

## As perspectivas em Espanha melhoraram ligeiramente, embora o cenário seja ainda muito desafiante

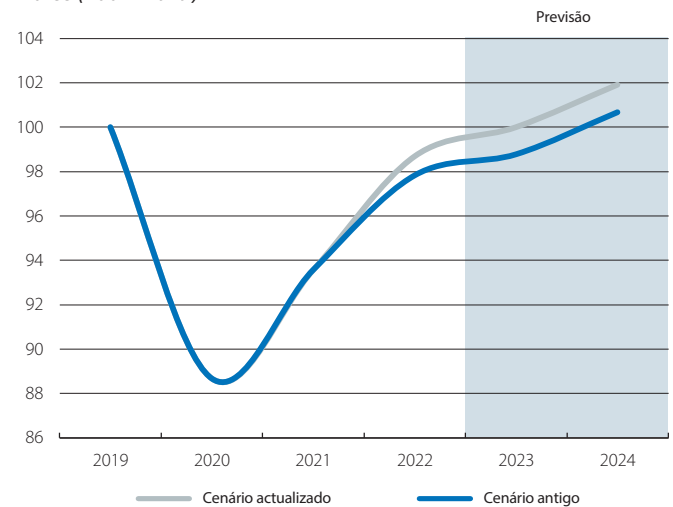
Após quase um ano de crise energética, a economia espanhola revela-se mais resiliente do que o esperado. Se em dezembro de 2021, a nossa previsão de crescimento do PIB para 2022 era de 5,9%, em março, após o início da guerra entre a Rússia e a Ucrânia, baixámos esta previsão para 4,2%. No final, apesar do conflito geopolítico, do aumento da inflação e do endurecimento das condições macrofinanceiras, a economia registou um crescimento notório, de 5,5%. Nos próximos trimestres, a economia espanhola continuará a enfrentar um contexto adverso, marcado pela incerteza geopolítica e pelo aumento das taxas de juro. De qualquer modo, contará também com alguns elementos que apoiam o crescimento da atividade, como a aceleração da implementação dos fundos da NGEU e a recuperação dos sectores mais penalizados pela pandemia, nomeadamente, o turismo. Embora se mantenha em níveis elevados, é provável que a inflação registre uma moderação um pouco mais rápida do que o previsto, graças à queda dos preços da energia. Tudo isto, em conjunto com um melhor desempenho da economia na recta final de 2022, permitiu-nos rever ligeiramente a previsão de crescimento do PIB em 2023 em alta, de 1,0% para 1,3%.

### O PIB encerrou o ano em terreno positivo, mas a procura interna apresentou-se muito débil na parte final do ano.

Após a subida acentuada dos preços da energia em agosto, as previsões de consenso dos analistas em setembro apontavam para uma queda do PIB no 4T 2022. O que não se verificou e o PIB cresceu 0,2% em cadeia (2,7% homólogo). Contudo, de acordo com os dados preliminares do INE, a composição do crescimento revela um enfraquecimento da procura interna. Esta diminuiu 0,9% trimestralmente, decorrente da contracção do consumo privado (-1,8% trimestral) e do investimento (-3,8% trimestral). Deste modo, o crescimento do PIB resultou da contribuição da procura externa devido à queda das importações (-4,2% trimestral), que foram arrastadas pela fraca procura interna, o que ultrapassou amplamente a diminuição das exportações (-1,1%).

