus do NGEU, mas, se os fundos do NGEU forem tidos em conta, aumenta a previsão para um intervalo entre 1,3% e 1,9%, dependendo dos pressupostos sobre o impacto dos fundos. A AIReF, por seu lado, estima um crescimento potencial de 1,3% a médio prazo (a partir de 2028).¹⁰

A incerteza em torno das previsões de crescimento do PIB potencial é elevada devido a vários fatores, desde questões técnicas na medição e especificação do modelo até aos pressupostos subjacentes às previsões. Como exemplo da incerteza quanto a este último ponto, consideramos dois exercícios de sensibilidade.

- O primeiro analisa o efeito de uma nova redução da taxa de desemprego estrutural. Mais especificamente, partindo do princípio de que continua a diminuir para além de 2025, a um ritmo de 0,3 p.p. por ano,¹¹ esta alteração faria com que a taxa de desemprego estrutural ficasse ligeiramente abaixo dos 10% em 2030 e aumentaria o crescimento potencial da economia em 0,2 p.p. para 1,5% em 2030.

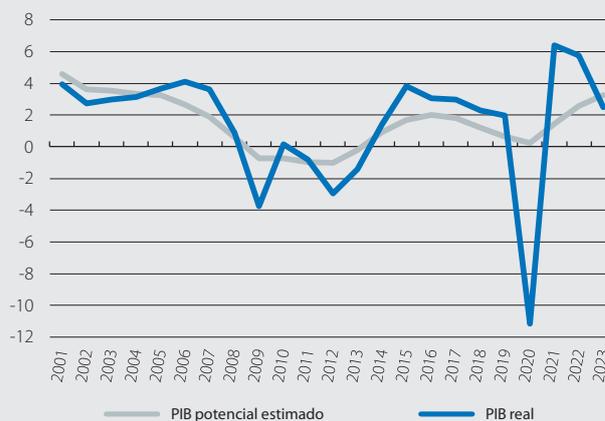
9. O Banco de Espanha e a Comissão Europeia obtiveram resultados semelhantes. O Banco de Espanha estima que o crescimento potencial do PIB em 2020 seja de cerca de 0,0% (ver Cuadrado, P. *et al.* «O crescimento potencial da economia espanhola após a pandemia», n.º 2208, Banco de Espanha, 2022) e a Comissão, 0,3%.

10. Ver Cuadrado, Pilar, *et al.* «O crescimento potencial da economia espanhola após a pandemia», n.º 2208, Banco de Espanha, 2022, e o «Relatório sobre as linhas fundamentais dos orçamentos das administrações públicas 2024» do AIReF.

11. Trata-se de um ritmo semelhante ao da redução média anual da taxa de desemprego estrutural registada no período 2014-2019 (0,4 p. p. por ano).

Espanha: PIB vs. PIB potencial

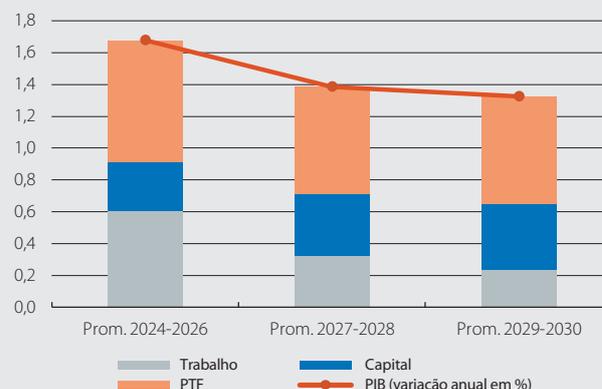
Varição anual (%)



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

Espanha: crescimento potencial do PIB, contribuições

(p.p.)



Fonte: BPI Research, com base em dados do INE e da AMECO.

- Este segundo exercício considera um cenário com uma taxa de crescimento do investimento mais elevada.¹² Mais concretamente, pressupõe-se que o investimento cresça mais 1 p.p. por ano até 2030. Se este cenário se concretizar, o crescimento potencial do PIB aumentará gradualmente para 1,5% em 2030. Tal aumento poderia ser superior se, além disso, fosse tido em conta o efeito sobre o crescimento da produtividade na economia.

Em resumo, prevemos que o crescimento potencial da economia espanhola seja, em média, de 1,7% entre 2024 e 2026, mas que se modere a partir daí devido a fatores demográficos, atingindo 1,3% em 2030. Com a perspetiva de um crescimento potencial moderado a médio prazo, há uma necessidade urgente de reformas estruturais para impulsionar o investimento, melhorar a eficiência do mercado de trabalho e promover um maior crescimento da produtividade.

12. Os resultados mais favoráveis poderão ser explicados por um impacto mais forte do que o atualmente previsto dos fundos do NGEU na economia.

