

A economia espanhola encara 2026 com otimismo

Apesar das dificuldades, a atividade e o emprego mostram um elevado dinamismo. Em 2025, a economia espanhola resistiu com êxito às tensões comerciais e geopolíticas do contexto mundial e cresceu 2,8%, um valor que é claramente melhor tanto à nossa previsão do início do ano, que era de 2,3%, como ao crescimento da Zona Euro, que se situou em 1,5%. O aumento do PIB baseou-se no dinamismo da procura interna, que contrariou a deterioração da procura externa devido à pressão das importações.

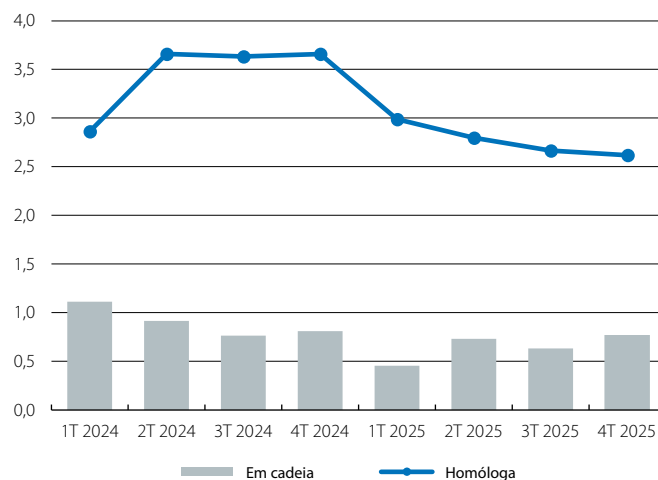
Esperamos que este ano a economia se mantenha dinâmica, com um crescimento superior à média da Zona Euro, apesar de persistir a incerteza geopolítica. A procura interna continuará a ser o principal motor do crescimento, impulsionada pelo aumento do consumo privado e do investimento, que beneficiará de condições de financiamento ainda favoráveis. O consumo será igualmente apoiado pela melhoria do rendimento disponível, num contexto de forte criação de emprego, de crescimento dos salários e de elevados fluxos migratórios, e pela sólida situação financeira das famílias, com a taxa de poupança a continuar a normalizar-se em relação aos atuais níveis elevados. Em matéria de investimento, as bases serão a aplicação dos fundos do NGEU, juntamente com a força da construção e a atração do investimento em novas tecnologias e ativos intangíveis.

O PIB espanhol surpreende pela positiva na reta final de 2025. O PIB cresceu 0,8% em cadeia no 4T 2025, face a 0,6% no 3T 2025, enquanto em termos homólogos o ritmo foi de 2,6%, apenas menos 1 décima de ponto percentual do que no trimestre anterior. Os últimos dados do PIB, melhores do que o previsto, implicam um ponto de partida mais elevado para 2026 e geram um efeito de arrastamento que nos levará a rever em alta a nossa previsão de crescimento para este ano, atualmente de 2,1%.

A procura interna foi o principal motor da economia no 4T 2025, contribuindo com 1,0 p. p. para o crescimento do PIB em cadeia: o consumo privado cresceu 1,0% e o investimento 2,2%, especialmente na construção, tanto residencial como não residencial, e sobretudo no material de transporte. Em contrapartida, a procura externa diminuiu 0,2 p. p. do crescimento em cadeia, em resultado do maior dinamismo das importações, que, impulsionadas pelo dinamismo da procura interna, cresceram 1,4%, face aos 0,8% registados pelas exportações. Entre estes últimos, a força das exportações de serviços contrasta com a estagnação das exportações de mercadorias, afetadas pelas tarifas e pela fraqueza dos nossos parceiros da Zona Euro.

