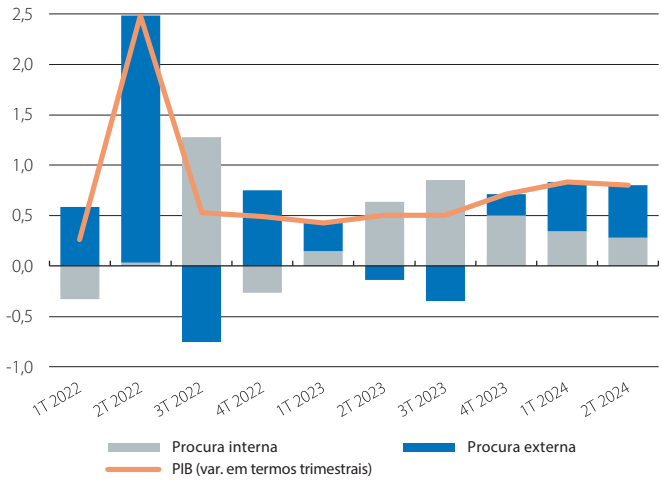
Espanha: Perspetivas sólidas de crescimento, embora mais moderadas do que no 1S

A economia espanhola surpreendeu pela positiva no primeiro semestre do ano, mas espera-se alguma moderação no segundo semestre. O PIB cresceu a uma taxa trimestral de 0,8% tanto no 1T como no 2T do ano. Este vigor deve-se principalmente ao bom desempenho do setor externo, decorrente do dinamismo do setor do turismo no 1T, e ao bom desempenho das vendas externas de bens, em contraste com uma tendência de moderação das importações no 2T. Na perspetiva dos próximos trimestres, o setor externo poderá ceder gradualmente o lugar à procura interna, tendo em conta a normalização do ritmo de crescimento do setor do turismo e a fraqueza dos nossos principais parceiros comerciais na Zona Euro. Em contrapartida, a procura interna deverá ganhar força, à medida que a recuperação do poder de compra continua e a incerteza quanto às perspetivas da política monetária diminui. Não obstante, não se prevê que o aumento da procura interna compense plenamente o abrandamento do setor externo.

O crescimento do PIB de Espanha no 2T de 2024 surpreende em alta. No 2T, o PIB registou um crescimento trimestral de 0,8%, acima da média da Zona Euro (0,3% trimestral) e das nossas expetativas de 0,5%. Relativamente à variação homóloga, a taxa acelerou para 2,9%, contra 2,6% no trimestre anterior. O setor externo continua a ser o principal motor de crescimento, contribuindo com 0,5 p.p. para o crescimento do PIB em termos trimestrais, e a procura interna também está a crescer, embora a um ritmo mais modesto, contribuindo com 0,3 p.p. para o crescimento do PIB. O consumo privado aumentou 0,3% em termos trimestrais e o consumo público 0,2%. A taxa de crescimento do investimento foi de 0,9% em termos trimestrais, impulsionada principalmente pelo investimento na construção. O crescimento trimestral das exportações foi de 1,2%, graças às exportações de bens, enquanto as importações diminuíram 0,2%.

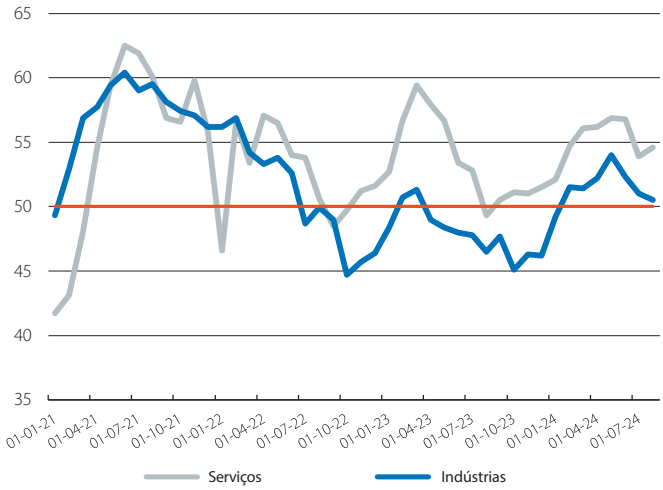
Os primeiros indicadores da atividade disponíveis para o terceiro trimestre mostram um tom mais moderado. O PMI para o setor da indústria transformadora tem vindo a desacelerar ao longo de julho e agosto, com a última leitura em 50,5, abaixo dos 52,3 em junho. Por sua vez, o PMI do setor dos serviços, depois de ter sofrido uma queda em julho, recuperou em agosto para 54,6 pontos (56,8 pontos em junho). Mantendo-se acima do limiar de crescimento setorial de 50 pontos, ambas as leituras apontam para um crescimento da atividade nos respetivos setores, embora a taxas mais moderadas do que no trimestre anterior. Quanto aos consumidores, a confiança diminuiu em agosto para –15,2 pontos, contra –13,7 pontos em julho. O índice do comércio a retalho, por seu lado, aumentou 0,5% em termos mensais em julho, elevando a taxa anual para 1,0%, contra 0,4% no mês anterior.

Espanha: contribuição para o crescimento do PIB
P. p. e variação em termos trimestrais (%)



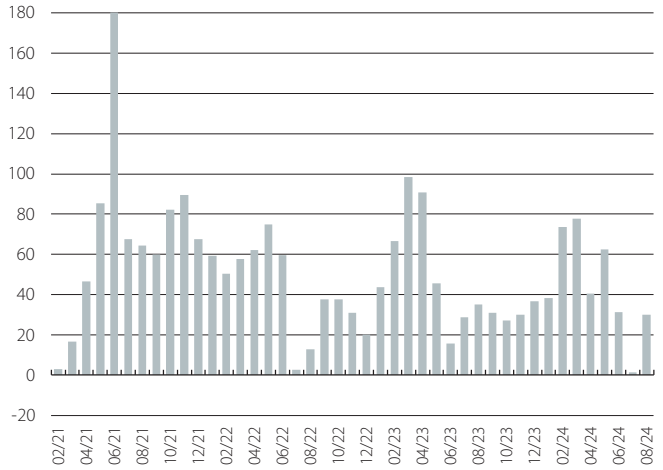
Fonte: *BPI Research, a partir dos dados do INE de Espanha.*

Espanha: PMI
Nível



Fonte: *BPI Research, com base em dados da S&P Global.*

Espanha: inscritos na Segurança Social
*Variação mensal (milhares) **



Nota: ** Dados corrigidos de sazonalidade.*
Fonte: *BPI Research, com base em dados do MSSM.*

O mercado de trabalho também está a progredir de forma mais moderada. As inscrições na segurança social diminuíram, como habitualmente, em agosto. Neste mês, registou-se uma redução de 193.704 trabalhadores em relação ao mês anterior, ou seja, –0,91%. Esta diminuição está em conformidade com a tendência habitual de agosto: no ano passado, diminuiu 0,89% numa base mensal e 0,88% para a média dos meses de agosto no período 2014-2019. O número total de trabalhadores inscritos atingiu 21.189.402, mais 482.902 do que há um ano, e uma taxa de variação homóloga de 2,3% (2,4% em julho). O emprego, corrigindo a sazonalidade, registou um aumento de 30.189 em agosto, depois de ter permanecido praticamente estável em julho (+1.335). Até à data, no 3T, o crescimento trimestral das inscrições abrandou para 0,3%, contra 0,8% no 2T.