Inovação em Espanha: ligeiramente abaixo da UE

A inovação é uma variável fundamental para aumentar o crescimento potencial das economias. No presente artigo, analisamos a evolução em Espanha do índice de inovação construído pela Comissão Europeia, a fim de lançar alguma luz sobre esta questão. A construção deste índice¹ baseia-se em 32 indicadores agrupados em 12 dimensões, tais como: atração de talentos, investimento em investigação e desenvolvimento e utilização de tecnologias da informação. Entre as 38 economias europeias analisadas, a Ucrânia registou em 2023 o valor mais baixo do índice (33 pontos) e a Suíça o mais elevado (151 pontos). Aliás, o índice médio da UE de 108,5 pontos em 2023² era 11% inferior ao dos EUA, o paradigma da inovação.

A Espanha em comparação com a UE: há margem para melhorias

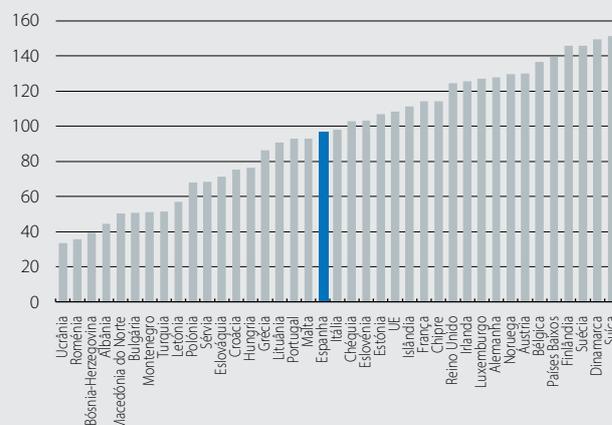
O índice de inovação em Espanha, em 2023, situou-se em 96 pontos, 11% abaixo da média da UE. Quando este índice foi introduzido, há sete anos, a Espanha estava 13% abaixo da média da UE, pelo que, embora tenha reduzido a diferença em relação à Zona Euro, ainda se situa abaixo dela. Relativamente aos apagar principais pares europeus, em 2023, o índice em Espanha estava 15% abaixo dos níveis de França, 25% abaixo da Alemanha, 1% abaixo de Itália, mas 4% acima de Portugal.

Tendo em conta estes dados, porque é que a Espanha está um pouco atrás da UE e dos apagar principais parceiros europeus em termos de inovação? Em resposta a esta questão, comparamos a Espanha com a média europeia em 2023 em algumas dimensões-chave do índice de inovação.

No terceiro gráfico, os resultados mostram que Espanha está claramente melhor do que a UE na fração de trabalhadores com competências digitais avançadas e relativamente próxima no emprego em profissões intensivas em conhecimento. Quanto ao grau de inovação das PME e à despesa em I&D do sector privado, são duas dimensões que têm de ser melhoradas (pois estão muito atrasadas). O facto de a Espanha estar comparativamente em melhor situação em termos de competências digitais avançadas e de emprego em tecnologia transmite uma mensagem de esperança quanto à redu-

1. O índice é normalizado pela dimensão da população de cada país ou região, de modo a que os resultados não sejam determinados pela população.
2. 100 em 2016. As médias da UE são sempre ponderadas pelo peso da população de cada país.

Índice de inovação 2023: comparação europeia



Fonte: BPI Research, com base em dados da Comissão Europeia.

Comparação do índice de inovação Espanha vs. UE

Rácio entre a Espanha e a UE (%)



Fonte: BPI Research, com base em dados da Comissão Europeia.

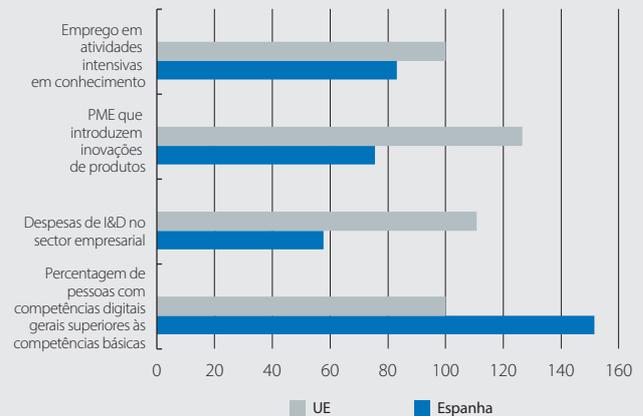
ção do fosso com a Europa. Três reflexões são, em todo o caso, incontornáveis. Em primeiro lugar, é essencial que não haja *skill mismatches*, de modo a que estas competências possam ser combinadas com empregos com elevado potencial de inovação. Os dados disponíveis até à data indicam que o alinhamento das competências da oferta de trabalho com o que as empresas pedem é uma questão pendente para a economia espanhola.³ Em segundo lugar, um maior investimento em I&D é essencial para dar o salto qualitativo. E, em