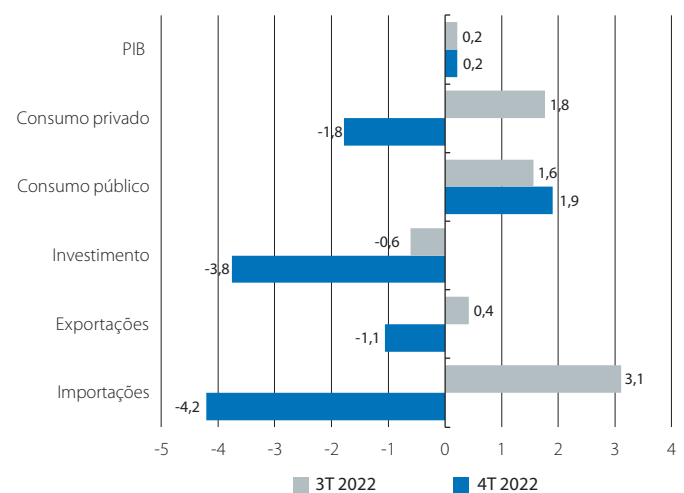
No último trimestre de 2022, verificou-se uma desaceleração do crescimento do emprego. O emprego, de acordo com o Inquérito às Forças de Trabalho (IFT), manteve-se estável, em termos ajustados de sazonalidade, no final de 2022. Em termos não ajustados de sazonalidade, o emprego registou uma diminuição de 81.900 pessoas, a primeira queda no 4T desde 2017. Pela positiva, destaca-se a diminuição da taxa de trabalho temporário para 17,9%, a mais baixa da série histórica e menos 7,5 p. p. em comparação com o registado no 4T 2021. Finalmente, a taxa de desemprego subiu para 12,9%, de 12,7% no 3T, 4 décimas abaixo do registado no final de 2021. Em termos médios anuais, a taxa de desemprego de 2022 atingiu os 12,9%, face aos 14,8% de 2021.

### Espanha: PIB Índice (100 = 2019)



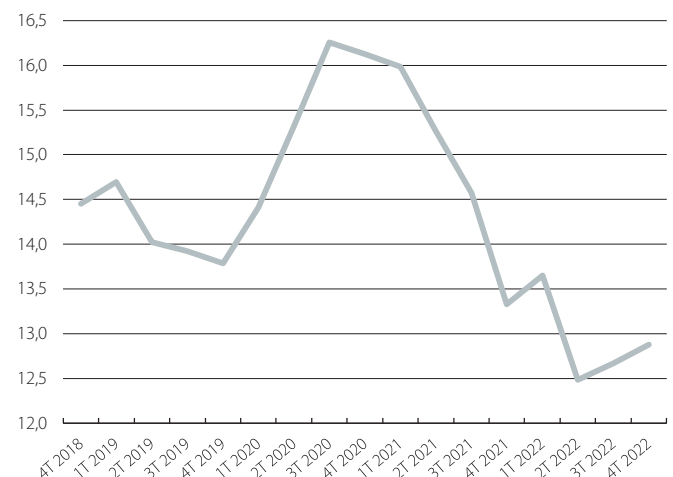
Fonte: BPI Research, a partir de dados do CaixaBank.

### Espanha: componentes do PIB Variação intertrimestral (%)



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

### Espanha: taxa de desemprego (% de população activa)



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

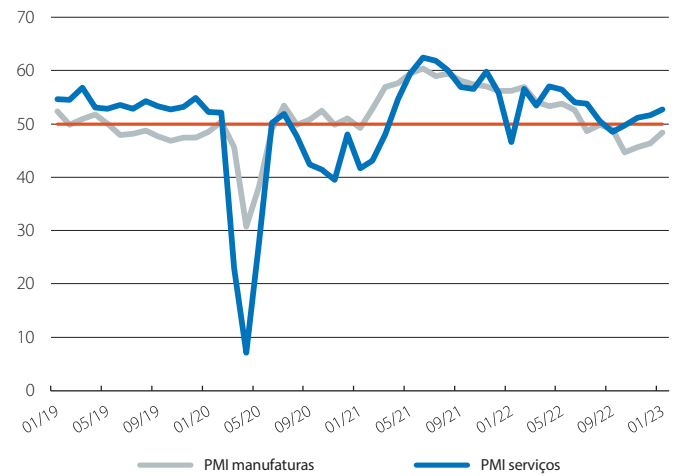
**Os primeiros indicadores de actividade disponíveis para 2023 apresentam sinais encorajadores.** Assim, em janeiro, o índice PMI do sector manufatureiro subiu 2 pontos até 48,4 pontos, um valor inferior ao limite que define a zona de crescimento (50), mas que sugere que a deterioração da actividade industrial está a diminuir. Além disso, o indicador homólogo do sector dos serviços cresceu 1,1 pontos, até 52,7 pontos, situando-se firmemente na zona de crescimento. Por sua vez, de acordo com os dados de inscrição na Segurança Social, o ano começou melhor do que o esperado. Contudo, como é habitual no mês de janeiro, as inscrições diminuíram, em termos ajustados de sazonalidade o emprego cresceu para 57.726 pessoas, o que representa um aumento de 0,4%, em comparação com a média do 4T 2022. Do mesmo modo, do lado do consumo, o monitor de consumo do BPI Research mostra que em janeiro a actividade dos cartões espanhóis continuou a recuperar, como já se verificava desde o início de dezembro, com um crescimento homólogo de 10% em janeiro, face aos 8% de dezembro e 5% de novembro.