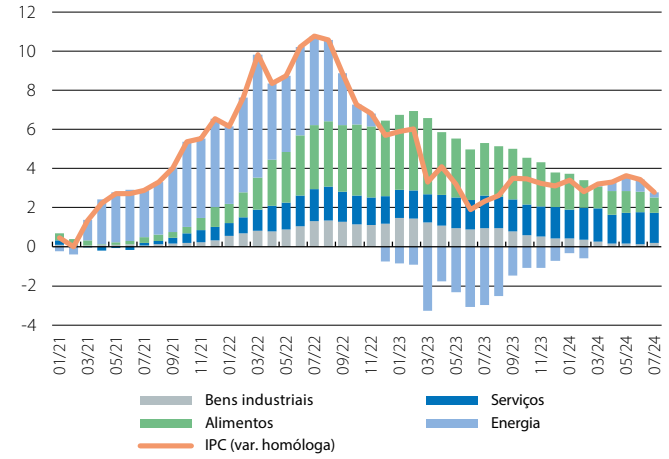
A inflação global está próxima dos 2% em agosto. Os dados do indicador principal do IPC publicado pelo INE indicam que a inflação global caiu 6 décimas em agosto para 2,2%, devido à descida dos preços dos combustíveis e, em menor grau, dos preços dos produtos alimentares não transformados. Na ausência de uma repartição por categorias, a descida dos preços dos produtos alimentares prevista pelo INE poderá trazer um alívio para a rubrica com a inflação mais elevada este ano (4,7% em média). A inflação subjacente (que exclui a energia e os produtos alimentares não processados) situou-se em 2,7% (menos 0,1 p.p. do que em julho). O valor deste mês constitui mais um passo no sentido da normalização da inflação; no entanto, o aumento dos preços da eletricidade previsto pelos mercados de futuros poderá interromper esta tendência de correção no final do ano.

O défice comercial diminuiu fortemente em junho, apesar da queda das exportações. Em junho, pela primeira vez em três meses, as exportações de bens diminuíram 3% em termos homólogos, mas como as importações caíram mais acentuadamente (–7,3%), o défice diminuiu para 713 milhões de euros (–2.355 milhões em junho de 2023). Em termos de componentes, o défice da balança energética situou-se em 2.158 milhões de euros, contra 2.454 milhões de euros em junho de 2023, e a balança não energética registou um excedente de 1.445 milhões de euros, contra 99 milhões de euros há um ano. Assim, o 1S de 2024 encerrou com um défice de 15.822 milhões, ligeiramente melhor do que o primeiro semestre de 2023 (–16.420 milhões), mas superior à média de 2014-2019 (–11.938 milhões).

As vendas e compras de habitação continuam numa trajetória moderada. As transações de habitações diminuíram 6,1% em junho, em termos homólogos. Relativamente ao tipo de habitação, o modesto aumento anual de 0,9% nas vendas de habitações novas não conseguiu compensar o declínio anual de 7,8% nas vendas de habitações em segunda mão. Contudo, as vendas e compras de habitação continuam a registar um nível elevado: no período acumulado de 12 meses, foram concluídas quase 570 mil transações, mais 12,8% do que em 2019.

Espanha: contribuição para a inflação por componentes

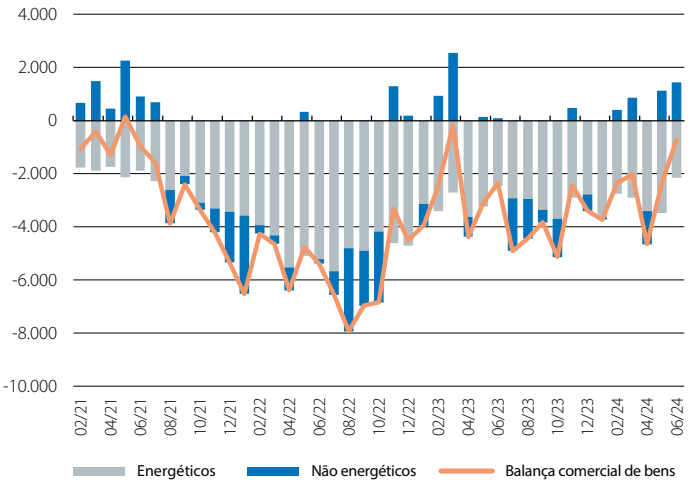
P. p. e variação homóloga (%)



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

Espanha: balança comercial de bens

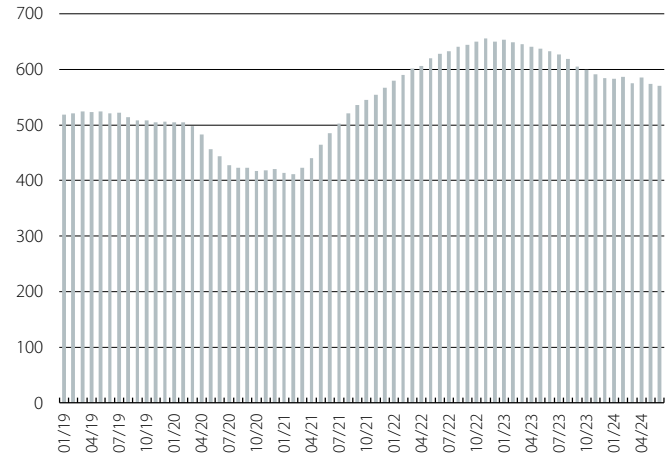
Dados mensais (milhões de euros)



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

Espanha: compra e venda de habitações

*(Milhares) **



Nota: ** Acumulado de 12 meses.*
Fonte: *BPI Research, a partir dos dados do INE de Espanha.*

Fatores que impulsionaram a poupança das famílias espanholas

O crescimento do rendimento disponível bruto das famílias (RDB) em termos nominais em 2023 foi de uns impressionantes 11% em termos anuais. Em contrapartida, as despesas das famílias em termos nominais foram menos dinâmicas, com um aumento de 6,1%. Como resultado, a taxa de poupança atingiu 11,7% do rendimento disponível no final de 2023, significativamente acima da média histórica de 6,7% no período 2014-2019. Foram avançadas várias explicações para o facto de o consumo ter tido um desempenho mais modesto do que os rendimentos. No presente artigo, começamos por descrever o comportamento no 1T 2024 e, em seguida, apresentamos algumas ideias-chave que podem ajudar a compreender o que se está a passar.