3. 76% das empresas referem um défice de competências entre as necessidades das suas organizações e a formação oferecida pelo sistema universitário. Simultaneamente, 79% das empresas referem um défice de competências entre os candidatos com formação profissional. Ver Canals, J. (2020), «Changes in the portfolio of skills needed by Spanish companies following COVID-19».

terceiro lugar, é imperativo que, num país em que as *PME* são uma parte muito importante do tecido produtivo, os avanços na inovação sejam amplamente difundidos no tecido empresarial e que as *PME* ganhem escala.⁴

Subpilares do índice de inovação: comparação entre Espanha vs. UE

Rácio entre a Espanha e a UE (%)



Fonte: BPI Research, com base em dados da Comissão Europeia.

4. O nível de produtividade das grandes empresas em Espanha é mais do dobro do das microempresas. Adicionalmente, vários estudos sublinham que as grandes empresas têm uma maior propensão para investir em ativos intangíveis. Porém, o peso das médias e grandes empresas na economia espanhola é inferior ao de outros países. Em Espanha, cerca de 35% do emprego está em empresas com mais de 50 trabalhadores, uma proporção que aumenta para 66% na Alemanha.

A economia espanhola continua a reduzir a sua dívida externa

Passado o choque da pandemia, a economia espanhola retomou o caminho da correção de um dos seus clássicos desequilíbrios, o endividamento externo; para isso contribui a elevada capacidade de financiamento que tem conseguido manter. A este respeito, Espanha não só acumulou 12 anos consecutivos com capacidade de financiamento, como também atingiu um novo máximo histórico em 2023 (3,7% do PIB vs. 1,5% no ano anterior),¹ em resultado dos excedentes registados pelas balanças correntes e de capital (2,6% e 1,1%, respetivamente): no primeiro caso, reflete a competitividade crescente do nosso tecido produtivo, enquanto os fundos europeus ligados ao programa NGEU têm um impacto no excedente da balança de capitais. Mesmo com a eclosão da pandemia e a subsequente crise energética, a economia espanhola conseguiu manter a sua capacidade de financiamento, o que demonstra o carácter estrutural da melhoria do desequilíbrio externo.

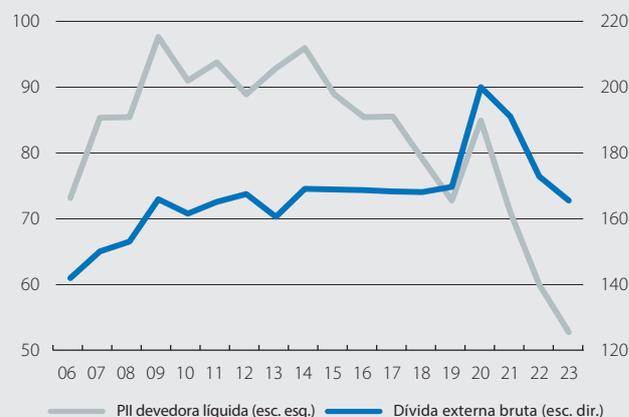
Como resultado do acima exposto, o saldo devedor da posição líquida de investimento internacional (PLII) da Espanha, que mede a diferença entre ativos e passivos financeiros em relação ao resto do mundo, foi ainda mais reduzido no ano passado para 771.383 milhões de euros, 52,8% do PIB, o melhor registo desde 2003 (60,0% em 2022). Embora se trate ainda de um nível elevado, muito acima do limiar de 35,0% estabelecido pela Comissão Europeia no âmbito do procedimento relativo aos desequilíbrios macroeconómicos (PDM),² a redução acumulada nos últimos anos é muito assinalável: nada menos que 45 pontos desde o pico de 2009.

Deve ser feita uma menção especial à redução significativa da PLII devedora do Banco de Espanha de 18,5% do PIB em 2022 para 8,7% um ano depois. Este comportamento foi condicionado pelo fim das compras de ativos pelo BCE,³ que começou a anular o efeito negativo que estas compras tinham gerado mecanicamente no período 2015-2022 na PLII do Banco de Espanha, através da sua posição face ao Eurosistema, e pelos desembolsos dos fundos do NGEU.⁴