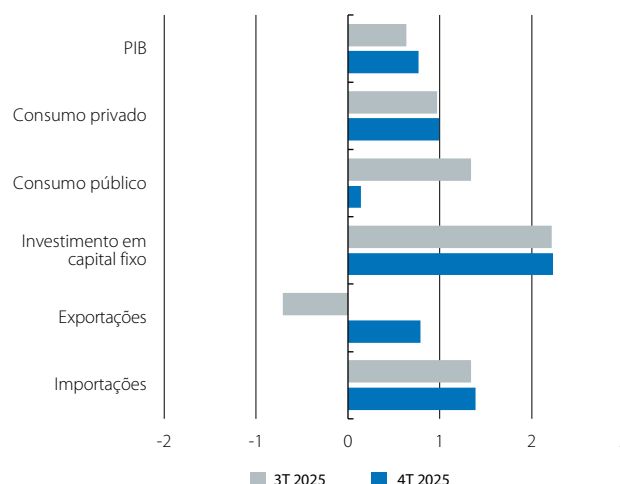
O mercado de trabalho fechou 2025 com uma força notável. Segundo o EPA (IFT espanhol) do 4T 2025, o número de pessoas empregadas aumentou em 76.200, o melhor valor para um 4T em quatro anos, ultrapassando largamente os registos de 2024 (34.900) e a média de 2014-2019 (28.300). Além disso, em termos corrigidos de sazonalidade, o crescimento foi de 0,9% em cadeia (0,5% anteriormente), o mais forte desde o 2T 2023. Por sua vez, a taxa de desemprego reduziu-se em 0,6 pontos percentuais, para 9,9%, sendo a primeira vez desde 2008 que fica abaixo de 10%. Assim, o ano de 2025 fechou com mais 605.400 empregados (+2,8% em termos homólogos), para um novo recorde de 22,46 milhões, e menos 118.400 desempregados (-4,6%).

Espanha: PIB Variação (%)



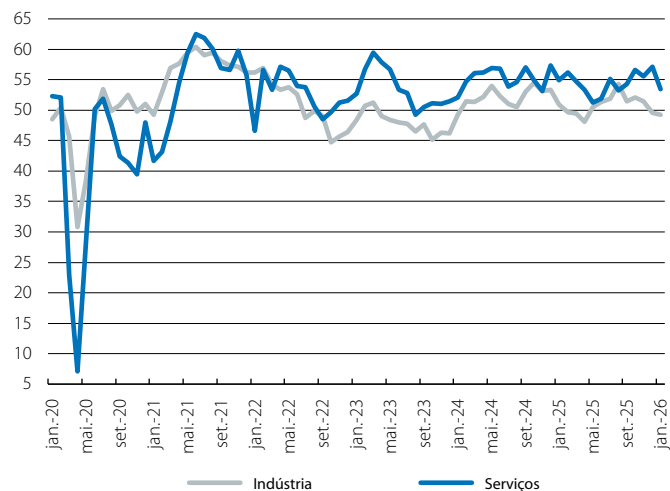
Fonte: BPI Research, a partir dos dados do INE de Espanha.

Espanha: componentes do PIB Variação em cadeia (%)



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 PMI.

Os primeiros indicadores de atividade disponíveis para 2026 apontam para uma contenção do crescimento.

Em primeiro lugar, como habitualmente, em janeiro, as inscrições na Segurança Social diminuíram 270.782 trabalhadores (-1,2%), uma descida um pouco mais acentuada do que em anos anteriores nesse mês (-1,1% em média em 2023-2025), enquanto em termos corrigidos de sazonalidade registou um aumento de 17.311, face a uma média mensal de 42.875 no 4T 2025. Quanto à oferta, os índices PMI de janeiro indicam uma moderação do crescimento: no caso do setor dos serviços, mantém-se na zona de expansão, acima dos 50 pontos, mas desce para 53,5 pontos, contra 57,1 pontos em dezembro. O índice da indústria transformadora situa-se em 49,2 pontos, ligeiramente abaixo do anterior recorde (49,6). Do lado do consumo, o Monitor do CaixaBank Research revela um abrandamento da atividade dos cartões espanhóis em janeiro, com um crescimento (até ao dia 21) de 3,4% em termos homólogos, contra 5,5% em dezembro.

