

## Espanha: uma conjuntura complexa, com luzes e sombras

A economia espanhola mostra maior resiliência do que o esperado no terceiro mês desde o início da guerra, mas o balanço dos riscos apresenta-se em baixa. Passaram três meses desde o início da guerra e temos agora um volume considerável de dados posteriores à invasão que nos permitem avaliar o impacto do conflito na nossa economia. O choque da guerra está a ter repercussões assimétricas na economia. Do lado da oferta, o setor dos serviços, liderado pelos setores associados ao turismo, continua a beneficiar do recuo da pandemia e encontra-se numa trajetória de recuperação bastante notável. Em contrapartida, o setor agrícola e vários ramos do setor industrial –que estão mais expostos ao aumento dos preços da energia, dos alimentos e dos metais– estão a sofrer mais as consequências do conflito. Os índices PMI para o setor das indústrias e dos serviços refletem estas assimetrias: em maio, o índice PMI para o setor dos serviços subiu para 56,5 pontos, muito acima da média de 52,2 pontos no 1T 2022, enquanto o indicador homólogo para o setor das indústrias permaneceu a um nível controlado de 53,8 pontos (55,8 no 1T 2022). Do ponto de vista da procura, aumentam as preocupações relativamente ao aumento da inflação e ao impacto que possa ter no consumo privado. Em suma, o quadro de indicadores mostra que, por enquanto, a economia espanhola está a resistir à tempestade com sucesso. Após a deterioração dos indicadores em março, a maioria deles estabilizou em abril, como é o caso do indicador de confiança do consumidor publicado pela Comissão Europeia; ou recuperou, como é o caso das vendas a retalho, que após uma queda de 4,3% em termos homólogos em março, recuperaram 5,3% em abril. No entanto, importa referir que o equilíbrio dos riscos apresenta uma tendência claramente em baixa. Na atual conjuntura, que está a ser marcada pelo conflito bélico, os riscos na esfera geopolítica aumentaram e as consequências que estes podem ter sobre a atividade económica são potencialmente elevadas.

**O pico da inflação parece ter ficado para trás, mas a inflação subjacente acelerou.** O elevado nível da inflação é uma das sombras na atual conjuntura. Após atingir um máximo de 9,8% em março, a inflação geral moderou-se para 8,3% em abril, mas aumentou para 8,7% em maio. Nos próximos meses, a inflação poderá permanecer abaixo do máximo registado em março, visto que a componente elétrica, uma das principais responsáveis pelo aumento da inflação em 2021, irá empurrar a inflação para baixo: nos próximos meses, o preço da eletricidade já poderá ser comparado aos meses de 2021, nos quais o preço da eletricidade tinha já começado a subir. No entanto, apesar do desaparecimento gradual do impacto do aumento do preço da eletricidade, o aumento do custo da energia começa a ser transferido para o resto do cabaz de bens. Para além deste efeito de contágio, o preço dos alimentos subiu como consequência do conflito bélico. Assim, enquanto a inflação geral foi moderada, a subjacente, que exclui a energia e os alimentos

### Espanha: PMI

Nível



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

### Espanha: IPC

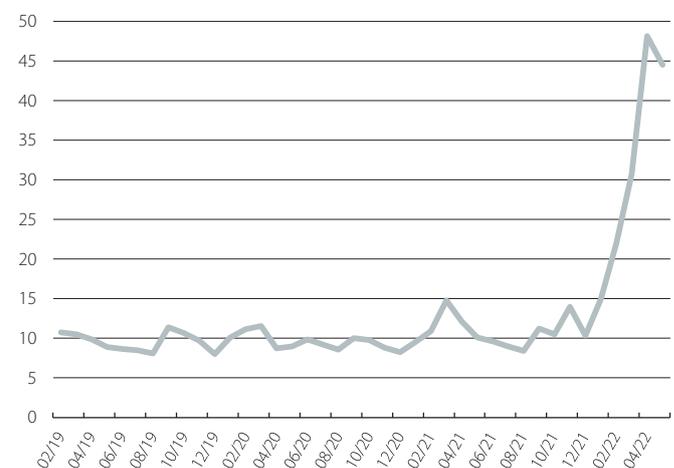
Varição homóloga (%)



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

### Espanha: contratos sem termo registados

(% sobre o total de registados no mês)



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

não processados, aumentou 1,5 p.p. em apenas dois meses para 4,9% em maio, o nível mais elevado desde 1995.

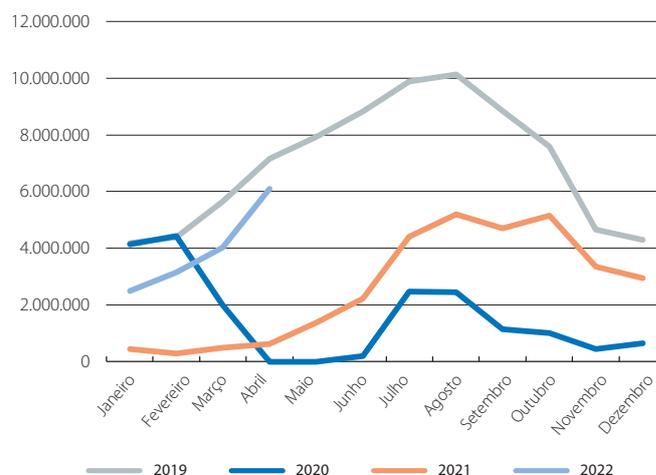
**O emprego continua a crescer, motivado pela recuperação do setor dos serviços.** Apesar das dificuldades que atravessam os setores agroalimentar e industrial na atual conjuntura, a criação de emprego mantém-se muito dinâmica graças à recuperação do setor dos serviços. Em maio, as inscrições na Segurança Social aumentaram em 33.366 trabalhadores em termos ajustados de sazonalidade, o mesmo registo que o mês anterior, elevando o emprego para 2,8% acima do nível pré-pandémico de fevereiro de 2020. Por sua vez, continua o forte aumento dos contratos por tempo indeterminado, que em maio já representavam 44,5% dos contratos registados neste mês. Este aumento dos contratos por tempo indeterminado reflete a mudança de empregos temporários para fixos-descontínuos induzida pela recente reforma laboral. Esta transferência já se reflete nas inscrições na Segurança Social: enquanto tradicionalmente a percentagem de trabalhadores temporários era de cerca de 30% do número total de trabalhadores, atualmente é de cerca de 22%. No entanto, importa recordar que uma avaliação completa do impacto da reforma terá de ter em conta não só a taxa de temporalidade, mas também o impacto na criação de emprego.