1. No período 2000-2008, pelo contrário, a economia registou uma necessidade de financiamento de 5,6% do PIB, em média, por ano.
2. Um mecanismo de vigilância destinado a prevenir e corrigir desequilíbrios macroeconómicos nos países da UE.
3. As aquisições líquidas terminaram em 2022, tanto para o Programa de Aquisição de Emergência por Pandemia (PEPP) como para o Programa de Aquisição de Ativos (APP), enquanto as aquisições brutas terminaram em 2023 para o APP.
4. A entrada de fundos sob a forma de subvenções tem um impacto inicial na conta financeira do Banco de Espanha (como uma diminuição do passivo) e das Administrações Públicas (aumento dos passivos). Ver <https://www.bde.es/webbe/es/estadisticas/compartido/docs/notaNGEU.pdf>

Espanha: PII devedora líquida e dívida externa bruta

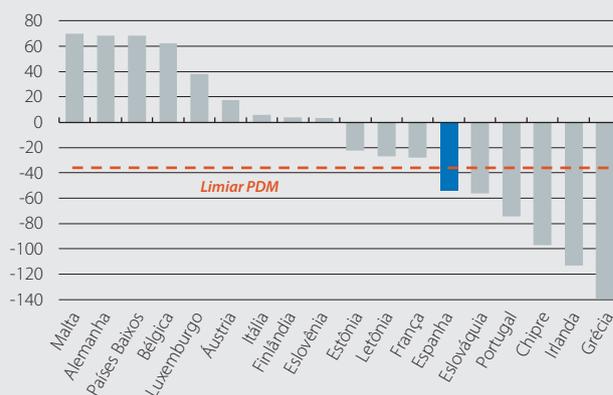
(% sobre o PIB)



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

Zona Euro: PII líquida

(% do PIB)

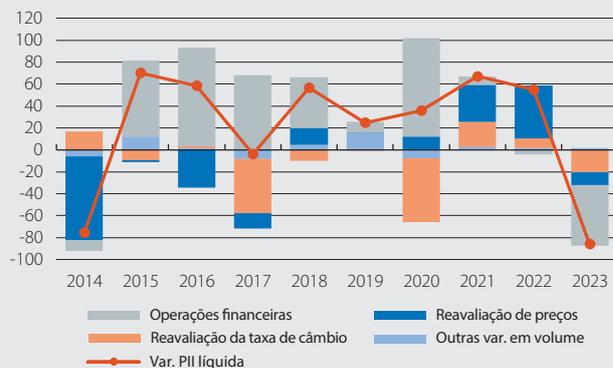


Nota: Dados do 3T 2023.

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

Espanha: variação anual da PII líquida por componente *

(Milhares de milhões de euros)



Nota: * Sem Banco de Espanha.

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

Excluindo o Banco de Espanha, o saldo devedor da PII da economia aumentou em 2023 85.723 milhões de euros, algo que não acontecia desde 2017, para um total de 644.104 milhões de euros. Esta degradação resultou de efeitos de valorização líquidos negativos (devidos a variações cambiais e/ou de preços) e, sobretudo, do montante negativo das operações financeiras com o exterior. Ou seja, o aumento líquido das responsabilidades sobre o exterior excedeu o aumento dos ativos (entradas líquidas de capital) (ver gráfico 3). Quanto aos efeitos de valorização, as taxas de câmbio tiveram um impacto negativo mais forte nos ativos, principalmente devido à depreciação do dólar, que foi muito acentuada na última parte do ano. No caso dos preços, o seu aumento afetou os passivos em maior medida, dado o seu maior volume.

Os instrumentos financeiros, com exceção dos derivativos, aumentaram todos o seu saldo devedor em 2023, especialmente o investimento em carteira, devido ao impacto dos preços e das operações financeiras negativas com o exterior (o passivo cresceu mais do que o ativo). Em relação ao investimento direto,⁵ a deterioração deveu-se principalmente ao impacto da taxa de câmbio,⁶ enquanto que em relação ao outro investimento se deveu principalmente a entradas líquidas de capital.

Sectorialmente, apenas os outros sectores residentes (OSR) reduziram o seu saldo devedor em termos de volume, tendo registado o saldo mais baixo desde 2000. Em contrapartida, tanto as administrações públicas (AP) como, em particular, as instituições financeiras monetárias (IFM) pioraram a sua posição, passando de credoras a devedoras.