A inflação começa o ano com um forte abrandamento, graças ao setor da energia.

Segundo o indicador avançado publicado pelo INE, a inflação global em janeiro prolongou a moderação dos meses anteriores e caiu 5 décimas de ponto percentual para 2,4%, a taxa mais baixa desde junho de 2025. A inflação subjacente (que exclui a energia e os produtos alimentares não transformados) manteve-se em 2,6%. A descida da inflação global explica-se principalmente pelos preços da eletricidade. Em janeiro deste ano, o efeito de base do IVA desaparece: em 2025, a eletricidade suportou um IVA de 21%, face aos 10% de 2024. Ora, quando se comparam dois meses com os mesmos 21% de IVA, esse efeito desvanece-se e faz baixar a inflação. Não obstante esta trajetória de moderação, a persistência da componente dos serviços sugere que a inflação em 2026 continuará a situar-se ligeiramente acima do objetivo de 2%.

Primeiros sinais de estabilização da procura de habitação.

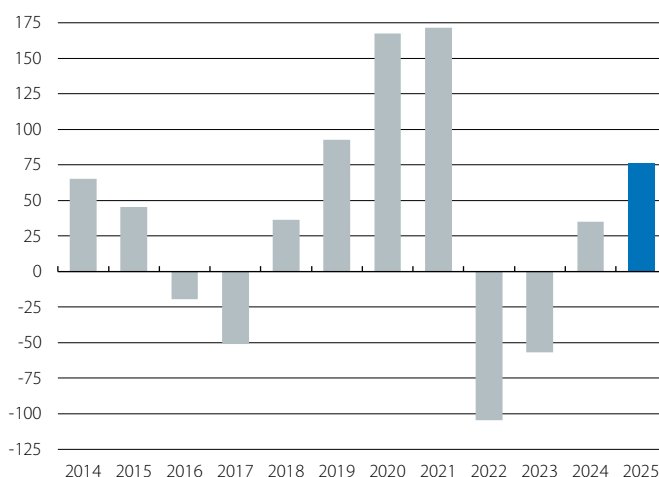
As transações imobiliárias voltaram a crescer em novembro (7,8% em termos homólogos), embora tenham sido modestas desde agosto, longe das taxas de dois dígitos registadas na primeira metade do ano. De qualquer forma, o nível de atividade em 2025 continua muito elevado, com 660.000 transações imobiliárias concluídas entre janeiro e novembro, o que representa um aumento de 12% em relação ao ano anterior. No entanto, a oferta de novas habitações está ainda longe de responder a esta forte procura: foram aprovadas 127.400 novas licenças de construção no mesmo período, mais 7,4% do que no mesmo período do ano anterior, mas insuficientes para absorver as novas habitações (220.000 em termos acumulados para os quatro trimestres até ao 3T 2025). Este desfazamento entre a oferta e a procura continuará a exercer uma pressão no sentido da subida dos preços da habitação a curto e médio prazo.

O excedente da balança corrente mantém-se em níveis elevados graças aos serviços.

O saldo da balança corrente em 2025, com dados relativos aos 12 meses anteriores a novembro, revelou um excedente de 2,9% do PIB, ligeiramente abaixo do pico histórico de 3,2% em 2024. Por um lado, o défice comercial aumentou para 2,8% do PIB (2,1% em 2024), devido à deterioração da balança de bens não energéticos, num contexto de forte atração das importações para satisfazer uma procura interna dinâmica. Em contrapartida, a balança de serviços continua a registar elevados excedentes, tanto não turísticos (2,3% do PIB vs. 2,0% em 2024) como turísticos (4,2% do PIB vs. 4,3%).

