

A economia espanhola resiste

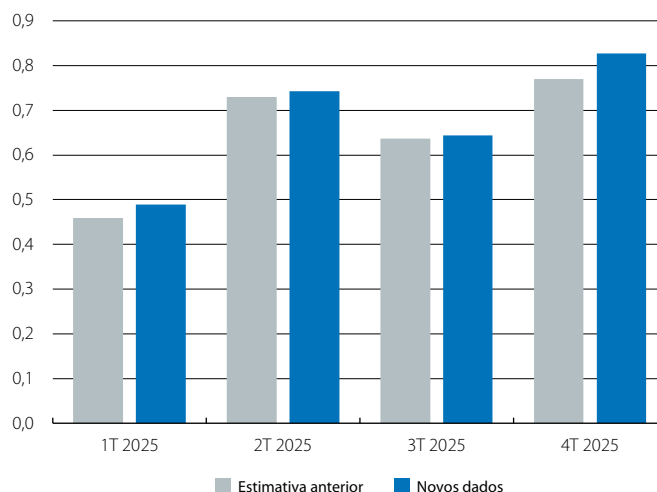
A instabilidade geopolítica complica o cenário macroeconómico. O complexo contexto internacional dos últimos anos foi novamente abalado pela guerra no Médio Oriente, acentuando os riscos de revisão em baixa do nosso cenário, sobretudo devido ao aumento dos preços da energia. Embora ainda seja cedo para avaliar o seu impacto na economia, dada a elevada incerteza quanto à sua duração e alcance, Espanha enfrenta a situação a partir de uma posição relativamente favorável: a economia mostrou uma dinâmica muito robusta no final de 2025, o que nos levou a rever em alta a previsão de crescimento do PIB para 2026 para 2,4% em fevereiro, antes do início do conflito. Além disso, os indicadores de atividade do 1T mantiveram-se robustos. Adicionalmente, a redução do défice público e do endividamento externo nos últimos anos tem sido um fator diferencial em relação a crises anteriores.

No BPI Research, estimamos que, se o aumento dos custos energéticos for temporário e moderado, em linha com o que os futuros do petróleo e do gás apontavam em março, as previsões de crescimento da economia espanhola apenas se reduziram em algumas décimas. Mesmo assim, o impacto não seria homogêneo em toda a economia, sendo os setores mais afetados a indústria de energia intensiva, os transportes e o agroalimentar. O efeito seria menor do que na Zona Euro, dada a menor dependência de Espanha dos fluxos energéticos provenientes do Médio Oriente (cerca de 5% do petróleo e menos de 2% do gás natural liquefeito que chega a Espanha passa pelo Estreito de Ormuz) e o maior peso das energias renováveis no cabaz energético. Para atenuar os efeitos da crise, o Governo aprovou um pacote de medidas no valor de cerca de 5.000 milhões de euros, que inclui reduções de impostos sobre a produção de combustíveis, gás e eletricidade, bem como ajudas diretas a empresas e famílias (ver o Focus «A crise no Irão: em que medida pode afetar a economia espanhola», neste relatório). Em qualquer caso, será necessário acompanhar de perto a evolução do conflito, a rapidez ou o prolongamento da guerra e, sobretudo, a gravidade dos danos causados às infraestruturas energéticas.

Os indicadores de atividade apontam para um crescimento dinâmico no 1T. As condições meteorológicas adversas e as perturbações no tráfego ferroviário dificultaram a atividade no início do ano, mas têm vindo a acelerar para fechar um trimestre dinâmico. Quanto ao setor dos serviços, o PMI recuperou em março para 53,3, compensando grande parte da descida registada em fevereiro: está 3,5 pontos abaixo do registo do trimestre anterior, mas aponta para um crescimento ainda notável do setor (acima da marca dos 50 pontos de expansão). O PMI da indústria transformadora diminuiu 1,8 pontos na média do 1T, em comparação com o 4T 2024, para 49,3 pontos, antecipando uma possível desaceleração do setor industrial, impulsionada pela crescente incerteza. No que respeita ao consumo, as vendas a retalho excluindo estações de serviço, em volume e corrigidas de sazonalidade, caíram 0,4% em janeiro-fevereiro em comparação com a média do 4T 2025, a primeira queda desde o 1T 2023. Contudo, o Monitor do Consumo do CaixaBank Research, com dados para o conjunto do trimestre, registou um crescimento homólogo de