**A entrada de turistas estrangeiros cresce a um bom ritmo e aponta para uma ótima época de verão.** Em abril, chegaram cerca de 6,1 milhões de turistas e gastaram 6.900 milhões de euros. Estes registos representam uma forte aceleração do ritmo de recuperação: a chegada de turistas estava 14,6% abaixo do mesmo mês em 2019, enquanto no mês anterior a diferença em relação ao nível pré-pandémico era de 28,6%; a despesa situou-se pela primeira vez muito próxima do nível pré-pandémico, apenas 2,2% abaixo de abril de 2019 (-16,0% no mês anterior). Uma boa época turística será um elemento fundamental para cimentar a recuperação da economia espanhola em 2022.

**O preço da habitação recuperou num contexto de aumento dos custos de construção e da forte procura.** O preço da avaliação da habitação livre aumentou significativamente em 2,4% em cadeia no 1T de 2022 (6,7% em período homólogo). Esta recuperação ocorre num contexto de aumento significativo dos custos de construção (18,9% em período homólogo em fevereiro) e de uma procura que continua a crescer com força, enquanto a oferta aumenta de forma mais gradual. Esta tendência no preço pode ser observada noutros indicadores, tais como os publicados nos portais imobiliários e o índice de habitações repetidas do «Colegio de Registradores» de Espanha, que aumentou 10,6% em período homólogo no 1T.

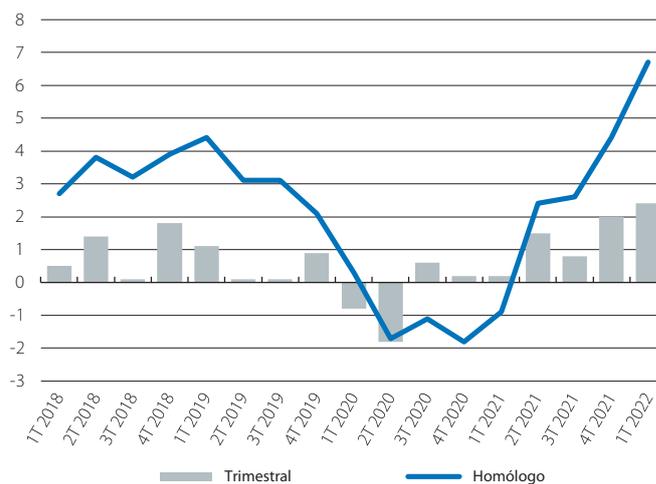
**O governo espanhol prevê um ajustamento gradual do défice.** O Plano de Estabilidade 2022-2025 prevê que o défice se situe em 5,0% em 2022 e que reduza gradualmente até atingir 2,9% em 2025. Esta redução ocorrerá graças à recuperação esperada da economia durante este período e não contempla medidas de grande alcance para reduzir um défice estrutural estimado em mais de 3%.

**Espanha: entrada de turistas internacionais (Pessoas)**



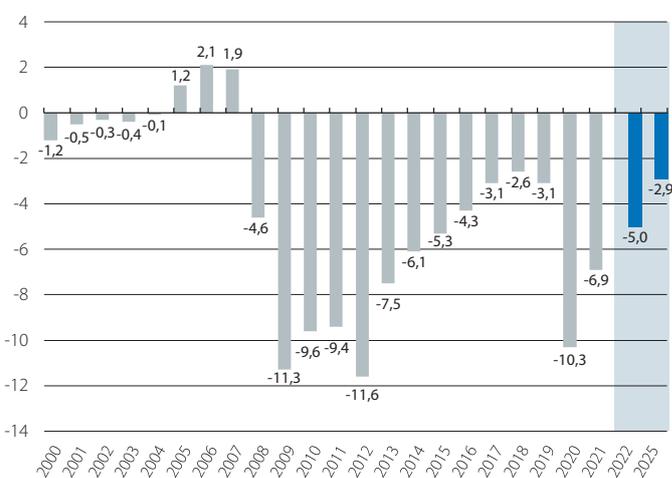
Fonte: BPI Research, a partir dos dados do INE de Espanha.

**Espanha: preço da habitação (avaliação) Variação (%)**



Fonte: BPI Research, a partir de dados do MITMA.

**Espanha: saldo público (% do PIB)**



Fonte: BPI Research, a partir dos dados do Plano de Estabilidade 2022-2025.

## O Plano de Estabilidade 2022-2025: ajustamento do défice público devido ao ciclo económico

### A recuperação económica, fundamental para a trajetória descendente do défice

O Plano de Estabilidade 2022-2025 apresentado pelo governo espanhol propõe um ajustamento gradual do défice público, motivado pela recuperação económica, com uma redução de 6,8% do PIB em 2021 para 5,0%, em 2022, e 2,9%, em 2025, (a previsão do BPI Research para 2025 é ainda ligeiramente superior a 3%). Baseia-se num cenário inercial, visto que não incorpora novas medidas para além das já aprovadas para 2022 e, portanto, o défice estrutural permanece acima dos 3% ao longo de todo o horizonte de previsão. Assim, toda a redução do défice público viria da componente cíclica do défice, que passará de 3,3% do PIB em 2021, para um superavit de 0,2%, em 2025.

O quadro macroeconómico no qual se baseia o Plano de Estabilidade é adequado e foi aprovado pela AIReF. Prevê-se que o crescimento económico seja de 12,5% cumulativamente entre 2022 e 2025 (trata-se de um crescimento semelhante às nossas previsões), com o investimento a desempenhar um papel importante nos próximos dois anos devido ao programa NGEU.<sup>1</sup> Isto pressupõe que as pressões salariais permanecerão contidas e que a inflação cairá acentuadamente a partir de 2023.

No que diz respeito às contas públicas, do lado das receitas, o Plano não incorpora uma reforma fiscal. Prevê-se que as receitas diminuam moderadamente em percentagem do PIB para 41,3% do PIB, em 2025, (43,7% em 2021) devido a uma moderação das receitas não fiscais (este elemento inclui receitas de transferências de capital e fundos europeus sem os fundos do Mecanismo de Recuperação e Resiliência do NGEU). Concretamente, as receitas não fiscais diminuiriam de 4,9% do PIB, em 2021, para 3,3% do PIB, em 2025. Contudo, pressupõe-se que a carga fiscal permanecerá estável (os impostos e as contribuições sociais crescerão de acordo com o PIB nominal).