Espanha: população ativa

Variação trimestral no 4T (em milhares)



Fonte: BPI Research, a partir dos dados do INE de Espanha (Inquérito à População Ativa, EPA).

Espanha: IPC

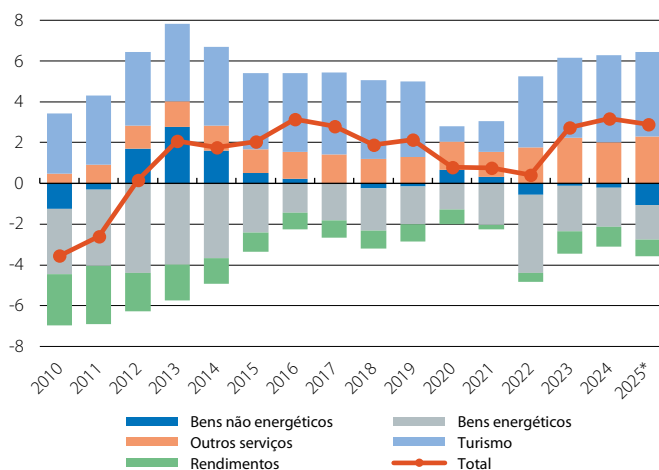
Variação homóloga (%)



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

Espanha: balança corrente

(% do PIB)



Nota: * Dados acumulados para os 12 meses até novembro. Dados sobre bens de acordo com a classificação SITC.

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

Necessidades de financiamento do Estado em 2026: elevadas mas absorvíveis devido à forte procura

Em 2026, Espanha continua a ter necessidades de financiamento elevadas, embora num contexto orçamental relativamente mais favorável do que os seus principais pares europeus. Não obstante a redução do défice e da dívida pública em percentagem do PIB, os elevados níveis nominais e um volume de maturidades semelhante ao de 2025 fazem com que as necessidades de financiamento se mantenham em níveis comparáveis aos dos últimos anos. Neste contexto, a forte procura de dívida pública, especialmente por parte de investidores não residentes, sugere uma absorção ordenada do volume de emissões.

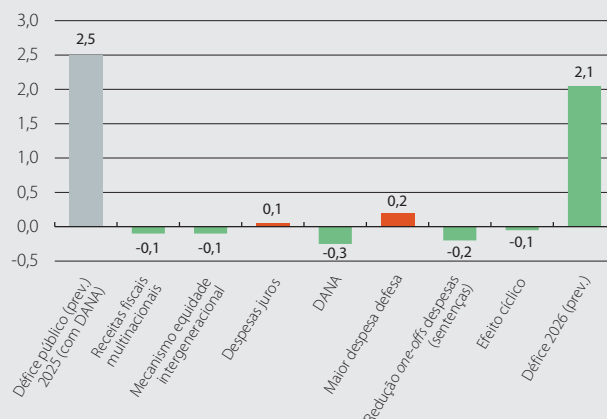
Estima-se que o défice público diminua de 2,5% em 2025 para 2,1% do PIB em 2026,¹ graças, entre outros fatores, a uma redução das despesas extraordinárias –como o apoio à DANA e os pagamentos judiciais (ambos a representar cerca de 0,5% do PIB em 2025)–² e ao dinamismo económico, embora o aumento das despesas com a defesa compense parcialmente estes fatores. Isto colocará Espanha numa situação orçamental melhor do que a França (défice orçamental de 4,9% do PIB em 2026, de acordo com a Comissão Europeia) ou a Itália (2,8%).