Quanto à dívida externa bruta,⁸ esta retomou a trajetória ascendente interrompida em 2022 e cresceu fortemente em volume, para 2.419 biliões de euros, face a 2327 biliões de euros no ano anterior. No entanto, em resultado do crescimento do PIB nominal, o rácio da dívida em relação ao PIB continuou a diminuir para 165,5% (172,8% anteriormente), melhorando mesmo em relação aos registos pré-pandémicos (169,7% em 2019). Por sector, a redução da dívida bruta concentrou-se nas Administrações Públicas (44,0% do PIB, apenas menos 1 décimo de ponto per-

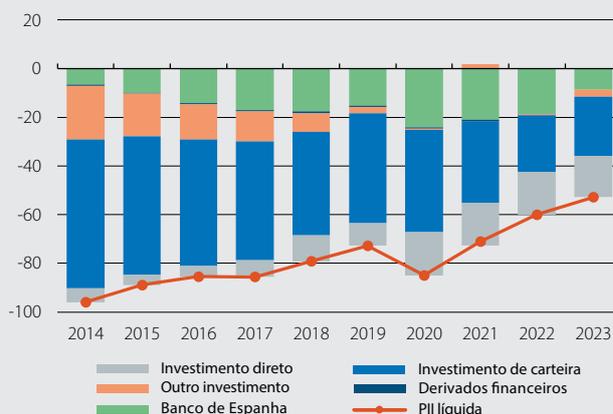
5. Ações e outras formas de participações, lucros reinvestidos, investimentos imobiliários e financiamento entre empresas que são partes relacionadas.

6. Todavia, dado o notável aumento do PIB nominal (8,6%), o saldo devedor do investimento direto em termos do PIB melhorou ligeiramente no ano passado (16,8% vs. 17,4% em 2022).

7. Principalmente empréstimos, *repos* e depósitos.

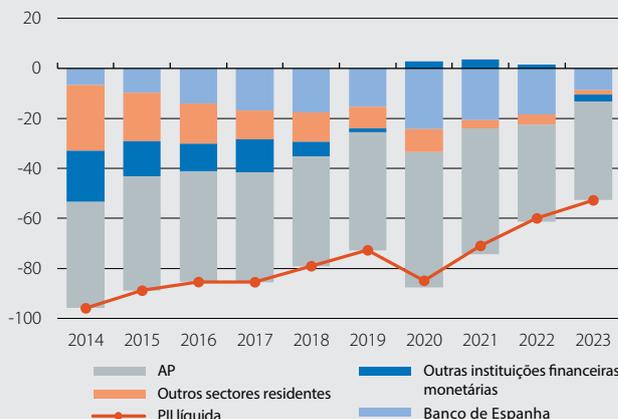
8. Compreende o saldo de todos os passivos que dão origem a obrigações de pagamento futuro (capital e/ou juros), ou seja, é constituído pelos instrumentos financeiros incluídos no passivo do PII, com exceção dos instrumentos de capital (ações, outras participações e ações/unidades de participação de fundos de investimento) e dos derivativos financeiros.

Espanha: PII líquida por instrumentos financeiros (% do PIB)



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

Espanha: PII líquida por sectores institucionais (% do PIB)



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

tual do que em 2022), OSR (20,3% vs. 21,6%) e, sobretudo, o Banco de Espanha (36,3% vs. 46,9%). Neste último caso, uma vez concluída a compra de dívida pública pelo Euro-sistema, uma parte da dívida deixou de ser detida pelo Banco de Espanha e reverteu para não residentes. Contudo, a dívida das IFM cresceu quase 6 pontos percentuais para 46,4% do PIB, o rácio mais elevado desde 2012, devido a entradas de capital canalizadas principalmente sob a forma de depósitos.

Para além da evidente tendência de redução do endividamento externo, outra notícia positiva que contribui para mitigar a vulnerabilidade da economia a eventuais choques nos mercados financeiros, sobretudo num contexto de taxas de juro elevadas, é a composição destes passivos: principalmente as emitidas pelo sector público (48% corresponde à dívida das Administrações Públicas e do Banco de Espanha), a longo prazo, a taxas de juro fixas e denominada em euros, reduzindo assim os riscos de refinanciamento, de taxa de juro e de taxa de câmbio.⁹

9. Banco de Espanha (2023): Relatório de Estabilidade Financeira, outono.

Um ano extraordinário para o sector da restauração em Espanha

O sector do turismo tem sido uma fonte de boas notícias para a economia espanhola desde o fim das restrições à mobilidade e à interação social em 2022. Apesar de ter sido um dos sectores mais afetados pelas consequências da pandemia, o turismo espanhol registou uma rápida recuperação, que ficou concluída em 2023. Ao mesmo tempo, e beneficiando desta extraordinária reativação do turismo, o sector da restauração também se destaca como um dos mais dinâmicos. O sector teve um volume de negócios de cerca de 100 mil milhões de euros em 2023, um valor recorde, representando um crescimento de 9,2% em relação a 2022 e excedendo as vendas de 2019 em 6%. Adicionalmente, o sector da restauração também estabeleceu um recorde de trabalhadores, empregando 1,4 milhões de trabalhadores em 2023, mais 4,5% do que em 2022. A pandemia obrigou, no entanto, a um certo processo de consolidação nos últimos anos, já que há menos 8% de empresas de restauração ativas, cerca de 232.000 empresas em 2023, distribuídas por 263.500 estabelecimentos, onde predominam os bares e cafés (62% do total).