**A inflação subjacente continua a aumentar, ao passo que a inflação geral estabiliza.** A inflação geral interrompeu a sua tendência recente para a moderação e, em janeiro, situava-se nos 5,8%, 1 décima acima do valor de dezembro. Em contraste, a inflação subjacente (que exclui a energia e os alimentos não transformados) registou uma subida acentuada de 5 décimas para os 7,5%, apesar da redução do IVA em alguns alimentos. Segundo o INE, o ligeiro aumento da inflação geral em janeiro deve-se ao aumento dos preços dos combustíveis, após o final do bónus de 20 cêntimos por litro para todos os utilizadores, e a uma redução dos preços do vestuário e calçado inferior à verificada em janeiro do ano passado. No entanto, estas dinâmicas foram praticamente compensadas pela redução significativa dos preços da electricidade. Com efeito, de acordo com dados da Red Eléctrica Española, a tarifa regulada situou-se nos 129 €/MWh na média de janeiro, representando uma acentuada queda homóloga de 55%. Da mesma forma, o INE anunciou que, a partir deste dado do IPC de janeiro, as componentes de electricidade e gás natural irão incluir dados do mercado livre no seu cálculo. Com a inclusão destes dados, é provável que a dinâmica dos preços da energia seja um pouco mais estável, uma vez que os preços do mercado livre tendem a oscilar menos.

**Melhoria acentuada na balança comercial não energética.** Em novembro, o défice do comércio externo atingiu os 3.313 milhões de euros, valor inferior ao do mesmo mês do ano anterior (4.207 milhões), quebrando, assim, a tendência de enfraquecimento registada nos últimos meses. Esta melhoria resultou do saldo dos bens não energéticos, que registou um excedente de 990 milhões de euros face a um défice de 1.199 milhões em novembro de 2021, o que corresponde a um crescimento das exportações (4,5% em volume homólogo) e a uma queda das importações (-3,5% em volume). Por sua vez, o défice energético continuou a crescer e atingiu os 4.303 milhões, 1,4 vezes maior do que há um ano, em virtude do elevado aumento das importações (+38,7%), impulsionado pelo crescimento dos preços (+31,7%).