A despesa pública cairia acentuadamente em percentagem do PIB devido ao elevado aumento do PIB nominal e a uma certa contenção da despesa sem as pensões. Assim, a despesa pública primária (isto é, excluindo o pagamento de juros) cairia de 48,4% do PIB, em 2021, para 42,2%, em 2025. Destaca-se o ajustamento (em percentagem do PIB) da remuneração dos trabalhadores, que cairia de 18,1%,

1. Prevê-se que o investimento em bens de equipamento cresça 11,4% e que o investimento em produtos de propriedade intelectual aumente 17,5% em 2022. A partir de 2024 haverá ainda um impacto positivo do NGEU através dos efeitos das reformas estruturais em curso (nomeadamente a reforma laboral, o clima empresarial, a formação e o autoconsumo de energia e hidrogénio verde).

### Espanha: cenário macro do Plano de Estabilidade

	2021	2022	2023	2024	2025
Crescimento do PIB real (%)	5,1	4,3	3,5	2,4	1,8
Crescimento do PIB nominal (%)	7,4	8,5	5,9	4,3	3,7
Taxa de desemprego (%)	14,8	12,8	11,7	10,6	9,6
Remuneração por assalariado (crescimento, %)	-0,6	3,2	2,9	1,6	1,7
Deflator consumo privado (crescimento, %)	1,9	6,1	2,2	1,6	1,6
Euribor a 3 meses (%)	-0,5	-0,4	0,3	0,7	0,7
Taxa obrigação espanhola a 10 anos (%)	0,1	0,8	1	1,1	1,1

Fonte: Plano de Estabilidade 2022-2025, Governo de Espanha.

### Espanha: Plano de Estabilidade do Governo 2022-2025

Elementos-chave	2021 (% do PIB)	2022 (% do PIB)	2025 (% do PIB)
<b>Receitas públicas totais</b>	<b>43,7</b>	<b>42,0</b>	<b>41,3</b>
Impostos indiretos (IVA...)	12,1	12,0	11,6
Impostos diretos	11,9	11,8	12,1
Contribuições sociais	14,3	13,7	13,9
<b>Despesa pública total</b>	<b>50,6</b>	<b>47,0</b>	<b>44,3</b>
Remuneração assalariados	12,2	11,5	10,9
Prestações sociais (não em espécie)	18,9	17,6	17,6
Investimento público	4,6	3,6	2,7
Despesa em juros	2,2	2,2	2,1
<b>Saldo público</b>	<b>-6,8 *</b>	<b>-5,0</b>	<b>-2,9</b>
<b>Saldo primário</b>	<b>-4,6</b>	<b>-2,8</b>	<b>-0,9</b>
<b>Saldo cíclico</b>	<b>-3,3</b>	<b>-1,5</b>	<b>0,2</b>
<b>Saldo estrutural</b>	<b>-3,1</b>	<b>-3,4</b>	<b>-3,2</b>

Notas: Projeções que incorporam o impacto macro do NGEU, mas sem incorporar os fundos europeus NGEU nas receitas e despesas. \* O défice em 2021 seria de 6,9% do PIB com o Sareb. O investimento público é a soma da formação bruta de capital e das transferências de capital.

Fonte: Plano de Estabilidade 2022-2025, Governo de Espanha.

em 2021, para 16,1%, em 2025. Trata-se de um resultado plausível num contexto de forte crescimento do PIB nominal e se tivermos em conta que o aumento dos salários foi acordado antes da subida da inflação. Pelo contrário, as despesas em pensões, associadas por lei à evolução da inflação, deverão continuar a crescer a um ritmo semelhante ao do PIB nominal.

Quanto à fatura de juros, variável fundamental para a sustentabilidade da dívida, o Plano de Estabilidade projeta

que esta continuará a cair em termos de PIB, situando-se em 2,1% do PIB, em 2025, (2,2% em 2021), graças ao crescimento do PIB e a um pressuposto de que as taxas permanecerão muito baixas (o Plano de Estabilidade pressupõe que a obrigação espanhola a 10 anos permanecerá estável em cerca de 1% entre 2022 e 2025, embora tenha subido recentemente para 2,0%). Num cenário em que as taxas foram gradualmente aumentando em relação aos níveis atuais (por exemplo, com a obrigação a 10 anos a cerca de 3,0%, em 2025), o peso da dívida poderia aumentar ligeiramente em 2025, embora continuaria muito abaixo dos 3,0% alcançados em 2012,<sup>2</sup> de acordo com o nosso exercício de sensibilidade.<sup>3</sup>

Por fim, a dívida pública diminuiria gradualmente em percentagem do PIB, mas permaneceria em níveis elevados. Esta cairia de 118,4%, em 2021, para 109,7%, em 2025. Grande parte do ajustamento deve-se ao crescimento do PIB em termos nominais; em termos cumulativos, o Plano considera um crescimento acumulado do PIB nominal entre 2022 e 2025 de 24,3%.

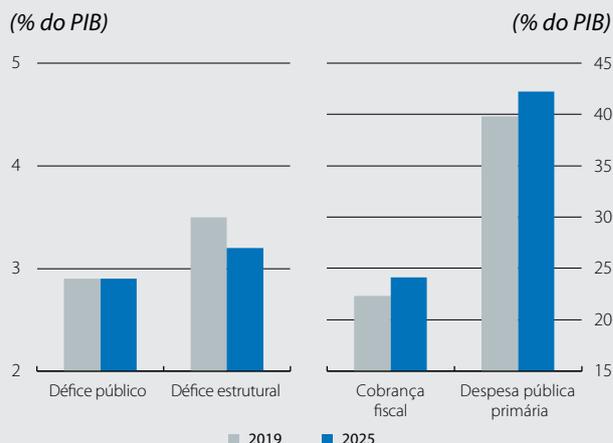
### As contas públicas do futuro: uma comparação de 2025 com o mundo pré-pandemia

Um exercício interessante é comparar a situação das contas públicas projetadas pelo governo espanhol para 2025 no Plano de Estabilidade com a situação do mundo pré-COVID. Destacam-se três resultados fundamentais:

- **Em 2025, o peso do setor público na economia será maior do que em 2019;** especificamente, será mais de 2,0 p.p. superior em percentagem do PIB. Isto aponta para um salto estrutural na despesa pública devido a fatores como a indexação das pensões à inflação<sup>4</sup> e ao facto de que haverá um aumento estrutural da despesa com a saúde.
- **O défice estrutural será muito semelhante em 2025 (3,2%) ao de 2019 (3,5% do PIB).** A razão é que as despesas irão aumentar, mas espera-se que as receitas aumentem de forma semelhante (ver terceiro resultado).
- **O governo espanhol prevê que o aumento das receitas fiscais, na sequência do grande aumento da cobrança em 2021, será consolidado sem a necessidade de novas medidas fiscais.** Assim, segundo o Plano de Estabilidade, as receitas fiscais em percentagem do PIB serão 1,8 p.p. mais elevadas em 2025 do que em 2019. Isto baseia-se numa abordagem inercial, assumindo que se poderá manter um nível de cobrança semelhante ao de 2021 (24,5% do PIB), em 2025, (a projeção é de 24,1%), clara-

2. Em 2012, a dívida pública era de 86% do PIB, muito abaixo do nível atual.  
3. Ver o Focus «O impacto das condições financeiras sobre a carga da dívida pública espanhola» na IM03/2022.  
4. As prestações sociais, cuja principal componente é a despesa em pensões, parecem ter aumentado permanentemente e serão 1,8 p. p. mais elevadas em percentagem do PIB em 2025 do que na pré-pandemia.

### Espanha: comparação das contas públicas 2025 e 2019



Nota: O défice em 2019 exclui o Sareb.

Fonte: BPI Research, a partir dos dados do Programa de Estabilidade 2022-2025 e 2021-2024.

mente superior ao do mundo pré-COVID.<sup>5</sup> A questão é se o aumento da cobrança será estrutural. A digitalização da economia na pandemia pode ter reduzido a economia paralela e apoiaria esta hipótese. No entanto, o aumento da tributação direta em 2021 pode estar relacionado com as medidas extraordinárias tomadas na pandemia, tais como os ERTE.

5. A cobrança em 2021 em percentagem do PIB foi de cerca de 1 p. p. mais elevada do que nos últimos 30 anos.

## Boas perspetivas para o setor turístico

A mobilidade internacional recupera a grande velocidade à medida que a perceção dos riscos associados à pandemia diminui entre a população. Esta confiança não é errada, visto que a variante ómicron revelou-se mais ligeira, existe uma taxa de vacinação bastante elevada e a imunidade natural, provocada pelo elevado número de contágios de inverno, é atualmente bastante maior.

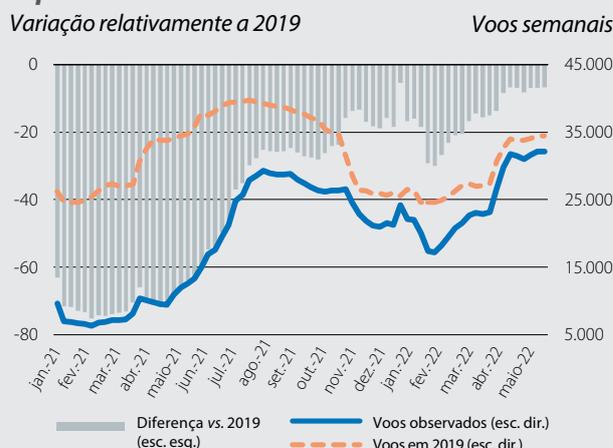
O setor turístico é um dos grandes beneficiados desta tendência. Os indicadores setoriais esboçam perspetivas muito positivas em relação ao que resta de 2022, pelo que o setor pode ser o motor da economia espanhola numa altura em que grande parte dos setores se encontra num contexto complexo.

### Indicadores de alta frequência

Um dos indicadores em tempo real que nos oferece uma visão fidedigna da evolução da procura turística, retirando o efeito do preço, é o de voos efetuados fornecidos pela Eurocontrol. Tal como se pode observar no primeiro gráfico, na segunda semana de maio, os voos efetuados em Espanha situaram-se apenas cerca de 7% abaixo do mesmo período de 2019. Trata-se de uma melhoria bastante notável desde o mês de janeiro, quando os voos efetuados se situaram cerca de 30% abaixo devido à vaga da ómicron, e, por sua vez, constitui um marco importante, dado que significa que se superou o volume máximo de voos semanais de 2021 (alcançado na primeira semana de agosto).

Se recorrermos aos dados dos passageiros de acordo com o país de origem do avião, publicados mensalmente pela AENA, podemos ver mais claramente o que está por detrás desta recuperação. Como se pode verificar na tabela, o grande protagonista da recuperação é o turismo britânico, devido à sua grande melhoria e à sua importância para o setor turístico espanhol. Após o ano de 2021 em que o número de passageiros com origem no Reino Unido foi bastante inferior ao número de passageiros provenientes de países da UE, devido à popularização do *staycation* entre os britânicos (turismo de férias doméstico), os últimos dados apontam para uma queda de apenas cerca de 16% em relação ao mesmo período de 2019. Por outro lado, também os voos de longo curso estão a demonstrar dinâmicas bastante boas em 2022, confirmando que a aversão a viajar está a desaparecer a uma escala mais global. Por isso, confirma-se que o mercado doméstico continua a desfrutar de uma boa situação. Além disso, a interrupção das ligações aéreas com a Rússia, que se faz sentir na descida dos passageiros provenientes do resto da Europa, não está a ter um efeito apreciável nos números agregados, dado o seu baixo peso no total de chegadas.