Prevê-se que as receitas públicas cresçam mais de 5% em termos homólogos,³ um pouco acima do PIB nominal, enquanto o crescimento das despesas líquidas calculáveis⁴ deverá ser ligeiramente superior a 4,0%, acima do objetivo de 3,7% acordado com a Comissão Europeia, o que implicaria, de acordo com as estimativas da própria Comissão, um desvio de 0,3% do PIB, mesmo no limite do tolerável, pelo que não constituiria uma violação formal da trajetória orçamental acordada e não daria origem à ativação de um aviso prévio (*early warning*).⁵

1. A AIReF é ainda mais otimista e aponta para 2,0%.
2. Estimativas do «Relatório Anual de Progresso 2025», Ministério da Economia.
3. Ver «Relatório sobre os projetos e as linhas fundamentais dos orçamentos das administrações públicas para 2026», publicado em novembro pela AIReF.
4. As despesas líquidas elegíveis, relevantes para as regras orçamentais europeias, incluem as despesas públicas líquidas de despesas com juros, medidas discricionárias em matéria de receitas, despesas com programas da UE totalmente compensadas por receitas provenientes de fundos da UE, despesas nacionais com o cofinanciamento de programas financiados pela UE, elementos cíclicos das despesas com subsídios de desemprego e medidas pontuais e outras medidas temporárias. Também não inclui as despesas associadas à DANA.
5. No novo quadro orçamental europeu, a ativação de mecanismos de correção mais exigentes não depende de desvios pontuais, mas da sua persistência e acumulação ao longo do tempo. Concretamente, as regras centram-se na identificação do incumprimento sustentado da trajetória de despesas acordada, avaliado através de uma conta de controlo cumulativa, bem como na ausência de medidas corretivas credíveis. Deste modo, um desvio pontual pode dar lugar a um *early warning*, mas o que é determinante para a escalabilidade do procedimento é a sua persistência e a ausência de correção. No total, a conta de controlo (considerando os desvios para o período 2024-2026) apresentaria um desvio de 0,2 % do PIB em 2026, muito abaixo do limiar máximo de 0,6 %. Este resultado é corroborado pelo facto de, em 2024, o crescimento líquido das despesas primárias ser bastante inferior ao objetivo, com uma margem de cerca de 0,4% do PIB.

Défice público

(% do PIB)



Fonte: BPI Research.

Espanha: necessidades de financiamento do Estado

(Milhares de milhões de euros)



Nota: * Os valores dos reembolsos não incluem as letras.

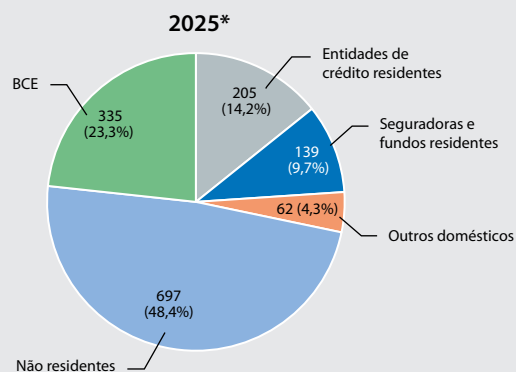
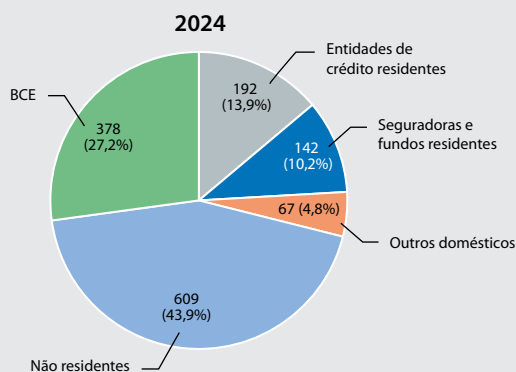
Fonte: BPI Research, a partir de dados da Secretaria Geral do Tesouro.