**Espanha: PMI**

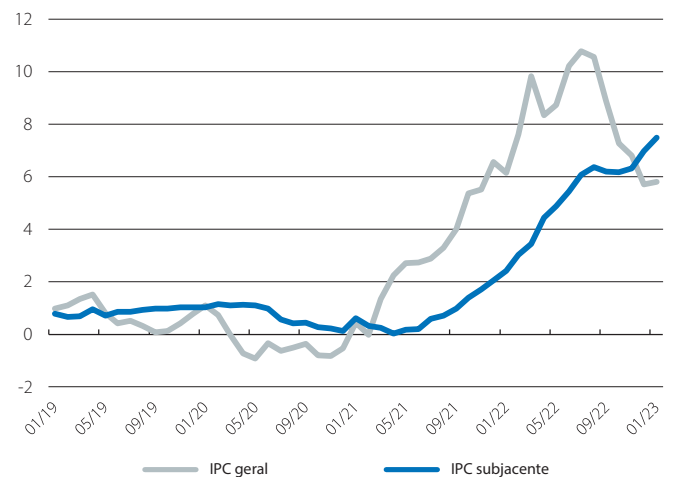
Nível



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

**Espanha: IPC**

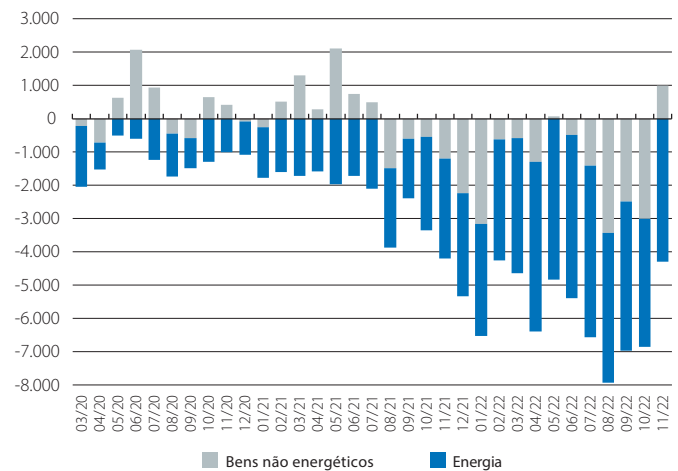
Varição homóloga (%)



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

**Espanha: saldo do comércio externo de bens**

(Milhões de euros) \*



Nota: \* Dados mensais.

Fonte: BPI Research, a partir de dados do Departamento Aduaneiro.

## A poupança e a riqueza financeira das famílias espanholas diminuem

### O aumento da inflação resultou na queda da taxa de poupança no 3T 2022

No 3T 2022, verificou-se uma queda acentuada da taxa de poupança das famílias. Importa recordar que nos dois primeiros trimestres de 2022, as famílias espanholas poupavam mais do que poupavam antes da pandemia. Concretamente, no 1T, a sua taxa de poupança (em percentagem do rendimento bruto disponível ou RBD) ajustada de sazonalidade foi de 10,1% e, no 2T, foi de 8,4%, ambos os valores acima dos 6,7% registados em média entre 2015 e 2019. No entanto, no 3T 2022, assistimos a uma queda significativa da taxa de poupança, atingindo os 5,7% ajustada de sazonalidade, a mais baixa desde o 3T 2018.

Perante o aumento da inflação, as famílias reduziram as poupanças para poderem suportar o consumo. Em particular, o aumento do consumo das famílias em termos reais foi de 1,4% em termos homólogos anuais, o que representa uma desaceleração significativa face aos 3,4% registados no 2T. No entanto, em termos nominais, o crescimento do consumo foi de 12%, um valor muito superior ao do aumento do rendimento bruto disponível, que foi de 1,6%.<sup>1</sup>

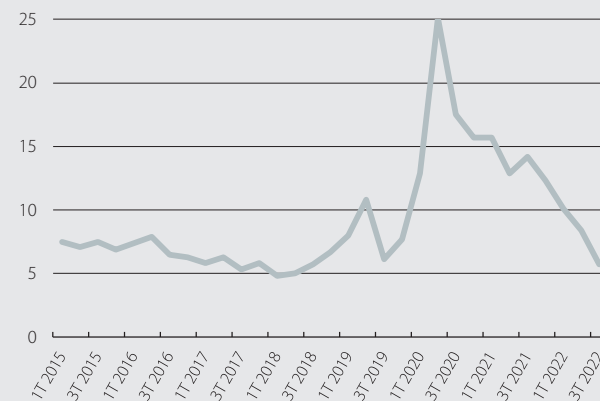
Tendo em consideração a composição do RBD, o bom desempenho do mercado de trabalho foi o principal impulsionador do seu crescimento (a remuneração dos assalariados cresceu 5,8% em termos homólogos no 3T), mas foi bastante atenuado pela contribuição negativa dos impostos (ver o segundo gráfico). Isto explica que o rendimento bruto primário (rendimento antes dos impostos e transferências) tenha aumentado muito mais do que o rendimento bruto total (5,1% do rendimento primário em termos homólogos anuais face a 1,6% do rendimento total).

Na média de 2022, prevê-se que a taxa de poupança seja ligeiramente superior a 6,0%, muito abaixo dos 13,7% de 2021. No futuro, estima-se que em 2023 a taxa de poupança das famílias continue a diminuir de forma gradual em consequência do impacto da inflação, ainda que de forma mais suave do que em 2022. Não é por acaso que esperamos que o consumo nominal cresça mais de 5% em 2023, um ritmo difícil de igualar pelo RBD num contexto caracterizado pelo crescimento dos salários ligeiramente mais dinâmico e pela revalorização de 8,5% das pensões, que serão parcialmente mitigadas pelo aumento dos juros pagos resultantes do aumento da Euribor. Assim, preve-se que em 2023 a taxa de poupança seja claramente abaixo da média de 2015-2019, ou seja, de 6,7%, conforme mencionado anteriormente.