### Espanha: voos efetuados em aeroportos espanhóis



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

### Espanha: chegadas de passageiros consoante o país de origem do voo

Varição em relação ao mesmo período de 2019 (%)

	1T 2021	2T 2021	3T 2021	4T 2021	Jan-22	Fev-22	Mar-22	Abr-22	
Total	-84	-75	-42	-28	-38	-26	-21	-12	↑
Doméstico	-74	-56	-16	-19	-28	-20	-17	-6	↑
Internacional	-90	-83	-52	-33	-43	-29	-24	-14	↑
UE	-90	-76	-41	-25	-40	-27	-22	-11	↑
Reino Unido	-98	-97	-70	-45	-58	-32	-25	-16	↑↑
Resto da Europa	-87	-87	-76	-47	-37	-36	-57	-56	↓↓
EUA e Canadá	-97	-92	-75	-63	-45	-43	-34	-24	↑↑
América Latina	-79	-77	-58	-36	-20	-6	0	8	↑↑
Resto do mundo	-78	-82	-55	-44	-51	-40	-29	-32	↑

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

### Perspetivas para 2022

Também os indicadores *forward looking*, como o volume de reservas ou os indicadores de interesse (pesquisas na internet), antecipam uma clara dinâmica de melhoria em relação à época de verão. Concretamente, as pesquisas no Google sobre viagens a Espanha a partir dos mercados da Europa ocidental situam-se mais de 20% acima dos seus níveis habituais pré-pandémicos, e mesmo as pesquisas dos EUA situaram-se, pela primeira vez desde o início da pandemia, dentro do seu nível habitual.

Em relação ao conjunto do ano 2022, a grande dinâmica de recuperação do turismo da UE e, sobretudo, do Reino Unido, juntamente com a surpresa positiva da recuperação de mercados americanos, sugerem perspetivas muito positivas para o setor. Apesar disso, cabe referir que o contexto macroeconómico que emerge da guerra na Ucrânia, com a grande subida dos preços de matérias-primas de

energia e agroalimentares, afetará a estrutura de custos do setor, colocando pressão sobre os preços de venda e as margens comerciais.<sup>1</sup> Contudo, não parece que a procura esteja a reagir negativamente ao choque de inflação.

Neste contexto, segundo as nossas previsões, este ano o PIB turístico situar-se-á a um nível de 88% em comparação com 2019, com um crescimento de cerca de 50% em relação a 2021. Com isso, a atividade do setor turístico não recuperará para os níveis pré-pandémicos este ano, mas situar-se-á a um nível semelhante ao de 2017, ano em que o setor obteve resultados muito positivos.

### Pesquisas semanais no Google sobre viagens a Espanha

Varição em relação ao nível de referência

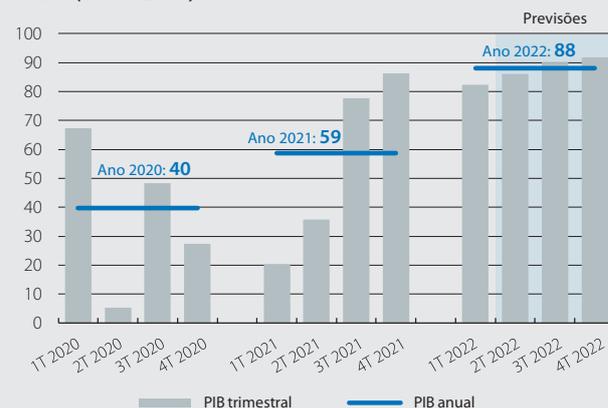


**Notas:** Utilizam-se dados de pesquisas da palavra Espanha no Reino Unido, Alemanha, França, Itália, Países Baixos e EUA no idioma oficial de cada país dentro da categoria de viagens. O nível de referência consiste na previsão de pesquisas realizada para o ano em curso, utilizando um modelo ARIMA (1, 1, 1)<sub>12</sub> com dados entre janeiro de 2015 e dezembro de 2020. A área sombreada reflete o intervalo de confiança de 68% (α = 1).

**Fonte:** BPI Research, a partir de dados do Google Trends.

### Espanha: evolução do PIB turístico

Índice (100 = 2019)



**Fonte:** BPI Research.

1. Ver o Focus «Que setores são mais afetados pelo conflito na Ucrânia?» da IM04/2022.

## Tendências a longo prazo do investimento em Espanha

O investimento desempenha um papel fundamental no potencial de crescimento económico de um país. A quantidade e qualidade do *stock* de capital produtivo de um país determina a sua capacidade de adaptação às transformações económicas e, por conseguinte, o seu progresso económico. Por isso, um dos principais desafios para a economia espanhola enfrentar com sucesso o atual contexto de rápidas inovações tecnológicas reside na reorientação da sua dotação de fatores, um passo necessário para melhorar a produtividade e promover a transformação do modelo produtivo.

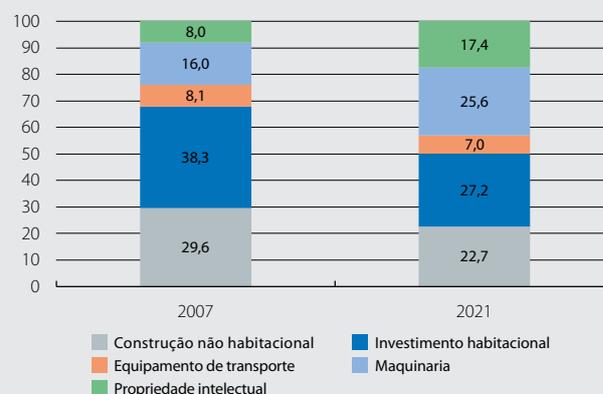
Este artigo constitui o primeiro de dois artigos dedicados à análise do investimento em Espanha e explora as mudanças na composição do investimento em Espanha que tiveram lugar na última década, enquanto o segundo se debruça sobre as dinâmicas do investimento desde o início da pandemia, bem como os sinais que podem ser extraídos dos últimos indicadores relacionados com o investimento.

### Mudanças estruturais na composição do investimento

O primeiro gráfico apresenta uma comparação da estrutura do investimento em Espanha entre 2007, o ano anterior ao início da crise financeira, e 2021, o último ano para o qual existem dados disponíveis. Várias mensagens surgem do gráfico. Em primeiro lugar, vemos a queda profunda do peso do investimento em construção ao longo dos últimos 14 anos, tanto o não habitacional como, sobretudo, habitacional. Se, em 2007, o investimento na construção representava quase 68% do investimento total, em 2021 esta proporção caiu para cerca de 50%. Esta queda reflete naturalmente o ajustamento significativo que o mercado imobiliário tem sofrido desde a crise financeira, que redimensionou estruturalmente o peso deste setor em toda a economia: o investimento na construção (habitacional e não habitacional) em 2021 situou-se 41% abaixo do nível de 2007 (em termos reais).