Espanha: PIB

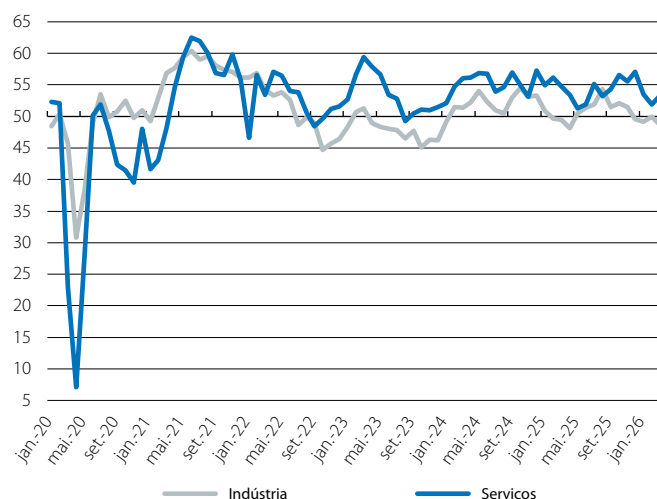
Varição em cadeia (%)



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

Espanha: PMI

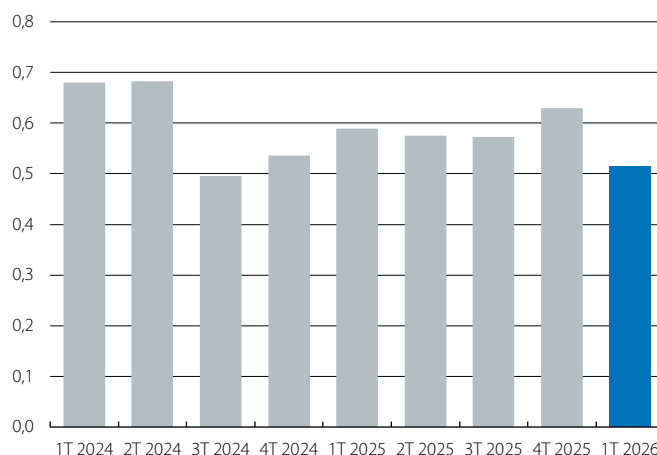
Nível



Fonte: BPI Research, a partir de dados da S&P Global PMI.

Espanha: inscritos na Segurança Social

Varição em cadeia (%)



Nota: Série ajustada de sazonalidade.

Fonte: BPI Research, com base em dados do Ministério da Inclusão, Segurança Social e Migrações.

3,5%, abaixo dos 4,6% do trimestre anterior, embora o perfil mensal seja muito revelador: em janeiro cresceu uns expressivos 4,0%; em fevereiro caiu para 1,8%, em grande parte devido ao clima adverso na primeira metade do mês; e, em março, voltou a subir para 4,7%. De um modo geral, os indicadores disponíveis sugerem um crescimento do PIB no 1T de cerca de 0,4%-0,5% em cadeia.

O emprego mantém-se robusto em março. Os inscritos na Segurança Social aumentaram em março 211.511 pessoas (0,98% em termos mensais), um pouco mais do que o habitual para este mês nos últimos anos (0,91% em média em 2023-2025). No 1T como um todo, as inscrições na Segurança Social corrigidas de sazonalidade abrandaram ligeiramente em 0,1 p. p. para 0,5% em cadeia.