Os indicadores de consumo baseados em dados internos de despesas com cartões confirmam esta dinâmica no sector da restauração.¹ Como se pode ver nos gráficos em anexo, as despesas na restauração diminuíram consideravelmente devido às restrições pandémicas (especialmen-

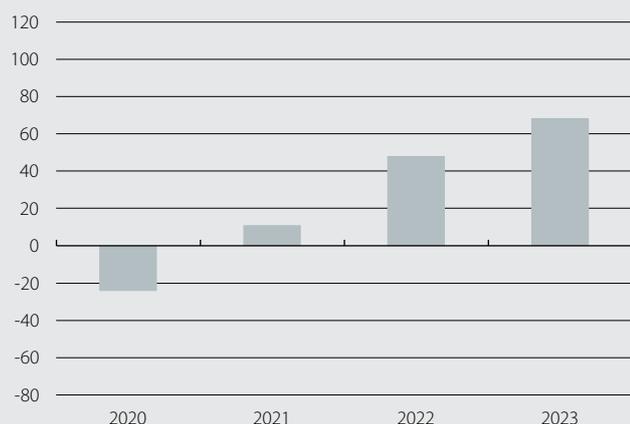
te nos cartões estrangeiros, em resultado das restrições de mobilidade), mas a partir de meados de 2021, as despesas com cartões espanhóis (e a partir do final de 2021 com cartões estrangeiros) já estavam acima dos níveis de 2019. Os gastos continuaram a registar um forte crescimento em 2023, sobretudo por parte dos turistas estrangeiros. Tal crescimento corresponde também ao aumento dos preços no sector (6,6% em média em 2023), que repercutiu em grande parte os aumentos de custos que sofreu – não se deve esquecer que a restauração esteve exposta aos aumentos dos preços da energia e, sobretudo, dos produtos alimentares.

Em que medida esta recuperação do sector foi impulsionada pelo *boom* do turismo internacional em 2023? Conforme dados internos, 28% dos estabelecimentos de restauração dependem dos gastos dos turistas, 10% dos quais dependem de turistas internacionais.² É evidente que a situação não é homogénea entre as regiões. A necessidade de turistas internacionais é particularmente elevada nas províncias com maior atração fora das nossas fronteiras: as Ilhas Baleares, Málaga, Las Palmas e Santa Cruz de Tenerife seriam as províncias mais beneficiadas, uma vez que pelo menos 35% das suas despesas provêm de cartões estrangeiros (no caso das Ilhas Baleares, mais de 55%). A nível dos gastos dos turistas nacionais,³ o

Espanha: Indicador de Consumo CaixaBank. Gastos em restauração em 2023

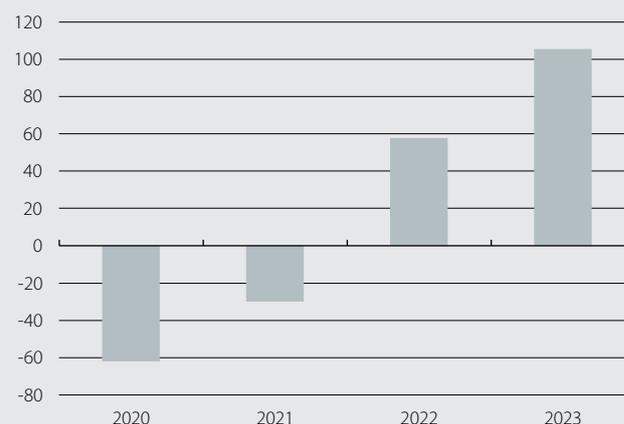
Cartões espanhóis

Variação relativamente ao mesmo período de 2019 (%)



Cartões estrangeiros

Variação relativamente ao mesmo período de 2019 (%)



Fonte: BPI Research, com base em dados internos sobre as despesas com cartões no sector da restauração.

1. O Indicador de Consumo CaixaBank Research acompanha a evolução do consumo em Espanha através de técnicas de *big data*, com base em dados internos devidamente anonimizados, através de gastos com cartões emitidos pelo CaixaBank, gastos em terminais POS CaixaBank e levantamentos em caixas automáticas CaixaBank. Para mais pormenores sobre a metodologia, consulte https://www.caixabankresearch.com/sites/default/files/content/file/2023/11/13/49/Nota%20Metodologica_RTE.pdf.

2. Um estabelecimento é considerado dependente do turismo se as despesas efetuadas por turistas nacionais ou estrangeiros representarem pelo menos 33% do volume de negócios anual total.