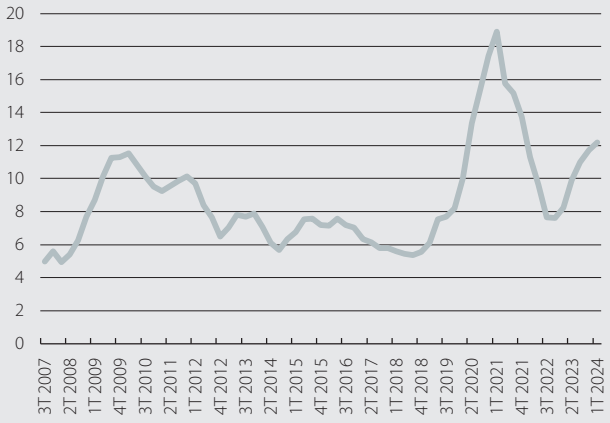
Os dados relativos ao 1T 2024 confirmam que o fosso entre o rendimento disponível e o consumo se manteve, o que deu um novo impulso à taxa de poupança. Mais especificamente, o rendimento disponível nominal cresceu 8,0% em termos homólogos,[1] um registo muito dinâmico apesar do seu abrandamento em relação a 2023, enquanto a despesa de consumo final das famílias aumentou 5,3% em termos homólogos. Na sequência destes dados, a taxa de poupança das famílias para os últimos quatro trimestres somados ascendeu a 12,2% do rendimento, ou seja, 5 décimas de ponto percentual mais elevada do que no final de 2023. Podemos também constatar este aumento das poupanças se nos centrarmos nos dados estanques do 1T: as poupanças brutas foram de 14.000 milhões de euros, o dobro do valor registado no 1T 2023. Este facto é notável, pois o 1T do ano apresenta normalmente poupanças reduzidas, dado que é tradicionalmente o trimestre de maior consumo, juntamente com o 4T; a poupança bruta foi, de facto, negativa em todos os primeiros trimestres entre 2005 e 2019.

O que é que está a impulsionar o rendimento disponível?

O aumento de 8,0% do rendimento disponível nominal explica-se em grande medida pela boa dinâmica do mercado de trabalho. Nomeadamente, no 1T, as remunerações dos empregados aumentaram 8,3% em termos homólogos, o que se repartiu num aumento de 3,8% dos empregados a tempo inteiro e num aumento de 4,5% das remunerações por empregado. De salientar também o bom desempenho dos rendimentos líquidos de propriedade, graças ao aumento dos rendimentos distribuídos pelas empresas que mais do que compensou a subida das taxas de juro, com um aumento homólogo de 54,7%, e do excedente bruto de exploração, que inclui os rendimentos dos trabalhadores independentes e as rendas imputadas

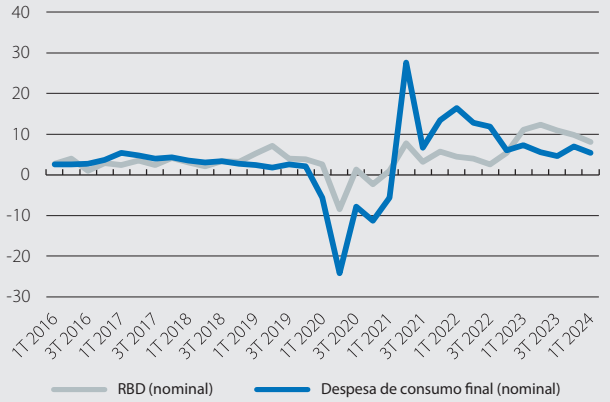
1. Todos os dados do artigo não são corrigidos de sazonalidade, exceto o quarto gráfico, que apresenta dados corrigidos de sazonalidade.

Espanha: taxa de poupança das famílias
(% do rendimento disponível bruto)



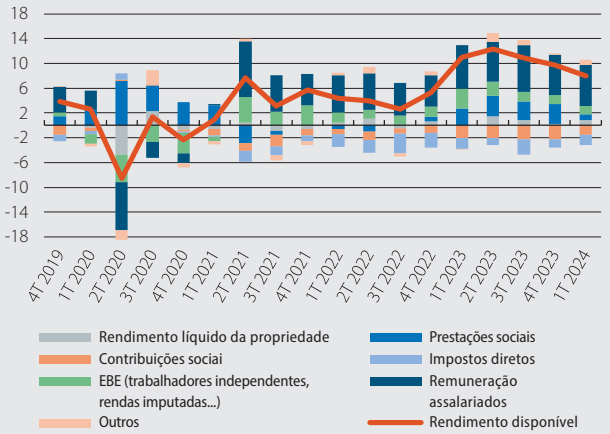
Nota: *Acumulado ao longo de 4 trimestres.*
Fonte: *BPI Research, a partir dos dados do INE de Espanha.*

Espanha: rendimento disponível bruto e consumo nominal dos agregados familiares
Variação homóloga (%)



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

Espanha: rendimento nominal disponível das famílias, repartição por componente
Variação homóloga (%) e contribuições



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

(+5,8%). Não obstante os excelentes dados, é verdade que o crescimento do rendimento disponível se moderou gradualmente ao longo do último ano: no 1S 2023 cresceu 11,7% em termos anuais; no 2S, 10,3% em relação ao ano anterior; e no 1T 2024, os já referidos 8,0%. A principal razão para este abrandamento é o aumento dos pagamentos ao setor público: há um ano os impostos diretos e as contribuições líquidas de prestações sociais representavam 1,2 p.p. do rendimento disponível e agora 2,2 p.p.

Importa ter em conta que uma das razões para o aumento do rendimento disponível nominal, variável construída ao nível agregado, é o aumento da população impulsionado pelos fluxos migratórios. No último ano até ao 1T 2024, a população aumentou em 492.560 pessoas, graças a um aumento da população nascida no estrangeiro de 558.652 pessoas.[2] Este aumento da população foi transmitido à criação de agregados familiares, que cresceu cerca de 1% em termos anuais no 1T 2024.[3] Neste contexto, é interessante verificar se o dinamismo do rendimento disponível nominal também se verifica no rendimento disponível por agregado familiar, dado o aumento da criação de agregados familiares. Constatamos que esta variável aumentou de facto 6,6% em termos homólogos no 1T 2024, apenas ligeiramente abaixo do crescimento do rendimento agregado. Por último, quando olhamos para o rendimento disponível real por agregado familiar, a fim de ter em conta a evolução do poder de compra deste rendimento face ao aumento dos preços, observamos que este aumentou uns não negligenciáveis 3,4% em termos anuais. Ou seja, as famílias espanholas estão a recuperar o poder de compra, um elemento que, mais cedo ou mais tarde, se deverá refletir no consumo. Comparativamente ao período pré-pandémico, tanto o rendimento disponível nominal por agregado familiar como o rendimento disponível real por agregado familiar são já claramente superiores (ver quarto gráfico).