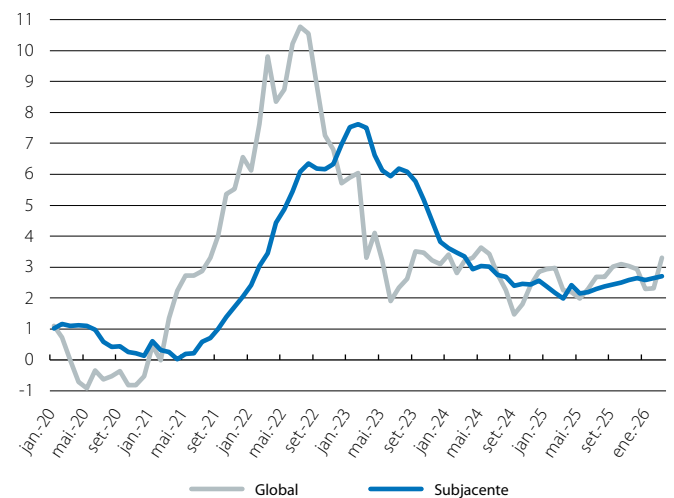
O impacto do conflito no Médio Oriente e das medidas tomadas pelo Governo é mais visível na subida da inflação. Segundo a estimativa rápida do IPC, a inflação global situou-se em 3,3% em março, 1 p. p. acima do mês anterior. No entanto, a recuperação teria sido ainda mais forte sem as medidas tomadas pelo Governo, aproximando-se dos 4,0%. A inflação subjacente, que exclui os preços da energia, manteve-se em 2,7%, mas se o conflito se arrastar e as pressões sobre os custos da energia persistirem, poderá também ser afetada. A recuperação dos preços da energia introduz riscos de subida nas nossas previsões de inflação. O cenário prevê uma inflação de 2,4% para o conjunto do ano, mas esta poderá rondar os 3% se os preços do petróleo e do gás evoluírem de acordo com o que os mercados de futuros esperavam em março, embora a trégua recentemente anunciada, se consolidada, possa moderar a extensão da retoma.

A redução do défice público dos últimos anos ajuda a enfrentar o novo choque. O défice das administrações públicas situou-se em 40.330 milhões de euros em 2025 (2,4% do PIB), menos 8 décimas do que no ano anterior e o melhor registo desde 2007. Consequentemente, o défice melhorou em 1 décima em relação ao objetivo do Governo. Se excluirmos o impacto orçamental da DANA, que não é contabilizado de acordo com as regras orçamentais europeias, o défice passa de 2,9% para 2,2%.

O endividamento externo permanece relativamente baixo e constitui outro fator de diferenciação em relação a crises anteriores. O défice da posição de investimento internacional líquida (PIIL, o saldo de ativos e passivos financeiros face ao resto do mundo) cresceu 3,8 p. p. em 2025 para 44,8% do PIB, mas mantém-se num nível baixo face aos anos anteriores (-83,6% em média em 2014-2019) e longe do pico histórico de 2009 (-97,2%). A deterioração resultou exclusivamente de um efeito de valorização negativo, ligado aos preços e às taxas de câmbio (a revalorização e a apreciação do euro tiveram um impacto no passivo superior ao do ativo), enquanto as operações financeiras líquidas foram positivas (o ativo aumentou mais do que o passivo). A dívida externa bruta (saldo dos passivos que geram obrigações de pagamento futuras) cresceu ligeiramente para 163,6% do PIB (162,9% em 2024), embora permaneça abaixo do nível de 2019 (168,6%).

Espanha: IPC

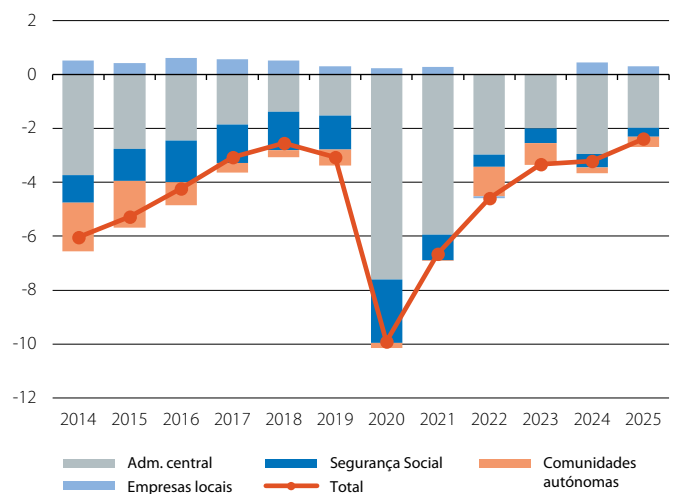
Variación homóloga (%)



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

Espanha: saldo das administrações públicas

(% do PIB)

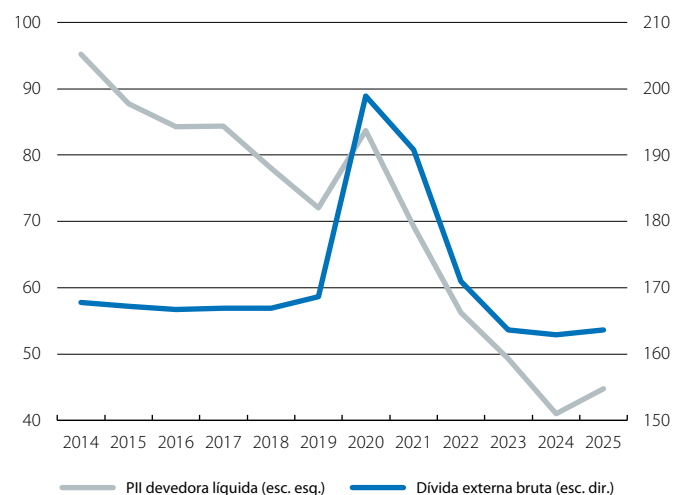


Fonte: BPI Research, a partir dos dados do Ministério das Finanças espanhol.