Apesar de o défice público continuar a diminuir, as necessidades de financiamento do Estado manter-se-ão relativamente elevadas e em linha com as de 2025. Em particular, em 2026, o Estado prevê uma emissão líquida de 55.000 milhões de euros, coberta principalmente por instrumentos de médio e longo prazo; 50.000 milhões com esses instrumentos e os restantes 5.000 milhões com Bilhetes do Tesouro. Este valor é muito semelhante aos de 54.775 milhões em 2025 e 55.034 milhões em 2024, mas inferior em 10.000 milhões ao de 2023. A emissão bruta de dívida de médio e longo prazo, que adiciona os reembolsos à emissão líquida, será de 176.514 milhões de euros, mais 5.600 milhões de euros do que em 2025, e incluirá um reembolso planeado do MEE de 3.643 milhões de euros.

O apoio internacional e uma procura forte serão cruciais. O BCE continuará a não reinvestir as amortizações, o que

Espanha: detenções de dívida pública (bilhetes, obrigações e títulos de dívida)

(Milhares de milhões de euros e estrutura em %)

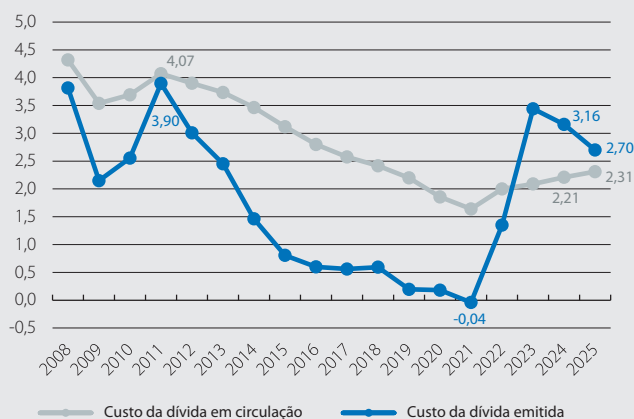
**Nota:** * Dados de outubro de 2025.**Fonte:** BPI Research, a partir de dados da Secretaria Geral do Tesouro.

reforça a importância da atratividade da dívida espanhola num contexto de taxas mais elevadas do que em 2016-2022. O papel reduzido do BCE está a ser mais do que compensado pelos não residentes; nos primeiros 10 meses de 2025, os investidores não residentes aumentaram as suas posições em obrigações e outros títulos (excluindo os Bilhetes do Tesouro) em 74.300 milhões de euros, muito acima da média histórica (+19.200 milhões de euros de aumento anual médio das suas posições no período de 2003-2023), elevando a sua participação nas detenções de dívida pública de médio e longo prazo para 48,9%, face a 44,9% no final de 2024. Paralelamente, os investidores nacionais de retalho reduziram as suas posições em títulos do Tesouro em 5.800 milhões desde o final de 2024, uma tendência coerente com os cortes das taxas do BCE (embora as suas posições sejam 18.000 milhões mais elevadas do que no final de 2022, no período que antecedeu as subidas das taxas após o choque energético), mas mais do que compensada por um aumento de 11.000 milhões nas compras de títulos por não residentes. Globalmente, os investidores nacionais representam 28,3% do saldo da dívida pública, ligeiramente abaixo dos 28,9% registados no final de 2024, mas acima dos 26,3% registados em 2022.

O custo médio da nova dívida emitida pelo Estado em 2025 situou-se em 2,70%, o que representa uma redução de 46 p. b. face a 2024, em consonância com a descida das taxas de juro. O custo médio da dívida remanescente manteve-se contido e terminou 2025 em 2,31%, apenas 10 p. b. acima do nível de 2024. Este nível, no entanto, é ainda superior ao mínimo histórico atingido em 2021 (1,64%) e reflete um fenómeno fundamental: embora as taxas de emissão tenham diminuído em relação a 2024, continuam a ser superiores ao custo médio acumulado, o que conduz a uma recuperação gradual do custo médio. O prazo médio de vencimento mantém-se estável em cerca de oito anos, com prazos

Espanha: custo da dívida do Estado

(%)