Em segundo lugar, vemos que tanto o investimento em maquinaria como o investimento em propriedade intelectual, principalmente materializado em ativos intangíveis, aumentaram significativamente o seu peso, especialmente no caso do investimento em intangíveis, cujo peso mais do que duplicou entre 2007 e 2021. O maior peso destas categorias não só reflete um impacto automático resultante da forte queda do investimento na construção, mas é também o resultado de um esforço de investimento muito significativo em termos absolutos: em termos reais, o investimento em intangíveis em 2021 foi 43% mais elevado do que em 2007 e o investimento em maquinaria foi

### Espanha: estrutura por tipo de investimento (% sobre o total do investimento)



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

20% mais elevado. A importância do investimento em intangíveis está ligada ao fenómeno da digitalização, uma transição tecnológica que revoluciona os processos produtivos em toda a economia e que faz um uso mais intensivo dos investimentos em intangíveis.<sup>1</sup> Por sua vez, o aumento do investimento em maquinaria reflete a recuperação do setor industrial após a crise financeira, as necessidades de investimento decorrentes do processo de digitalização antes da pandemia e a rotação que a economia espanhola sofreu durante os anos de recuperação para uma economia mais intensiva em exportações, o que exigiu um esforço de investimento significativo.

### Aproximação aos padrões de investimento europeus

Como se compara o desempenho do investimento em Espanha face às principais economias europeias? Analisamos primeiro a comparação em níveis relativos e, em seguida, na estrutura do investimento.

O segundo gráfico apresenta a evolução do investimento em Espanha e noutras das principais economias da zona euro em percentagem do PIB. Observamos como o investimento em Espanha atingiu níveis muito elevados de 30% do PIB na antecâmara da crise financeira. Um nível muito mais elevado do que em outras economias vizinhas e foi alimentado por um forte crescimento no investimento na construção. Além disso, vemos que a correção do setor imobiliário a partir de 2008 teve um grande impacto no investimento: em 2013, o investimento representava um mínimo de 17,2% do PIB. Desde então, o investimento, motivado pelas categorias acima discutidas, tem vindo a

1. Em contrapartida aos ativos de investimento mais tradicionais, os ativos intangíveis carecem de uma componente física. Falamos de, entre outros, investimento em *software*, patentes, bases de dados e formação.

ganhar terreno até cerca de 20% do PIB desde 2019 até ao presente. No entanto, vemos que o esforço de investimento em Espanha, embora não muito atrás, ainda está um pouco abaixo do esforço realizado por países como a França ou a Alemanha.

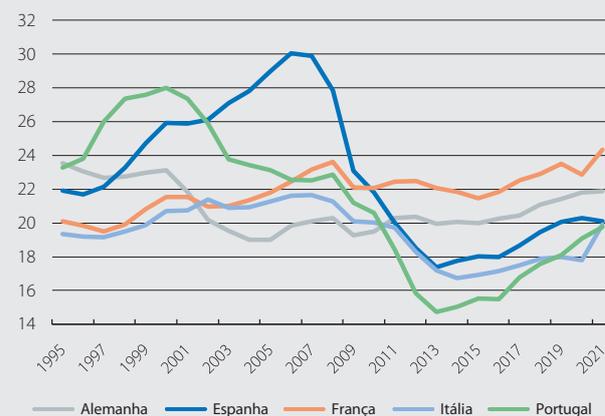
E como se compara a estrutura do investimento em Espanha face às outras economias europeias? Como se pode ver no terceiro gráfico, a estrutura do investimento em Espanha em 2021 foi bastante semelhante à de outras grandes economias europeias. Em particular, verifica-se que o peso do investimento na construção na economia espanhola é semelhante ao de outros e, para além de algum caso idiossincrático, o mesmo se pode dizer do peso do investimento em intangíveis e em bens de equipamento e transporte.

Contudo, embora a estrutura do investimento em Espanha seja atualmente semelhante à das grandes economias europeias, tal não era o caso há 10 anos, quando o peso do investimento na construção em Espanha era muito mais elevado do que nos principais países europeus, enquanto o dos intangíveis era muito inferior. Assim, o diferencial no capital acumulado em intangíveis e em maquinaria é ainda substancial. A título de exemplo, segundo os dados do EUKLEMS, em Espanha, em 2016, os últimos dados disponíveis, o capital intangível era de 6.750 euros por trabalhador, em comparação com 13.300 euros por trabalhador em França e 10.450 euros na Alemanha. Desta forma, e dado que a percentagem do PIB que a Espanha atribui ao investimento é semelhante à da França ou da Alemanha, seria necessário que o peso do investimento nestas categorias em Espanha fosse superior ao das outras economias durante algum tempo, de modo a completar um processo de convergência em termos de capital por trabalhador.

Neste sentido, os fundos europeus do programa NGEU são um elemento fundamental que não só dinamizará o investimento, mas também, com uma seleção adequada de projetos, constituem uma oportunidade única para modernizar os ativos produtivos da economia espanhola.

**Zona Euro: investimento**

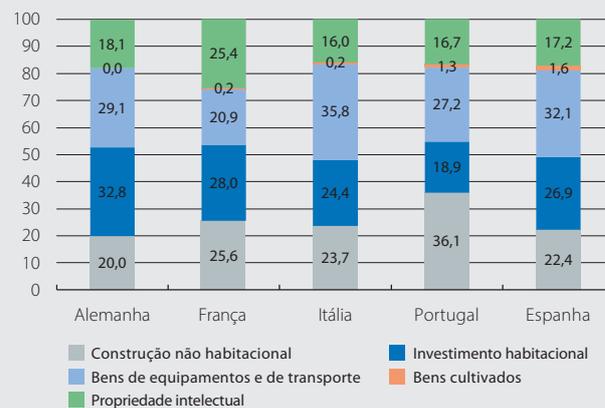
(% do PIB)



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

**Zona Euro: comparação da estrutura do investimento por componente**

(% sobre o total do investimento)



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

## Tendências a curto prazo do investimento em Espanha

Neste segundo artigo dedicado à análise do investimento em Espanha, centrámo-nos na evolução do investimento durante a pandemia e analisamos os sinais oferecidos pelos últimos indicadores de atividade relacionados com a formação bruta de capital.

### O comportamento do investimento durante a pandemia

A pandemia teve um impacto muito assimétrico em cada uma das componentes do investimento (ver primeiro gráfico). Assim, enquanto o investimento em intangíveis e maquinaria recuperou e ultrapassou os níveis pré-crise, o investimento na construção e, principalmente, o investimento em equipamento de transporte estão ainda claramente abaixo.