Espanha: PII devedora e dívida externa bruta

(% do PIB)

(% do PIB)



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

Espanha perante o novo choque energético: uma comparação com a Europa

A recente escalada do conflito no Golfo Pérsico, com a eclosão da guerra no Irão, voltou a colocar a energia no centro da agenda económica mundial. Embora a extensão e a duração do conflito permaneçam incertas, os mercados, especialmente os mercados do petróleo e do gás natural, reagiram rapidamente. Neste contexto, analisamos a posição da economia espanhola face a este novo choque energético.

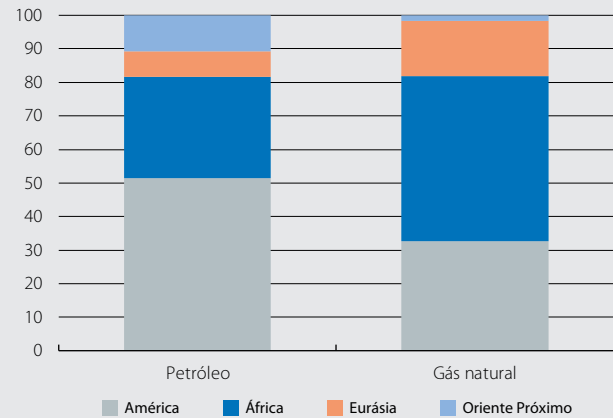
Na perspetiva do aprovisionamento, um dos principais pontos fortes de Espanha é a sua baixa exposição direta ao Golfo Pérsico. Aproximadamente 10% do petróleo importado provém da região (principalmente da Arábia Saudita e do Iraque), enquanto no caso do gás natural esta percentagem é inferior a 2%, sendo a principal fonte o Qatar. Esta dependência limitada reduz o risco de interrupções físicas no fornecimento. Contudo, a natureza global destes mercados implica que um aumento sustentado das tensões geopolíticas se repercute nos preços, independentemente da origem das importações.

Comparativamente à UE no seu conjunto, Espanha está um pouco menos exposta ao Golfo Pérsico, mas depende mais da Argélia e da Nigéria para as importações de petróleo e de gás, bem como dos EUA para as importações de gás. A parte do gás argelino nas importações constitui uma vantagem comparativa, uma vez que é transportado principalmente por gasoduto. Este tipo de fornecimento é menos suscetível de ser redirecionado para outros mercados e, por conseguinte, tende a ser mais estável do que o gás natural liquefeito (GNL). Além disso, esta menor capacidade de redirecionamento, aliada à ausência de custos associados à liquefação e regaseificação, tende a traduzir-se num preço inferior ao do GNL.

Outro fator estrutural relevante é a melhoria acumulada da eficiência energética da economia espanhola. A intensidade energética, medida como a quantidade de energia necessária para gerar 1.000 euros de PIB a preços constantes, foi reduzida em cerca de um terço desde o início do século. Esta evolução contribui para amortecer o impacto macroeconómico do aumento dos preços da energia, limitando o aumento dos custos de produção e, em última análise, dos preços finais. Apesar destes elementos favoráveis, a principal fraqueza de Espanha continua a ser a sua grande dependência da energia estrangeira: 70% das suas necessidades energéticas têm de ser cobertas por importações, uma taxa que é apenas 5 p. p. inferior à do início do século.