1. Segundo as contas não financeiras, inclui famílias e instituições sem fins lucrativos (ISFL).

### Espanha: taxa de poupança das famílias

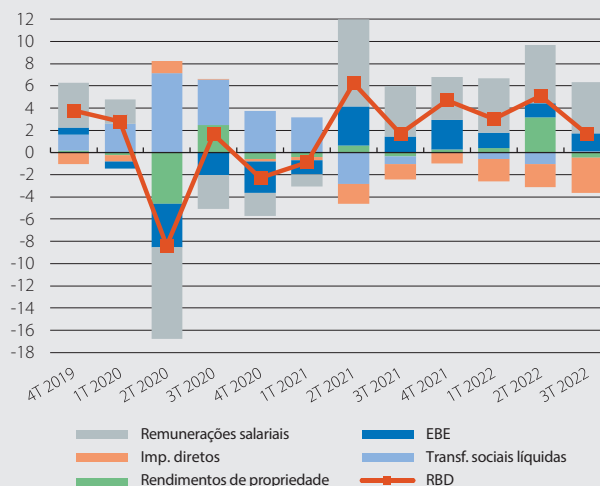
(% do rendimento bruto disponível)



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

### Espanha: rendimento bruto disponível das famílias

Variação anual (%) e contribuições



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

### As famílias diminuíram a sua dívida, mas a sua riqueza financeira também diminuiu

A queda da taxa de poupança refletiu-se nos ativos financeiros das famílias? A resposta é sim. Não é por acaso que a aquisição líquida de ativos financeiros no 3T foi de -27.800 milhões de euros; ou seja, verificou-se uma venda líquida de ativos, habitual nos 3T, ainda que neste caso por um montante superior aos registados na pré-pandemia (média de -23.546 milhões em 2015-2019). Esta «desacumulação» afetou todos os ativos financeiros, incluindo ações e fundos de investimento (FI), com cerca de 5.600 milhões de euros vendidos, o maior volume registado no 3T desde 2013.<sup>2</sup> Em contrapartida, verificou-se uma redu-

2. As participações em seguros e fundos de pensões também sofreram desinvestimento no valor de -2.061 milhões.

ção dos depósitos bancários das famílias em 1.219 milhões, um pequeno montante em comparação com -8.145 milhões em média nos 3T 2015-2019.

À venda líquida dos ativos financeiros acrescentou-se um efeito de revalorização negativo de 25.500 milhões de euros<sup>3</sup>, em virtude da queda dos preços nos mercados financeiros. Como resultado destes dois fatores, o *stock* de ativos financeiros das famílias diminuiu 53.431 milhões de euros (-2%), a maior queda desde o 1T 2020, para 2,6 bilhões de euros; em termos do RBD, montante que representa 324%, o nível mais baixo em dois anos. Assim, o *stock* de ativos financeiros continuou a desvalorizar e situa-se, em proporção ao RBD, 17,5 p.p. abaixo dos valores máximos atingidos no 4T 2021 e apenas 11 p.p. acima do nível pré-COVID. Em termos reais, o *stock* de ativos financeiros diminuiu desde o final de 2019, visto que aumentou 7,1% em termos nominais, enquanto a inflação acumulada foi de 11,7% no mesmo período.

Relativamente à estrutura da riqueza financeira das famílias, mantém-se a tendência dos últimos anos: os depósitos bancários continuam a ser o principal ativo e aumentam até a sua participação para 38,5% do total, 7 décimas a mais do que no trimestre anterior e 3 pontos acima dos níveis do 4T 2019. Por outro lado, os seguros e os fundos de pensões perdem importância, representando 12,7% do total, menos 3 pontos do que no final de 2019. Por sua vez, as participações em capital e os FI estabilizaram em torno de 43% do total.