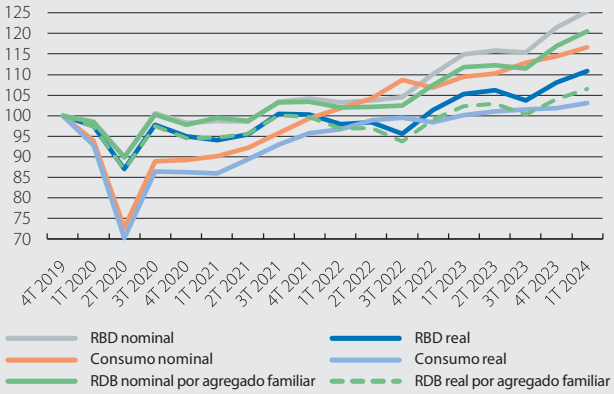
Os destinos de poupança

No plano agregado, as famílias aumentaram consideravelmente as suas poupanças nos últimos trimestres, principalmente em resposta a uma conjuntura de taxas de juro relativamente elevadas. Por isso, houve um aumento da compra de ativos financeiros e uma redução da dívida para fazer face à subida das taxas de juro.

A aquisição líquida de ativos financeiros pelas famílias foi de 55.000 milhões de euros em termos acumulados de quatro trimestres até ao 1T 2024, face a 13.456 milhões de euros na média do 1T 2015-2019.[4] Especificamente, adquiriram em termos líquidos depósitos e numerário no valor de 12.385 milhões (5.144 milhões na média do 1T 2015-2019), fundos de investimento no valor de 23.000 milhões

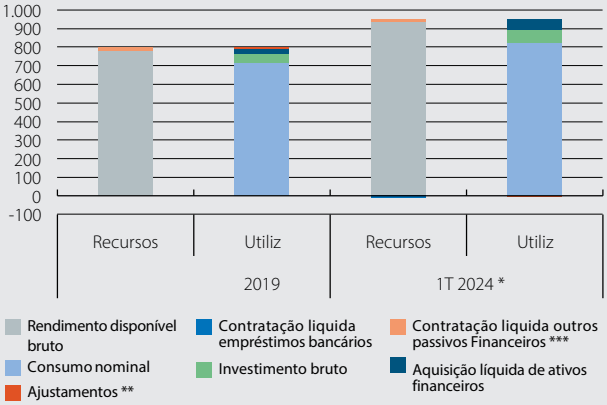
2. Dados das Estatísticas Contínuas da População (ECP) do INE.
3. Dados do Inquérito às Forças de Trabalho (IFT).
4. Acumulado ao longo de quatro trimestres.

Espanha: rendimento disponível bruto e consumo das famílias
(100 = 4T 2019)



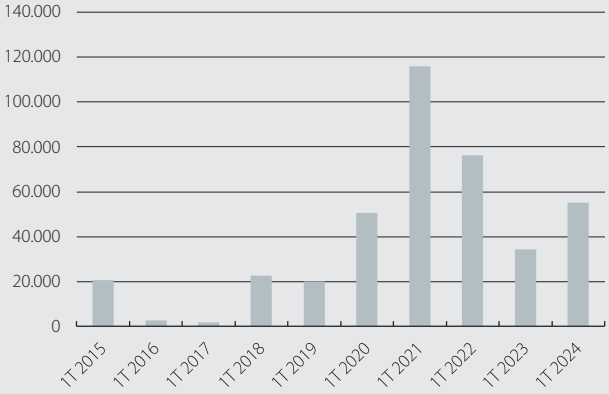
Nota: *Dados ajustados de sazonalidade.*
Fonte: *BPI Research, a partir dos dados do INE de Espanha.*

Espanha: agregados familiares, recursos e utilizações
(Milhões)



Notas: ** Dados acumulados para 4 trimestres. ** Ajustamento entre contas financeiras e não financeiras, entre outros. Dados em termos nominais. *** Inclui contas a receber e outras contas a pagar (juros acumulados sobre empréstimos, impostos e contribuições pendentes).*
Fonte: *BPI Research, a partir dos dados do INE de Espanha.*

Espanha: aquisição líquida de ativos financeiros das famílias
*(Milhões de euros) **



Nota: ** Acumulado durante 4 trimestres.*
Fonte: *BPI Research, a partir dos dados do Banco de Espanha.*

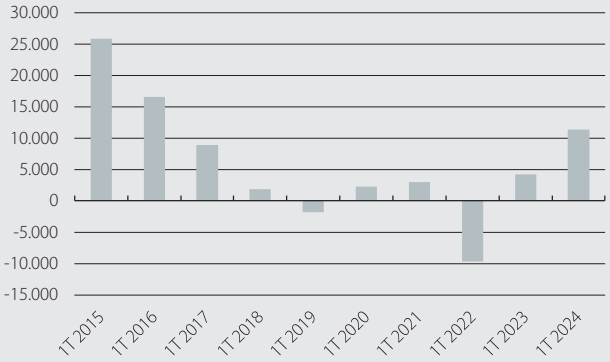
(20.340 milhões de euros no 1T 2015-2019), títulos de dívida no valor de 14.923 milhões (–10.369 milhões de euros no 1T 2015-2019) e seguros e planos de pensões no valor de 4.770 milhões de euros (5.466 milhões de euros no 1T 2015-2019). Espera-se que, nos próximos trimestres, o rendimento das famílias continue a crescer de forma dinâmica e que o poder de compra recupere. Tal facto, associado a taxas de juro mais baixas, deverá incentivar um consumo mais dinâmico.

As famílias, por outro lado, continuaram a desalavancar no 1T 2024, reduzindo a sua dívida no último ano em 4,4 pontos do PIB para 46%, o registo mais baixo desde o 1S 2001. Trata-se de um nível de endividamento 7,3 pontos inferior ao da Zona Euro. Em resultado da subida das taxas de juro, as famílias prolongaram a tendência iniciada no segundo semestre de 2022 e utilizaram as maiores poupanças para a amortização líquida de empréstimos bancários no valor de 11.357 milhões de euros,[5] face a uma média de 10.299 milhões de euros no 1T 2015-2019.

Devido ao aumento da aquisição líquida de ativos financeiros e à diminuição da dívida, juntamente com um efeito de reavaliação não negligenciável sobre os ativos financeiros de 125.000 milhões no último ano, a riqueza financeira líquida das famílias cresceu 190.000 milhões em comparação com o 1T 2023, para pouco mais de 2,14 biliões de euros, um novo máximo histórico.

Espanha: amortização líquida dos empréstimos bancários das famílias

*(Milhões de euros) **



Nota: ** Acumulado durante 4 trimestres.*
Fonte: *BPI Research, a partir dos dados do Banco de Espanha.*

5. Acumulado ao longo de quatro trimestres.

Investimento em equipamento em Espanha: uma comparação com a Zona Euro

O investimento em Espanha ainda não arrancou com vigor. Na sequência da pandemia de COVID-19, da crise energética de 2022 e num contexto de forte crescimento económico, o investimento continua a ser inferior aos níveis anteriores à COVID-19. Tendo em conta que a capacidade de crescimento a médio prazo de uma economia é influenciada pelo aumento do *stock* de capital, a fraqueza do investimento merece ser analisada.