No que respeita à intensidade energética, Espanha situa-se em níveis muito semelhantes à média europeia. As diferenças significativas podem ser observadas na dependência energética total, que é mais elevada em Espanha do que no resto da Europa. Tal como se pode ver no quarto gráfico, Espanha cobre as suas necessidades energéticas

Espanha: importações de petróleo e gás natural (% sobre o total)

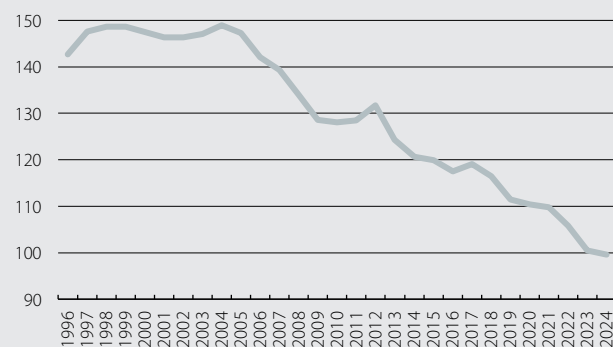


Notas: Dados de 2025. Percentagem do total em volumes.

Fonte: BPI Research, com base em dados CORES.

Espanha: intensidade energética

(Unidades de energia por 1.000 euros de PIB a preços constantes)

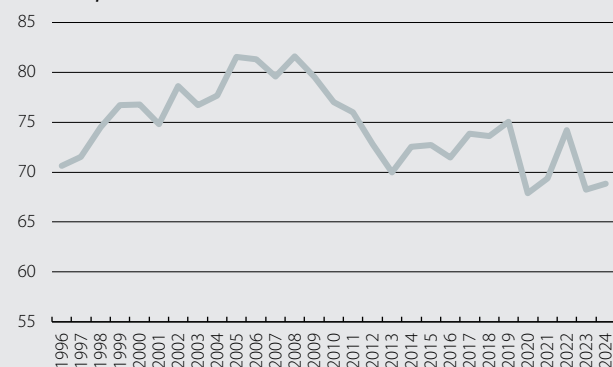


Notas: Energia medida em quilogramas equivalentes de petróleo. O numerador corresponde à energia bruta disponível (produção primária, recuperação e reciclagem, importações líquidas e variação de existências).

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

Espanha: dependência energética

Importações líquidas de energia em percentagem da energia bruta disponível (%)



Nota: A energia bruta disponível inclui a produção primária, a recuperação e a reciclagem, as importações líquidas e as variações de existências.

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

em maior medida com produtos petrolíferos importados, enquanto no resto da Europa estas são cobertas em maior medida com carvão, cujas reservas são significativas no continente, especialmente na Alemanha e na Polónia.¹

O mercado elétrico: a exceção ibérica

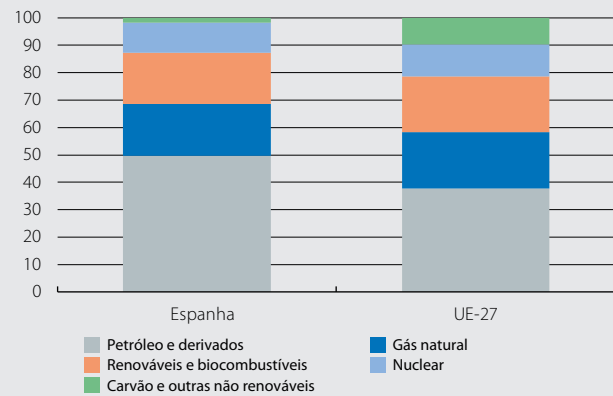
O mercado grossista da eletricidade é um dos principais pontos fortes da economia espanhola em termos energéticos, em comparação com o resto da Europa. Ao contrário do petróleo ou do gás, o mercado elétrico europeu é menos homogéneo, pelo que os choques externos não se repercutem da mesma forma em todos os países.² Apesar do stress energético, o preço grossista da eletricidade na península baixou em março em termos homólogos, ao contrário de outros países europeus, situando-se também em níveis claramente inferiores aos observados no Norte da Europa (ver quinto gráfico).³

Este comportamento deve-se principalmente ao maior peso das energias renováveis na produção de eletricidade na península. O mercado elétrico europeu funciona segundo um sistema marginalista, em que o preço é determinado pela tecnologia necessária para cobrir a última unidade de procura. O facto de estar mais presente na economia espanhola significa que há mais intervalos de tempo durante o dia em que se torna a energia marginal. Como as energias renováveis têm custos marginais muito baixos, especialmente em comparação com os ciclos combinados de gás natural, este facto tende a reduzir o preço.⁴

Globalmente, embora a guerra no Irão introduza uma nova fonte de tensão nos mercados internacionais da energia, a exposição direta limitada ao Golfo Pérsico, os avanços na eficiência energética e as vantagens no mercado elétrico colocam a economia espanhola numa boa posição para absorver o choque. No entanto, a elevada dependência energética externa continua a ser uma fonte de vulnerabilidade. Este equilíbrio indica que, embora Espanha ainda esteja exposta a um choque de preços, tem certos elementos estruturais que podem atenuar o seu impacto em comparação com episódios recentes.