3. Consideram-se despesas de turistas nacionais as despesas efetuadas com cartão fora da província de residência do titular do cartão emitido pelo CaixaBank.

padrão não é tão claro como no caso dos turistas internacionais, mas destacam-se os casos de Ávila, Soria, Zamora, Segóvia e Teruel, onde as despesas dos turistas espanhóis representam pelo menos 50% do total das despesas de restauração da província.

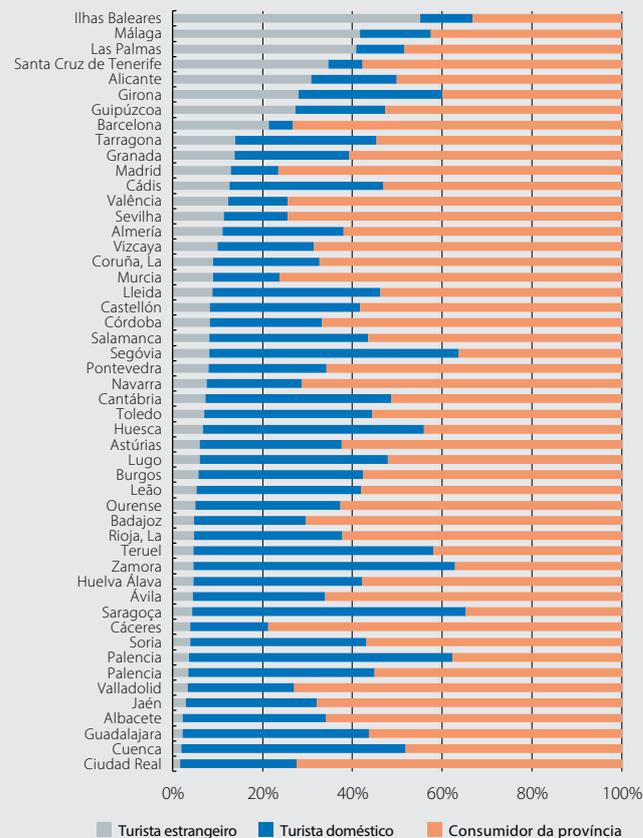
É de notar que a maior parte das despesas no sector da restauração se concentra nos meses de verão, com pelo menos 30% do volume de negócios do sector a ocorrer entre julho e setembro. Mais uma vez, a heterogeneidade entre as províncias é bastante elevada. Destaca-se a forte sazonalidade das receitas do sector nas Ilhas Baleares, em Girona e na Cantábria, com mais de metade das receitas anuais nestes três meses do ano. Em contrapartida, Córdoba, Sevilha, Saragoça, Madrid e as Ilhas Canárias, entre outros, representam entre 30% e 35% das suas receitas totais nestes meses do ano.

Perspetivas para os próximos meses

Atingidos os valores anteriores à pandemia, e num contexto de normalização das taxas de crescimento económico, os indicadores da atividade turística continuam a surpreender positivamente. Contudo, é previsível que o crescimento do sector do turismo tenda também a normalizar-se, uma vez atingidos os níveis pré-pandémicos em 2023.⁴ Ainda assim, prevemos um crescimento do PIB turístico de 1,5% em 2024, embora o início do ano esteja a revelar-se melhor do que esta previsão indicaria. Diante desse cenário, o sector de restauração deverá manter o bom tom do ano passado, dadas as perspetivas positivas para o consumo privado, graças ao ganho de poder de compra das famílias (os salários crescem acima da inflação) e à expectativa de moderação dos custos de produção.

4. Para mais informações sobre os factores que afectarão o sector do turismo nos próximos meses, consulte o artigo «Balanço e perspetivas do sector turístico espanhol: força e resiliência» do último *Relatório do Sector do Turismo*.

Espanha: Indicador de Consumo CaixaBank. Estrutura do gasto em restauração
(% do total do gasto em restauração da província)



Fonte: BPI Research, com base em dados internos sobre os gastos com cartões no sector da restauração.

Espanha: gastos com restauração entre julho e setembro
(% das despesas provinciais com restauração em 2023)



Fonte: BPI Research, com base em dados internos sobre os gastos com cartões no sector da restauração.