Este é o primeiro de uma série de dois artigos em que analisamos o desempenho recente do investimento em equipamento em Espanha e a sua comparação com o resto da Zona Euro. Num segundo artigo deste *Relatório Mensal*, debruçámo-nos sobre os incentivos ao investimento, com base numa análise da evolução da rendibilidade e do custo de financiamento por setor.

Tendências recentes do investimento em Espanha

O primeiro gráfico apresenta a variação do PIB e das suas componentes desde o período pré-pandémico (4T 2019) até ao 2T 2024. Como podemos verificar, o investimento[1] é a componente que apresenta o pior desempenho: todas as componentes do PIB estão acima do seu valor do 2T 2024 no 4T 2019, enquanto o investimento está 1,3% abaixo.

Analisando em pormenor o investimento, verificamos que existe uma grande diversidade. Por conseguinte, enquanto o investimento em construção não residencial ou o investimento em ativos intangíveis se situam muito acima dos valores anteriores à pandemia, o investimento em bens de transporte ou o investimento em construção residencial situam-se muito abaixo desses níveis (15,1% e 7,3% abaixo, respetivamente).

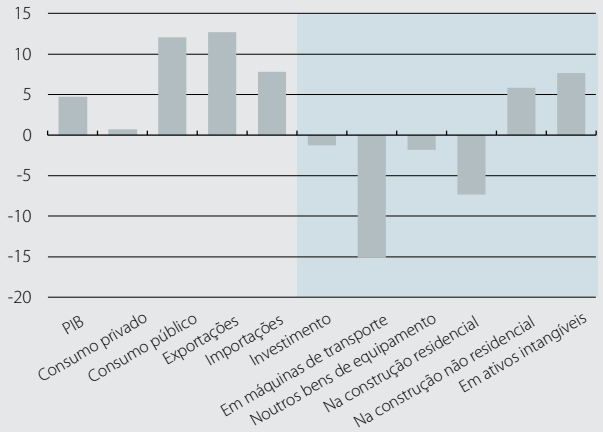
A análise do investimento em bens de equipamento, que se divide em investimento em material de transporte e investimento em outros bens de equipamento, é o objeto do presente artigo. Não consideramos o investimento em construção, dado que o investimento em construção residencial tem dinâmicas próprias ligadas ao mercado imobiliário que não são objeto de análise neste estudo, nem o investimento em ativos intangíveis, cuja análise merece também um capítulo à parte.

Comparação com a Zona Euro

A fim de avaliar a fragilidade do investimento em bens de equipamento, é útil comparar o desempenho com o dos nossos principais parceiros comerciais na Zona Euro. Para o efeito, comparamos o nível de investimento médio em 2023 com o nível pré-pandémico em 2019.[2] O segundo

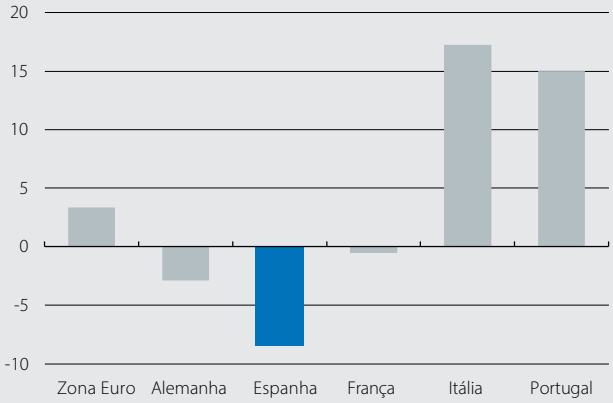
1. Entendida como formação bruta de capital fixo, que exclui, portanto, a acumulação de existências.
2. Concentramo-nos nos dados médios de 2023, visto que os dados relativos à Zona Euro no seu conjunto ainda não estão disponíveis para o 2T 2024, e, por conseguinte, não nos concentramos nos dados de apenas um trimestre, o 1T 2024, devido à volatilidade inerente aos dados com uma frequência trimestral.

Espanha: PIB e componentes (2T 2024)
Variação em relação ao 4T 2019 (%)



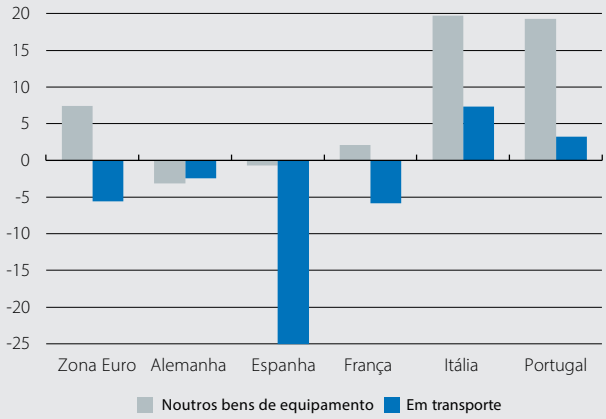
Fonte: *BPI Research, a partir dos dados do INE de Espanha.*

Investimento em bens de equipamento
Variação em 2023 em relação a 2019 (%)



Nota: *Investimento em termos reais.*
Fonte: *BPI Research, a partir dos dados do Eurostat.*

Espanha: investimento em equipamento, repartição
Variação em 2023 em relação a 2019



Nota: *Investimento em termos reais.*
Fonte: *BPI Research, a partir dos dados do Eurostat.*

gráfico mostra os dados relativos ao investimento total em bens de equipamento.

Como referido anteriormente, o investimento em equipamento em Espanha tem sido fraco, mesmo quando comparado com a Zona Euro. Contudo, se repartirmos o investimento em bens de equipamento em duas componentes, o investimento em bens de transporte e o investimento noutros bens, surgem dinâmicas muito diferentes.

Num terceiro gráfico, podemos constatar que, embora o investimento em outros bens de equipamento esteja longe da média da Zona Euro, apresenta um comportamento semelhante ao de outras grandes economias europeias, como a Alemanha e a França. No entanto, verifica-se também que a área em que o investimento em Espanha apresenta um comportamento diferencial negativo em relação às restantes economias europeias é o investimento em bens de equipamento de transporte. O investimento nesta categoria foi, em média, 5,6% inferior ao nível de 2019 na Zona Euro em 2023, enquanto em Espanha foi 25,1% inferior.