Como assinala Pacce (2022),<sup>1</sup> este comportamento assimétrico é um reflexo da natureza da própria pandemia, que atingiu com mais força os setores que requerem uma interação humana presencial mais intensa. Assim, as atividades relacionadas com o setor dos serviços foram mais afetadas do que as atividades industriais. Contudo, como o setor dos serviços é menos intensivo no investimento em maquinaria, este tipo de investimento terá sido menos atingido durante a pandemia. Além disso, os fortes investimentos realizados na digitalização para permitir o teletrabalho ou o comércio *online* dinamizaram tanto o investimento em intangíveis (ou seja, a categoria da propriedade intelectual) como em maquinaria (que inclui equipamentos informáticos). Por fim, embora o comércio *online* possa ter dinamizado o investimento em equipamento de transporte, tendo em consideração as necessidades de fornecimento que gera, o impacto das medidas de restrição à mobilidade e o impacto no turismo nacional e internacional mais do que compensaram o primeiro efeito e diminuíram o investimento nesta categoria.

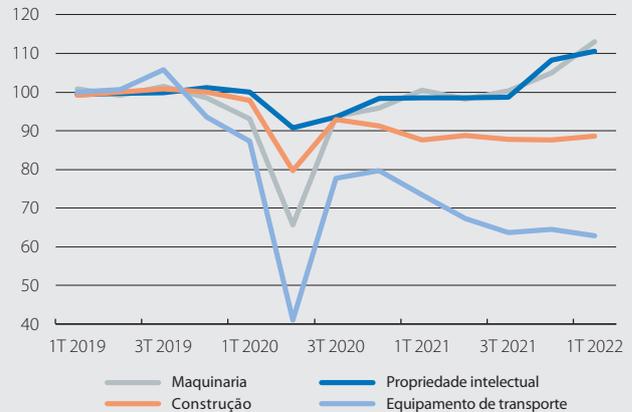
### Os indicadores mais recentes

O que sugerem os indicadores de atividade mais recentes relacionados com o investimento, em particular os relacionados com o investimento em maquinaria? Infelizmente, ainda não estão disponíveis indicadores *hard*, isto é, baseados em dados firmes, para o 2T de 2022. Por outro lado, dispomos de indicadores *soft*, os que se referem ao grau de confiança e às expectativas dos agentes, e indicadores acerca dos principais condicionantes do investimento (ver segundo gráfico).

1. Ver Pacce, M. J. «O comportamento do investimento em equipamentos durante a pandemia: o papel da sua composição setorial». Boletim Económico 2/2022. Banco de Espanha.

### Espanha: investimento

Índice (100 = 2019)



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

O grau de utilização da capacidade de produção na indústria é um indicador antecipado do investimento, visto que quando atinge níveis elevados, aponta para a necessidade de investir para aumentar a capacidade de produção e satisfazer a procura. Além disso, o clima de confiança na indústria é também um indicador relevante, porque a incerteza abranda a implementação de novos projetos de investimento. Por último, consideramos as respostas ao inquérito trimestral da Comissão Europeia às empresas do setor industrial sobre os fatores que limitam a sua produção.<sup>2</sup>

Como se pode observar no segundo gráfico, de um modo geral, todos os indicadores estão acima da sua média histórica, pelo que seria de esperar uma tendência expansiva do investimento: o grau de utilização da capacidade de produção é elevado; a confiança, embora se tenha deteriorado desde a eclosão do conflito bélico entre a Rússia e a Ucrânia, mantém-se a níveis semelhantes aos dos anos que antecederam a pandemia, e a procura encontra-se em níveis relativamente elevados.

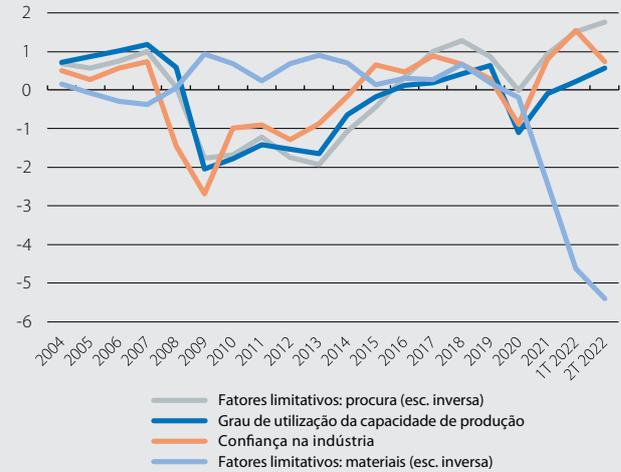
No entanto, há uma forte deterioração do indicador que relaciona a escassez de materiais ou equipamento como um dos principais obstáculos à produção. Este indicador recorda-nos as dificuldades que o setor industrial atravessa devido às ruturas nas cadeias de fornecimento globais, um fenómeno que analisámos noutros artigos.<sup>3</sup>

2. No segundo gráfico apresentamos as respostas sobre se a escassez de materiais ou equipamento e a escassez de procura constituem fatores limitantes, embora se incluam mais opções no inquérito da Comissão Europeia.

3. Ver, por exemplo, «Estrangulamentos: do "porquê?" ao até quando?» na IM12/2021, ou «Cadeias de fornecimentos: as ruturas não aumentam», na IM02/2022.

Assim, as perspetivas para os próximos meses são incertas. O bom desempenho dos indicadores mencionados anteriormente reflete um ambiente económico favorável ao progresso do investimento, um contexto marcado pelo enfraquecimento do impacto da pandemia e pelo impacto dos fundos europeus NGEU. Importa relembrar que o NGEU representa um incentivo ao investimento de uma magnitude muito elevada. Apenas para 2022, o Orçamento Geral do Estado contempla investimentos a cargo do NGEU no valor de quase 27.000 milhões de euros, 2,2% do PIB de 2021, dos quais 10.000 milhões se destinam a projetos relacionados com o setor industrial e a digitalização da economia. No entanto, o aumento da incerteza relacionada com as tensões bélicas e os estrangulamentos pode atrasar a implementação de muitos projetos, incluindo aqueles relacionados com o NGEU, e retirar o brilho ao progresso do investimento que, na ausência destas questões, teria sem dúvida sido muito vigoroso.