Indicadores de atividade e emprego

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

	2022	2023	1T 2023	2T 2023	3T 2023	4T 2023	01/24	02/24	03/24
Indústria									
Índice de produção industrial	2,2	-1,1	0,5	-2,3	-2,2	-0,5	0,3	1,5	...
Indicador de confiança na indústria (valor)	-0,8	-6,6	-4,5	-5,4	-8,2	-8,1	-5,1	-4,5	-5,6
PMI das indústrias (valor)	51,0	48,0	50,1	48,5	47,3	45,9	49,2	51,5	51,4
Construção									
Licenças de novas construções (acum. 12 meses)	15,4	1,1	-1,8	1,7	4,3	0,2	0,4	...	...
Compra e venda de habitações (acum. 12 meses)	29,0	0,3	10,1	3,3	-3,1	-8,9	-10,4	...	...
Preço da habitação	7,4	4,0	3,5	3,6	4,5	4,2	-	-	-
Serviços									
Turistas estrangeiros (acum. 12 meses)	129,8	18,9	90,6	40,7	21,9	18,9	17,1	16,2	...
PMI dos serviços (valor)	52,5	53,6	56,3	56,0	50,9	51,2	52,1	54,7	56,1
Consumo									
Vendas a retalho ¹	2,3	2,5	2,6	2,4	2,1	2,9	0,5	1,9	...
Matrículas de automóveis	-3,0	18,5	45,5	9,9	6,9	11,9	7,3	9,9	-4,7
Indicador de confiança dos consumidores (valor)	-26,5	-19,2	-22,5	-19,1	-16,1	-19,1	-18,7	-17,3	-16,0
Mercado de trabalho									
População empregada ²	3,1	3,0	1,8	2,9	3,5	3,8	-	-	-
Taxa de desemprego (% da pop. ativa)	12,9	12,1	13,3	11,6	11,8	11,8	-	-	-
Inscritos na Segurança Social ³	3,9	-	2,5	2,8	2,7	2,6	2,6	2,7	2,6
PIB	5,8	2,5	4,1	2,0	1,9	2,0	-	-	-

Preços

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

	2022	2023	1T 2023	2T 2023	3T 2023	4T 2023	01/24	02/24	03/24
Inflação global	8,4	3,6	5,1	3,1	2,8	3,3	3,4	2,8	3,2
Inflação subjacente	5,1	6,1	7,6	6,2	6,0	4,5	3,6	3,5	3,3

Setor externo

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

	2022	2023	1T 2023	2T 2023	3T 2023	4T 2023	01/24	02/24	03/24
Comércio de bens									
Exportações (variação homóloga, acum. 12 meses)	22,9	-1,4	20,5	12,3	4,5	-1,4	-2,7	...	...
Importações (variação homóloga, acum. 12 meses)	33,4	-7,2	24,0	10,7	-1,2	-7,2	-7,8	...	...
Saldo corrente	8,2	38,0	22,3	28,7	35,8	38,0	40,8	...	...
Bens e serviços	16,3	60,3	31,5	42,6	54,6	60,3	61,7	...	...
Rendimentos primários e secundários	-8,1	-22,3	-9,2	-14,0	-18,8	-22,3	-20,9	...	...
Capacidade (+) / Necessidade (-) de financiamento	20,7	53,9	36,6	42,6	50,0	53,9	56,5	...	...

Crédito e depósitos dos setores não financeiros⁴

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

	2022	2023	1T 2023	2T 2023	3T 2023	4T 2023	01/24	02/24	03/24
Depósitos									
Depósitos das famílias e empresas	4,9	0,6	1,7	0,4	-0,3	0,4	1,5	2,3	...
À vista e poupança	7,9	-4,5	0,3	-4,0	-6,9	-7,6	-7,6	-7,0	...
A prazo e com pré-aviso	-19,7	51,9	7,7	40,1	69,5	90,4	106,2	109,2	...
Depósitos das Adm. Públicas	9,6	8,7	7,4	6,8	11,3	9,4	-0,4	38,4	...
TOTAL	5,2	1,1	2,1	0,8	0,5	1,0	1,4	4,7	...
Saldo vivo de crédito									
Setor privado	0,7	-2,5	-0,9	-2,2	-3,4	-3,7	-3,2	-2,8	...
Empresas não financeiras	0,9	-3,4	-1,0	-2,7	-4,6	-5,2	-4,4	-3,9	...
Famílias - habitações	1,0	-2,6	-1,2	-2,4	-3,4	-3,3	-3,0	-2,8	...
Famílias - outros fins	-0,6	-0,2	-0,1	-0,4	0,0	-0,5	-0,4	-0,1	...
Administrações Públicas	0,2	-3,4	-0,2	-3,3	-4,6	-5,5	-2,1	-1,8	...
TOTAL	0,7	-2,6	-0,9	-2,3	-3,4	-3,8	-3,1	-2,8	...
Taxa de incumprimento (%)⁵	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,6	3,6	...	...

Notas: 1. Sem estações de serviço e esvaziado. 2. Estimativa EPA. 3. Dados médios mensais. 4. Dados agregados do setor bancário espanhol e residentes em Espanha. 5. 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.