Uma visão setorial

A fim de melhorar a compreensão da dinâmica do investimento, analisamos pormenorizadamente cada setor em Espanha. Os dados disponíveis sobre o investimento por tipo de ativo e por setor, infelizmente, só vão até 2021, por enquanto. Contudo, os dados para 2021 já oferecem resultados interessantes.[3]

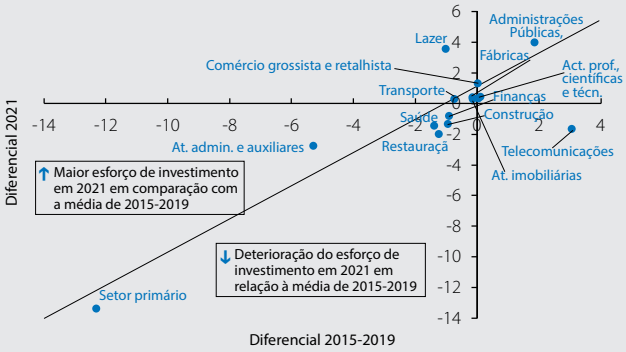
O quarto gráfico mostra o diferencial do esforço de investimento em outros bens de equipamento para cada setor da economia espanhola em relação ao esforço de investimento de cada setor na média da Zona Euro. O esforço de investimento é definido como o rácio entre o investimento e o valor acrescentado bruto (VAB). O gráfico apresenta o diferencial em 2021 no eixo vertical e o diferencial na média 2015-2019 no eixo horizontal. Quando um setor se situa na linha diagonal preta, significa que o diferencial se manteve inalterado nos dois períodos em análise. Os pontos acima da linha indicam que o setor melhorou o seu esforço de investimento relativamente à média da Zona Euro em 2021, em comparação com o período 2015-2019, e vice-versa com os pontos abaixo da linha.

Conforme se pode observar, o diferencial do esforço de investimento em outros bens de equipamento melhorou para a maioria dos setores em 2021, em comparação com a média de 2015-2019. O setor da informação e telecomunicações constitui a principal exceção, apresentando um diferencial positivo de cerca de 3 p. p. em 2015-2019 e, em 2021, um diferencial negativo de quase 2 p. p.

3. Do ponto de vista qualitativo, os resultados da secção anterior mantêm-se se nos concentrarmos na comparação da média de 2021 com a de 2019.

Esforço de investimento noutros bens de equipamento: diferencial em relação à Zona Euro por setor

(p. p.)



Notas: *CNAE a um dígito. O esforço de investimento é o investimento em cada setor sobre o VAB de cada setor.*
Fonte: *BPI Research, a partir dos dados do Eurostat.*

Contudo, quando analisamos o esforço de investimento em bens de equipamento de transporte (ver o quinto gráfico), verificamos que o diferencial em 2021 se agravou ligeiramente para a maioria dos setores, com muitos setores a apresentarem agora diferenciais negativos. Destacam-se ainda três casos: o próprio setor dos transportes e armazenamento, que apresenta uma deterioração muito acentuada do seu diferencial positivo (–5,5 p. p.); o setor do comércio a retalho e grossista, que também apresenta uma deterioração substancial do diferencial, embora não tão acentuada (–0,7 p. p.); e o setor das atividades administrativas e de apoio, que apresenta uma melhoria muito substancial do seu diferencial de +4,2 p. p., permitindolhe passar de um diferencial negativo em 2015-2019 para um positivo em 2021.

Deve ter-se em conta que estes três setores representam a maior parte do investimento em equipamento de transporte em Espanha: o conjunto dos três setores representa quase 77% do total do investimento em material de transporte e o seu peso está distribuído de forma muito equilibrada. Verificamos, assim, que o esforço de investimento em material de transporte sofreu uma ligeira retração em todos os setores da economia, sendo que a retração foi acentuada em dois dos três principais setores que mais investem em material de transporte, enquanto houve uma melhoria substancial no outro principal setor.

Lamentavelmente, os dados das contas nacionais apenas fornecem informações sobre o investimento em equipamento de transporte ao nível do primeiro dígito da CNAE, mas não ao nível do segundo dígito, pelo que não é possível investigar a dinâmica do esforço de investimento nos setores acima mencionados: transportes e armazenamento, comércio retalhista e grossista e atividades administrativas e de apoio.

Conclusões

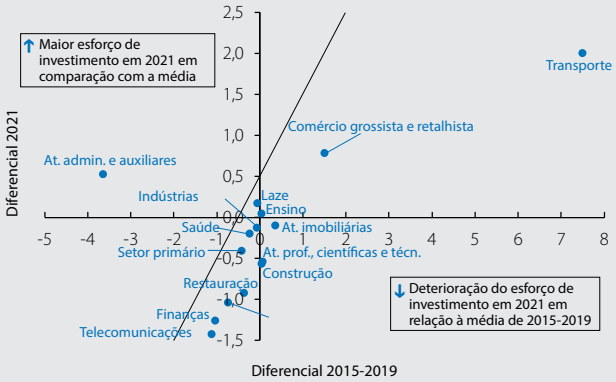
O investimento em equipamento em Espanha tem sido fraco nos últimos anos. Não obstante, se distinguirmos o investimento em material de transporte do investimento em outros bens de equipamento, verificamos que, no que respeita à Zona Euro, é o investimento em bens de transporte que apresenta um comportamento diferencial negativo. Em contrapartida, a dinâmica do investimento noutros bens de equipamento é mais semelhante à de outras grandes economias europeias.

Considerando a distribuição setorial, este fraco desempenho do investimento em material de transporte é transversal a todos os setores da nossa economia, embora se destaque a deterioração do esforço de investimento em dois setores em particular, os transportes e armazenamento, e o comércio a retalho e grossista.

Independentemente do caso particular do investimento em material de transporte, o tom fraco que caracteriza o investimento em equipamento no seu conjunto pode dever-se a uma diminuição da rentabilidade das empresas nos últimos anos, em resultado dos choques que a economia teve de suportar, e/ou ao aumento do custo de financiamento associado ao endurecimento da política monetária desde meados de junho de 2022. O nosso segundo artigo sobre investimentos neste relatório explora esta questão.

Esforço de investimento em equipamento de transporte: diferencial em relação à Zona Euro por setor

(p. p.)



Notas: *CNAE a um dígito. O esforço de investimento é o investimento em cada setor sobre o VAB de cada setor.*
Fonte: *BPI Research, a partir dos dados do Eurostat.*

Rentabilidade e custo do financiamento das empresas em Espanha

No Focus anterior deste *Relatório Mensal*, dedicado à análise da evolução do investimento, concentrámo-nos em descrever o comportamento do investimento por tipo de ativo e por setor, e em comparar o de Espanha com o da Zona Euro. No presente artigo, pretendemos analisar os incentivos ao investimento.