**Fonte:** BPI Research, a partir de dados da Secretaria Geral do Tesouro.

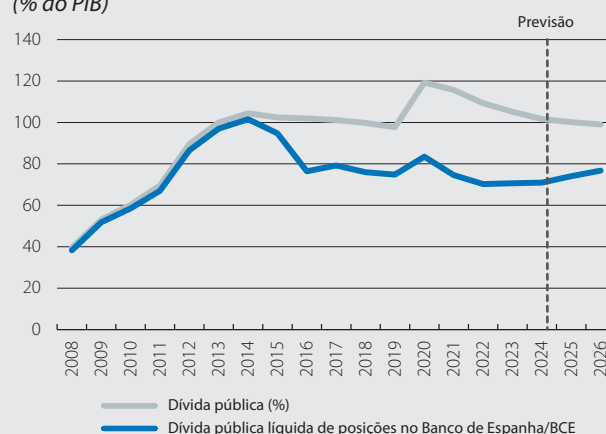
de vencimento bem distribuídos e baixo risco de refinanciamento (13% a um ano).⁶ Por último, estimamos que os pagamentos de juros para o conjunto das administrações públicas, tendo em conta as expectativas do mercado, poderão atingir 2,5% do PIB em 2026, uma décima de ponto percentual mais elevado do que em 2025, embora muito abaixo do nível de 2014 (3,5% do PIB). Este ligeiro aumento explica-se pela renovação do *stock* da dívida: as emissões antigas são reembolsadas a taxas mais baixas do que as atuais.

Relativamente ao *stock* da dívida pública, esperamos que a dívida pública se situe em cerca de 99% do PIB no final deste ano, ainda mais de 1 ponto percentual acima do nível de 2019. Calculamos que 22,5% do total estará sob controlo do BCE, deixando 77,5% do total nas mãos de outros investidores. Consequentemente, a dívida líquida das participações do banco central será de cerca de 76,7% do PIB, em comparação com níveis muito mais elevados no passado, como 101,6% em 2014.

6. Ver «Observatório da Dívida» da AIReF, de dezembro de 2025.

Em suma, Espanha enfrenta 2026 com necessidades de financiamento elevadas mas totalmente absorvíveis no atual contexto de mercado, apoiadas por uma sólida base de investimento. Contudo, para além do curto prazo, o principal desafio reside na credibilidade da trajetória orçamental a médio prazo. O aumento estrutural das despesas públicas, nomeadamente no domínio da defesa e das despesas ligadas ao envelhecimento demográfico, e a plena aplicação das novas regras orçamentais europeias exigem uma estratégia de consolidação orçamental credível, gradual e sustentada, a fim de garantir a estabilidade das finanças públicas para além de 2026.⁷

Espanha: dívida pública (% do PIB)



Fonte: BPI Research, com base em dados do Banco de Espanha, do BCE e em previsões próprias.

7. Ver nota de rodapé 3.

Indicadores de atividade e emprego

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

	2024	2025	1T 2025	2T 2025	3T 2025	4T 2025	11/25	12/25	01/26
Indústria									
Índice de produção industrial	0,4	...	-0,8	1,5	2,6	...	4,5	...	...
Indicador de confiança na indústria (valor)	-4,9	-4,8	-5,0	-5,4	-5,0	-3,8	-3,5	-3,5	-2,4
PMI das indústrias (valor)	52,2	50,9	50,0	50,0	52,6	51,1	51,5	49,6	49,2
Construção									
Licenças de novas construções (acum. 12 meses)	16,7	...	20,1	14,8	7,9	...	7,7	...	...
Compra e venda de habitações (acum. 12 meses)	9,7	...	17,0	22,9	18,7	...	13,3	...	...
Preço da habitação	8,4	...	12,2	12,7	12,8	...	...	...	...
Serviços									
Turistas estrangeiros (acum. 12 meses)	10,1	3,2	8,1	6,3	4,3	3,2	3,2	3,2	...
PMI dos serviços (valor)	55,3	54,5	55,3	52,2	54,2	56,4	55,6	57,1	53,5
Consumo									
Vendas a retalho ¹	1,8	4,3	3,4	5,1	4,5	4,3	6,0	2,9	...
Matrículas de automóveis	7,2	12,9	14,0	13,7	16,9	8,0	12,9	-2,2	1,1
Indicador do sentimento económico (valor)	103,1	103,1	103,3	102,1	102,7	104,4	104,9	104,5	106,2
Mercado de trabalho									
População empregada ²	2,2	2,6	2,4	2,7	2,6	2,8	...	...	...
Taxa de desemprego (% da pop. ativa)	11,3	10,5	11,4	10,3	10,5	9,9	...	...	...
Inscritos na Segurança Social ³	2,4	2,3	2,3	2,2	2,3	2,4	2,5	2,4	2,3
PIB	3,5	2,8	3,0	2,8	2,7	2,6	...	...	...