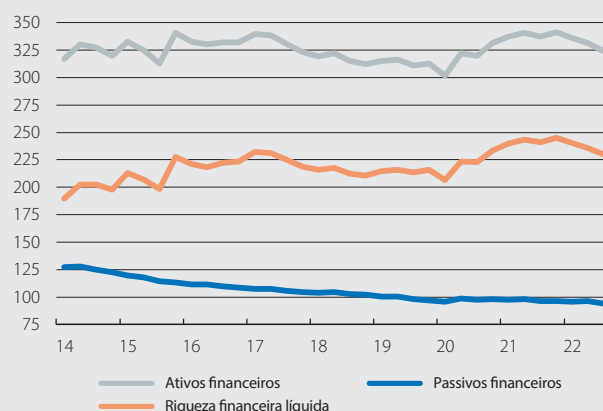
Relativamente aos passivos líquidos contraídos, as famílias amortizaram 9.846 milhões de euros de dívida (empréstimos bancários) durante o trimestre, embora ainda seja prematuro dizer que estamos a assistir à amortização antecipada perante o aumento das taxas de juro, uma vez que se trata de um fenómeno sazonal e este montante é apenas ligeiramente superior à média de 2015-2019 (-9.311 milhões de euros).<sup>4</sup> Como resultado, intensifica-se a redução da dívida das famílias: no 3T 2022, o saldo da dívida diminuiu 10.000 milhões de euros para um total de 707.528 milhões (-1,4%), 87,5% do RBD (89,1% no 2T), o rácio mais baixo desde o final de 2003.

Uma vez que o *stock* de ativos financeiros das famílias diminuiu com mais intensidade que o dos passivos, a riqueza financeira líquida manteve a sua trajetória descendente e caiu quase 6 pontos para 229,9% do RBD, a mais baixa desde o 3T 2020.

3. Destaca-se a notável perda no valor da carteira (-16.371 milhões) de participações : de capital e fundos de investimento, em conformidade com a deterioração dos preços das ações, e dos seguros e fundos de pensões (-10.500 milhões).

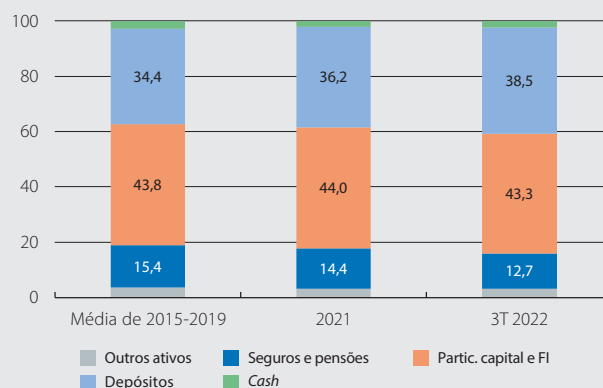
4. Em termos acumulados de quatro trimestres, a contratação de empréstimos permanece positiva e, até, acelerou (7.624 milhões vs. 6.870 milhões no conjunto de 2021).

### Espanha: balanço financeiro das famílias (% sobre o RBD)



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

### Espanha: estrutura da riqueza financeira das famílias (% sobre o total)



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

De qualquer modo, as famílias encontram-se numa melhor situação financeira para enfrentar com sucesso o enfraquecimento da atividade em comparação com a crise de 2008-2013, quer ao nível de riqueza, quer ao nível de endividamento, que nessa altura (4T 2008) se situavam em 252,3% e 132,5% do RBD, respetivamente.