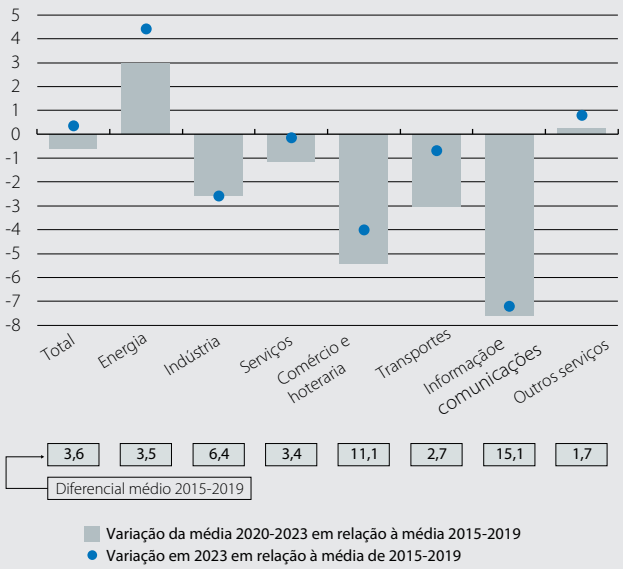
Para o efeito, analisaremos a evolução do diferencial entre a rentabilidade dos ativos de cada setor e o seu custo de financiamento.[1] Intuitivamente, se o diferencial entre a rentabilidade e o custo aumenta, deveremos assistir a um maior investimento, e vice-versa. Recorremos, para tal, a informação da Central de Balanços Trimestral (CBT) do Banco de Espanha, que fornece dados sobre a rentabilidade e o custo de financiamento até ao 1T 2024.[2]

O primeiro gráfico mostra a variação do diferencial entre a rentabilidade e o custo de financiamento para o total da economia, para os setores da energia, indústria e serviços, e para um conjunto de subsetores dos serviços. As barras cinzentas mostram a variação da diferença média no período 2020-2023[3] em comparação com a diferença média em 2015-2019. Os pontos azuis mostram a variação de 2023 em relação à média de 2015-2019, para observar a situação do diferencial no último ano disponível, que é também o ano mais afetado pelas subidas das taxas de juro do BCE.[4]

Para todos os setores, o diferencial médio para 2020-2023 é ainda ligeiramente inferior ao nível pré-pandémico de 2015-2019, mas o diferencial é muito pequeno. Por setor, no entanto, verifica-se uma grande heterogeneidade. Ainda que o setor da energia apresente um diferencial médio em 2020-2023 muito superior ao da pré-pandemia, graças à evolução dos preços da energia durante este período, verificamos que o diferencial médio nos serviços e, sobretudo, na indústria é ainda significativamente inferior ao nível pré-pandemia. Além disso, na indústria, mesmo em 2023, ainda não há sinais de que o diferencial esteja a diminuir. Dentro do setor dos serviços, há também muita heterogeneidade: enquanto nos setores do retalho e da hotelaria, dos transportes e da informação e telecomunicações se observa um diferencial entre os rendimentos e o custo de financiamento ainda muito abaixo dos níveis pré-pandemia, nos restantes setores dos serviços o diferencial já recuperou para o nível médio pré-pandemia.

No entanto, nem todos os setores têm a mesma quota de participação no investimento em bens de capital. Assim, a evolução do diferencial entre rentabilidade e custo de financiamento é mais relevante para os setores com maior peso no investimento total. A indústria transformadora representou, por ordem decrescente, 19,4% do total do investimento em equipamento em 2019, seguindo-se o setor do comércio e hotelaria, que representou 14,4%, e o setor dos transportes e armazenagem, com 13,9%. O conjunto destes três setores representa quase 50% de todo o investimento em equipamento e, em todos eles, a rentabi-

Espanha: variação do diferencial entre rentabilidade e custo de financiamento
(p. p.)



Fonte: *BPI Research, com base nos dados da Central de Balanços Trimestral (Banco de Espanha).*

1. A rentabilidade dos ativos é definida como:

$$\frac{\text{(Resultado corrente líquido + encargos financeiros)}}{\text{(Ativo líquido + ajustamento a preços de mercado)}}$$

O resultado corrente líquido é o valor acrescentado bruto deduzido das despesas de pessoal, dos encargos financeiros líquidos, das amortizações e das provisões de exploração. Os ativos líquidos são o capital próprio mais os fundos emprestados ao custo.
O custo do financiamento é definido como as despesas financeiras sobre os capitais alheios emprestados.
2. Utilizamos os dados da Central de Balanços Trimestral (CBT), em vez da Integrada (CBI), que tem dados mais representativos, porque os dados da CBI só abrangem o período até 2022, pelo que não mostram o impacto do aumento das taxas de juro que teve lugar em 2023. Os dados do CBT vão até ao primeiro trimestre de 2024. Comparámos, para o histórico disponível, a evolução das variáveis CBT e CBI consideradas e, embora existam diferenças de nível e volatilidade, as tendências são semelhantes em ambas as fontes.
3. Consideramos a média de 2020-2023 para captar tanto as quedas de rentabilidade observadas durante a pandemia de COVID como as recuperações subsequentes.
4. Assim, por exemplo, a diferença entre a rentabilidade e o custo de financiamento foi de 6,4 p.p. para o setor na média de 2015-2019. Na média de 2020-2023, o diferencial deteriorou-se em 2,6 pontos percentuais (barra cinzenta) para uma diferença média de 3,8 p.p.

lidade dos ativos agravou-se em comparação com o período prépandemia.[5]

É igualmente interessante investigar se as alterações na diferença entre a rentabilidade e o custo financeiro se devem a alterações na rentabilidade ou no custo financeiro. Para o efeito, o último gráfico reparte o diferencial em 2023 em relação à média entre 2015 e 2019 em função da evolução da rentabilidade (barras cinzentas) e da evolução do custo de financiamento (barras azuis).

No gráfico, verifica-se que o aumento do custo do financiamento explica mais de metade da diminuição do diferencial em 2023, em relação a 2015-2019, para a indústria transformadora e o setor dos transportes, e metade da diminuição para o setor do comércio e da hotelaria. É expetável que os diferenciais melhorem em 2024 e 2025, uma vez que o BCE continua a baixar as taxas de juro.

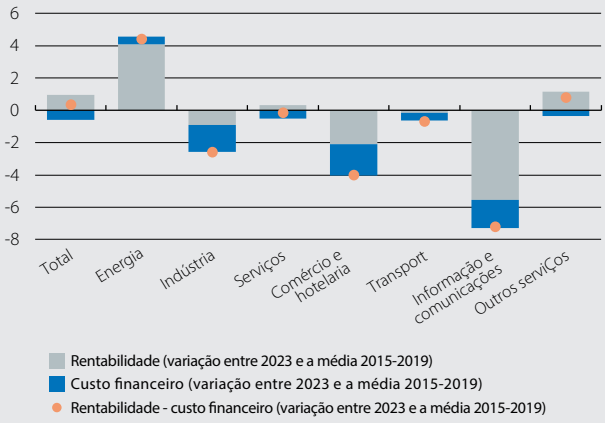
Conclusões

Na média dos anos 2020 e 2023, o diferencial entre a rentabilidade dos ativos e o custo de financiamento da economia no seu conjunto diminuiu apenas ligeiramente em comparação com a média de 2015-2019. Todavia, os setores mais intensivos em investimento em equipamento registaram uma redução mais significativa do diferencial entre a rentabilidade e os custos financeiros e, em alguns casos, como na indústria, sem sinais de recuperação. Esta degradação do diferencial deve-se tanto a uma diminuição da rentabilidade como a um aumento dos custos de financiamento, este último ligado ao ciclo de endurecimento da política monetária que o BCE iniciou em meados de 2022.