Preços

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

	2024	2025	1T 2025	2T 2025	3T 2025	4T 2025	11/25	12/25	01/26
Inflação global	2,8	2,7	2,7	2,2	2,8	3,0	3,0	2,9	2,4
Inflação subjacente	2,9	2,3	2,2	2,3	2,4	2,6	2,6	2,6	2,6

Setor externo

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

	2024	2025	1T 2025	2T 2025	3T 2025	4T 2025	11/25	12/25	01/26
Comércio de bens									
Exportações (variação homóloga, acum. 12 meses)	0,2	...	3,3	2,0	0,8	...	0,8	...	...
Importações (variação homóloga, acum. 12 meses)	0,1	...	4,2	4,1	4,6	...	4,5	...	...
Saldo corrente	50,7	...	47,8	48,6	48,7	...	48,7	...	...
Bens e serviços	66,3	...	63,5	63,7	62,1	...	62,1	...	...
Rendimentos primários e secundários	-15,7	...	-15,7	-15,1	-13,4	...	-13,4	...	...
Capacidade (+) / Necessidade (-) de financiamento	68,7	...	66,6	67,6	67,1	...	67,4	...	...

Crédito e depósitos dos setores não financeiros⁴

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

	2024	2025	1T 2025	2T 2025	3T 2025	4T 2025	11/25	12/25	01/26
Depósitos									
Depósitos das famílias e empresas	5,1	4,7	4,6	3,9	4,9	4,7	4,7	4,7	...
À ordem e poupança	2,0	6,6	3,1	5,0	7,2	6,6	7,0	6,6	...
A prazo e com pré-aviso	23,5	-4,5	12,6	-1,5	-6,6	-4,5	-6,6	-4,5	...
Depósitos das Adm. Públicas ⁵	23,1	4,9	24,4	25,5	7,2	4,9	1,4	4,9	...
TOTAL	6,3	4,8	5,9	5,4	5,1	4,8	4,4	4,8	...
Saldo vivo de crédito									
Setor privado	0,7	3,4	1,7	2,6	2,8	3,4	3,1	3,4	...
Empresas não financeiras	0,4	2,9	1,6	2,5	2,3	2,9	2,5	2,9	...
Famílias - habitação	0,3	3,5	1,4	2,3	2,9	3,5	3,1	3,5	...
Famílias - outros fins	2,3	4,5	3,1	-261,4	-278,2	4,5	4,5	4,5	...
Administrações Públicas	-2,6	10,7	-0,3	5,3	12,9	10,7	12,3	10,7	...
TOTAL	0,5	3,9	1,6	2,7	3,4	3,9	3,7	3,9	...
Taxa de incumprimento (%)⁶	3,3	...	3,2	3,0	2,9	...	2,8	...	...

Notas: 1. Sem estações de serviço e esvaziado. 2. EPA. 3. Dados médios mensais. 4. Dados agregados do setor bancário espanhol e residentes em Espanha. 5. Depósitos públicos, excluindo acordos de recompra. 6. Dados de fim de 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.