**Indicadores de atividade e emprego**

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

	2021	2022	1T 2022	2T 2022	3T 2022	4T 2022	11/22	12/22	01/23
<b>Indústria</b>									
Índice de produção industrial	8,8	–	1,6	4,5	4,6	–	–1,1	...	...
Indicador de confiança na indústria (valor)	0,6	–0,9	6,8	0,5	–5,2	–5,4	–7,6	–4,8	–3,9
PMI das indústrias (valor)	57,0	51,0	55,8	53,2	49,2	45,6	45,7	46,4	48,4
<b>Construção</b>									
Licenças de novas construções (acum. 12 meses)	4,7	–	31,6	18,8	8,8	–	3,5	...	...
Compra e venda de habitações (acum. 12 meses)	9,6	–	41,8	33,6	23,0	–	18,0	...	...
Preço da habitação	3,7	8,1	8,5	8,0	7,6	...	–	–	–
<b>Serviços</b>									
Turistas estrangeiros (acum. 12 meses)	64,7	129,5	313,4	311,7	208,4	129,5	143,7	129,5	...
PMI dos serviços (valor)	55,0	52,5	52,2	55,9	51,0	50,8	51,2	51,6	...
<b>Consumo</b>									
Vendas a retalho	5,1	0,8	0,3	1,2	0,1	1,7	–0,5	4,0	...
Matrículas de automóveis	158,0	–3,0	–7,5	–10,3	3,1	2,6	10,3	–14,1	51,4
Indicador de confiança dos consumidores (valor)	–12,9	–26,5	–18,2	–26,8	–32,6	–28,2	–28,1	–25,3	–23,0
<b>Mercado de trabalho</b>									
População empregada <sup>1</sup>	3,0	3,1	4,6	4,0	2,6	1,4	–	–	–
Taxa de desemprego (% da pop. ativa)	14,8	12,9	13,6	12,5	12,7	12,9	–	–	–
Inscritos na Segurança Social <sup>2</sup>	2,5	3,9	4,5	4,8	3,5	2,7	2,7	2,4	2,3
<b>PIB</b>	5,5	5,5	6,9	7,8	4,8	2,7	–	–	–

**Preços**

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

	2021	2022	1T 2022	2T 2022	3T 2022	4T 2022	11/22	12/22	01/23
Inflação global	3,1	8,4	7,9	9,1	10,1	6,6	6,8	5,7	5,8
Inflação subjacente	0,8	5,1	3,0	4,9	6,2	6,5	6,3	7,0	7,5

**Setor externo**

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

	2021	2022	1T 2022	2T 2022	3T 2022	4T 2022	11/22	12/22	01/23
<b>Comércio de bens</b>									
Exportações (variação homóloga, acum. 12 meses)	21,2	–	26,2	22,2	23,3	–	23,4	...	...
Importações (variação homóloga, acum. 12 meses)	24,8	–	36,1	35,2	38,1	–	36,0	...	...
<b>Saldo corrente</b>	11,5	–	8,5	8,5	7,0	–	10,2	...	...
Bens e serviços	17,9	–	14,2	15,3	15,7	–	19,8	...	...
Rendimentos primários e secundários	–6,4	–	–5,7	–6,8	–8,7	–	–9,6	...	...
<b>Capacidade (+) / Necessidade (–) de financiamento</b>	22,4	–	19,8	21,5	19,8	–	23,3	...	...

**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

	2021	2022	1T 2022	2T 2022	3T 2022	4T 2022	11/22	12/22	01/23
<b>Depósitos</b>									
Depósitos das famílias e empresas	6,1	4,9	5,2	5,4	5,3	3,6	3,7	2,9	...
À vista e poupança	10,3	7,9	9,3	9,2	8,2	5,0	5,2	3,6	...
A prazo e com pré-aviso	–24,4	–19,9	–26,8	–25,4	–19,2	–8,3	–8,6	–4,8	...
Depósitos das Adm. Públicas	15,5	9,3	19,3	15,6	6,6	–4,2	–6,7	–4,0	...
<b>TOTAL</b>	6,7	5,1	6,0	6,0	5,4	3,0	2,9	2,4	...
<b>Saldo vivo de crédito</b>									
Setor privado	0,3	0,7	0,2	0,8	1,3	0,4	0,7	–0,5	...
Empresas não financeiras	1,1	0,9	–0,5	0,7	2,4	0,8	1,3	–0,9	...
Famílias - habitações	0,2	1,0	1,3	1,4	1,1	0,2	0,2	–0,2	...
Famílias - outros fins	–1,2	–0,7	–1,1	–0,5	–0,9	–0,2	0,2	–0,2	...
Administrações Públicas	15,3	0,1	3,4	1,9	–3,5	–1,1	–0,9	0,5	...
<b>TOTAL</b>	1,1	0,6	0,4	0,9	1,0	0,3	0,5	–0,4	...
<b>Taxa de incumprimento (%)<sup>4</sup></b>	4,3	–	4,3	4,1	3,8	...	3,7	...	...

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

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