A degradação do diferencial entre a rentabilidade e o custo de financiamento pode estar a afetar negativamente as decisões de investimento das empresas, embora esperemos que este estreitamento seja, em certa medida, invertido nos próximos trimestres, à medida que as taxas de juro continuem a descer.

Espanha: variação do diferencial entre a rentabilidade ordinária dos ativos menos os custos financeiros (repartição)

(p. p.)



Fonte: *BPI Research, com base nos dados da Central de Balanços Trimestral (Banco de Espanha).*

5. A informação contida na CBT não permite desagregar o setor do comércio do setor da hotelaria e restauração. Os números podem também ser dominados pelo segmento do comércio, que, segundo os dados das Contas Nacionais, em 2022 pesava 70%, contra 30% para a hotelaria e restauração. Ainda de acordo com a CBI, em 2022, a diferença entre a rentabilidade e o custo do financiamento no setor do retalho e da hotelaria já tinha atingido o nível pré-pandémico de 2019.

Indicadores de atividade e emprego

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

	2022	2023	3T 2023	4T 2023	1T 2024	2T 2024	06/24	07/24	08/24
Indústria									
Índice de produção industrial	2,2	–1,2	–2,3	–0,9	–0,3	0,4	0,6	...	...
Indicador de confiança na indústria *(valor)*	–0,8	–6,5	–8,2	–8,1	–5,2	–5,5	–5,9	–4,4	–3,5
PMI das indústrias *(valor)*	51,0	48,0	47,3	45,9	50,7	52,8	52,3	51,0	50,5
Construção									
Licenças de novas construções *(acum. 12 meses)*	15,4	1,3	4,3	0,8	2,9	–	...	...	...
Compra e venda de habitações *(acum. 12 meses)*	29,0	0,1	–3,4	–9,2	–10,4	–9,5	–9,9	...	...
Preço da habitação	7,4	4,0	4,5	4,2	6,3	7,8	...	...	...
Serviços									
Turistas estrangeiros *(acum. 12 meses)*	129,8	18,9	21,9	18,9	15,8	14,3	14,3	13,7	...
PMI dos serviços *(valor)*	52,5	53,6	50,9	51,2	54,3	56,6	56,8	53,9	54,6
Consumo									
Vendas a retalho[1]	2,3	2,5	2,0	2,8	1,1	0,4	0,4	1,0	...
Matrículas de automóveis	–3,0	18,5	6,9	11,9	4,2	9,6	2,2	3,4	–6,5
Indicador de confiança dos consumidores *(valor)*	–26,5	–19,2	–16,1	–19,0	–17,2	–14,4	–14,2	–13,7	–15,2
Mercado de trabalho									
População empregada[2]	3,6	3,1	3,4	3,6	3,0	2,0	–	–	–
Taxa de desemprego (% da pop. ativa)	13,0	12,2	11,9	11,8	12,3	11,3	–	–	–
Inscritos na Segurança Social[3]	3,9	2,7	2,7	2,6	2,6	2,4	2,5	2,4	2,3
PIB	**5,8**	**2,5**	**1,9**	**2,2**	**2,6**	**2,9**	–	–	–

Preços

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

	2022	2023	3T 2023	4T 2023	1T 2024	2T 2024	06/24	07/24	08/24
Inflação global	8,4	3,6	2,8	3,3	3,1	3,5	3,4	2,8	2,2
Inflação subjacente	5,1	6,1	6,0	4,5	3,5	3,0	3,0	2,8	2,7

Setor externo

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

	2022	2023	3T 2023	4T 2023	1T 2024	2T 2024	06/24	07/24	08/24
Comércio de bens									
Exportações *(variação homóloga, acum. 12 meses)*	22,9	–1,4	4,5	–1,4	–6,9	–4,9	–4,9	...	...
Importações *(variação homóloga, acum. 12 meses)*	33,4	–7,2	–1,2	–7,2	–9,8	–7,1	–7,1	...	...
Saldo corrente	**8,2**	**37,7**	**35,8**	**37,7**	**39,2**	**44,0**	**44,0**	**...**	**...**
Bens e serviços	16,3	60,1	54,6	60,1	62,0	67,1	67,1	...	...
Rendimentos primários e secundários	–8,1	–22,4	–18,8	–22,4	–22,8	–23,1	–23,1	...	...
Capacidade (+) / Necessidade (–) de financiamento	**20,7**	**53,7**	**50,0**	**53,7**	**53,5**	**58,8**	**58,8**	**...**	**...**

Crédito e depósitos dos setores não financeiros[4]

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

	2022	2023	3T 2023	4T 2023	1T 2024	2T 2024	06/24	07/24	08/24
Depósitos									
Depósitos das famílias e empresas	4,9	0,6	–0,3	0,4	2,5	3,4	4,5	3,5	...
À vista e poupança	7,9	–4,5	–6,9	–7,6	–6,6	–4,0	–1,9	–2,6	...
A prazo e com pré-aviso	–19,6	52,2	69,8	90,2	104,4	77,4	68,0	58,6	...
Depósitos das Adm. Públicas	9,5	8,8	11,3	9,4	–1,5	–2,2	–4,1	6,3	...
TOTAL	**5,2**	**1,1**	**0,5**	**1,1**	**2,2**	**3,1**	**3,9**	**3,7**	**...**
Saldo vivo de crédito									
Setor privado	0,7	–2,5	–3,4	–3,7	–2,9	–1,9	–1,3	–1,1	...
Empresas não financeiras	0,9	–3,4	–4,6	–5,2	–4,0	–2,7	–1,8	–1,7	...
Famílias - habitações	1,0	–2,6	–3,4	–3,3	–2,8	–2,0	–1,5	–1,0	...
Famílias - outros fins	–0,6	–0,2	0,0	–0,5	–0,3	0,5	0,7	0,3	...
Administrações Públicas	0,2	–3,4	–4,6	–5,5	–2,9	–3,2	–2,7	–6,3	...
TOTAL	**0,7**	**–2,6**	**–3,4**	**–3,8**	**–2,9**	**–2,0**	**–1,4**	**–1,4**	**...**
Taxa de incumprimento (%)[5]	**3,5**	**3,5**	**3,5**	**3,6**	**3,6**	**3,5**	**3,4**	**...**	**...**

Notas: *1. Dado deflacionado e excluindo estações de serviço. 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, S&P Global PMI, Comissão Europeia, Departamento de Alfândegas e Impostos Especiais espanhol e Banco de Espanha.*