**Espanha: indicadores soft relacionados com o investimento em bens de equipamento**  
Índice normalizado \*



**Nota:** \* Cada série foi normalizada e apresenta uma média igual a 0 e um desvio padrão igual a 1.

**Fonte:** BPI Research, a partir dos dados da Comissão Europeia.

**Indicadores de atividade e emprego**

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

	2020	2021	2T 2021	3T 2021	4T 2021	1T 2022	03/22	04/22	05/22
<b>Indústria</b>									
Índice de produção industrial	-9,5	8,8	28,7	1,9	1,5	1,6	0,1	...	...
Indicador de confiança na indústria (valor)	-13,6	0,6	-0,2	2,3	4,9	6,9	4,4	-1,2	1,3
PMI das indústrias (valor)	47,5	57,0	59,2	58,9	56,9	55,8	54,2	53,3	...
<b>Construção</b>									
Licenças de novas construções (acum. 12 meses)	-12,8	4,7	-1,8	15,0	24,6	31,6	32,0	...	...
Compra e venda de habitações (acum. 12 meses)	-12,5	9,5	0,7	22,3	32,4	41,7	42,0	...	...
Preço da habitação	2,1	3,7	3,3	4,2	6,4	...	-	-	-
<b>Serviços</b>									
Turistas estrangeiros (acum. 12 meses)	-77,3	64,7	-75,8	-34,5	64,7	313,4	313,4	...	...
PMI dos serviços (valor)	40,3	55,0	58,8	59,6	57,4	52,2	53,4	57,1	...
<b>Consumo</b>									
Vendas a retalho	-7,1	5,1	20,3	-0,4	0,7	0,4	-4,1	1,5	...
Matrículas de automóveis	-29,3	158,0	661,0	-24,5	-17,1	-7,5	-30,2	-12,1	...
Indicador de confiança dos consumidores (valor)	-22,8	-12,8	-10,1	-9,1	-13,1	-17,3	-28,2	-26,9	-22,6
<b>Mercado de trabalho</b>									
População empregada <sup>1</sup>	-2,9	3,0	5,7	4,5	4,3	4,6	-	-	-
Taxa de desemprego (% da pop. ativa)	15,5	14,8	15,3	14,6	13,3	13,6	-	-	-
Inscritos na Segurança Social <sup>2</sup>	-2,0	2,5	3,9	3,8	3,9	4,5	4,8	5,1	...
<b>PIB</b>	<b>-10,8</b>	<b>5,1</b>	<b>17,8</b>	<b>3,5</b>	<b>5,5</b>	<b>6,4</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>

**Preços**

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

	2020	2021	2T 2021	3T 2021	4T 2021	1T 2022	03/22	04/22	05/22
Inflação global	-0,3	3,1	2,6	3,4	5,8	7,9	9,8	8,3	8,7
Inflação subjacente	0,7	0,8	0,1	0,8	1,7	3,0	3,4	4,4	4,9

**Setor externo**

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

	2020	2021	2T 2021	3T 2021	4T 2021	1T 2022	03/22	04/22	05/22
<b>Comércio de bens</b>									
Exportações (variação homóloga, acum. 12 meses)	-10,0	21,2	8,7	15,2	21,2	26,2	26,2	...	...
Importações (variação homóloga, acum. 12 meses)	-14,7	24,8	3,3	13,5	24,8	36,1	36,1	...	...
<b>Saldo corrente</b>	<b>9,3</b>	<b>11,3</b>	<b>9,2</b>	<b>11,6</b>	<b>11,3</b>	<b>10,6</b>	<b>10,6</b>	...	...
Bens e serviços	16,5	18,2	17,1	19,2	18,2	17,1	17,1	...	...
Rendimentos primários e secundários	-7,3	-6,9	-7,9	-7,7	-6,9	-6,5	-6,5	...	...
<b>Capacidade (+) / Necessidade (-) de financiamento</b>	<b>13,7</b>	<b>22,3</b>	<b>15,2</b>	<b>19,7</b>	<b>22,3</b>	<b>22,9</b>	<b>22,9</b>	...	...

**Crédito e depósitos dos setores não financeiros<sup>3</sup>**

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

	2020	2021	2T 2021	3T 2021	4T 2021	1T 2022	03/22	04/22	05/22
<b>Depósitos</b>									
Depósitos das famílias e empresas	7,5	6,1	4,9	4,8	5,8	5,1	5,5	...	...
À vista e poupança	12,3	10,3	9,2	8,9	9,2	9,2	9,6	...	...
A prazo e com pré-aviso	-16,5	-24,4	-23,5	-26,0	-27,6	-26,8	-26,3	...	...
Depósitos das Adm. Públicas	1,0	15,5	16,3	15,1	19,4	19,2	18,5	...	...
<b>TOTAL</b>	<b>7,1</b>	<b>6,7</b>	<b>5,5</b>	<b>5,5</b>	<b>6,6</b>	<b>5,9</b>	<b>6,2</b>	...	...
<b>Saldo vivo de crédito</b>									
Setor privado	1,2	0,3	-0,4	-0,7	-0,1	0,1	-0,1	...	...
Empresas não financeiras	4,9	1,1	-0,7	-1,9	-0,9	-0,6	-1,3	...	...
Famílias - habitações	-1,8	0,2	0,0	0,6	1,0	1,3	1,3	...	...
Famílias - outros fins	0,8	-1,2	-0,7	-1,2	-1,2	-1,2	-1,2	...	...
Administrações Públicas	3,0	15,3	17,4	22,7	11,6	3,6	2,4	...	...
<b>TOTAL</b>	<b>1,3</b>	<b>1,1</b>	<b>0,6</b>	<b>0,7</b>	<b>0,6</b>	<b>0,3</b>	<b>0,0</b>	...	...
<b>Taxa de incumprimento (%)<sup>4</sup></b>	<b>4,5</b>	<b>4,3</b>	<b>4,5</b>	<b>4,4</b>	<b>4,3</b>	...	...	...	...

Notas: 1. Estimativa EPA. 2. Dados médios mensais. 3. Dados agregados do setor bancário espanhol e residentes em Espanha. 4. Dado fim do período.

Fonte: BPI Research, a partir dos dados do Ministério da Economia, Ministério de Fomento, Ministério de Emprego e da Segurança Social, Instituto Nacional de Estatística, Serviço Público de Emprego Estatal espanhol, Markit, Comissão Europeia, Departamento de Alfândegas e Impostos Especiais espanhol e Banco de Espanha.