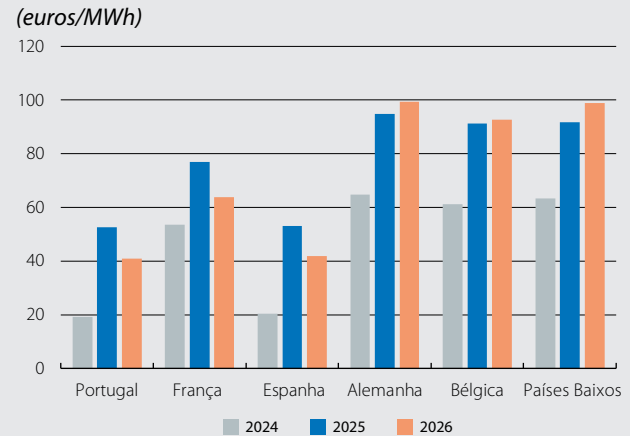
1. Pode ser surpreendente que o peso agregado das energias renováveis e dos biocombustíveis na energia bruta disponível não seja mais elevado em Espanha, dada a sua vantagem relativa na produção de eletricidade. Esta discrepância aparente explica-se pelo facto de a produção de eletricidade ser apenas uma parte do sistema energético total, enquanto outras utilizações, como os transportes, continuam a ser altamente dependentes dos produtos petrolíferos.
2. Importa notar que o preço final que os consumidores pagam pela eletricidade incorpora vários custos fixos (tarifas de acesso, encargos, impostos) que aumentam significativamente a fatura, pelo que o mercado elétrico espanhol constitui uma vantagem comparativa principalmente para as empresas com utilização intensiva de eletricidade. A CNMC estima que o peso destes custos para os consumidores domésticos é de cerca de dois terços da fatura, enquanto para os consumidores industriais é inferior a metade.
3. Devido à forte sazonalidade dos preços da eletricidade, a comparação mês a mês não é informativa.
4. Por outro lado, mesmo quando os ciclos combinados fazem subir o preço da eletricidade, a posição relativamente vantajosa no fornecimento de gás limita o aumento dos custos em comparação com outros países.

Fontes de energia
(% da energia bruta disponível)



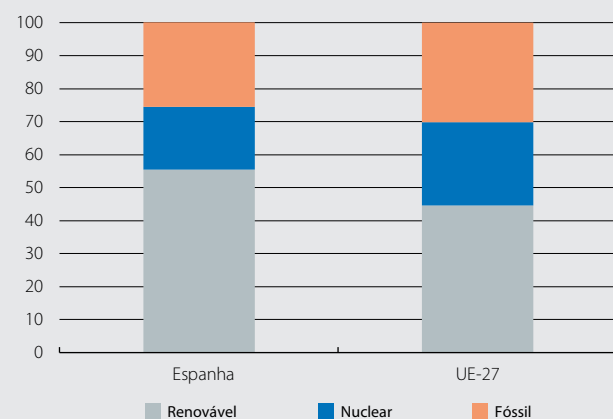
Notas: Dados de 2024. A energia bruta disponível inclui a produção primária, a recuperação e a reciclagem, as importações líquidas e as variações de existências.
Fonte: BPI Research, a partir dos dados do Eurostat.

Preços da eletricidade no mercado grossista em março
(euros/MWh)



Fonte: BPI Research, com base nos dados do ESIOS-REE.

Estrutura da produção de eletricidade
(%)



Nota: Dados médios para 2025.
Fonte: BPI Research, com base em dados da Red Eléctrica de España.

A crise no Irão: em que medida pode afetar a economia espanhola

A guerra no Médio Oriente poderá gerar um novo choque económico mundial que afetará também a economia espanhola. Neste artigo, analisamos os três principais canais através dos quais poderá ter um impacto: o primeiro é a inflação, através do aumento dos preços da energia, de outros produtos provenientes do Golfo Pérsico e do aumento dos custos de transporte; o segundo é a procura externa, se o conflito abrandar o crescimento dos parceiros comerciais; e o terceiro é o canal financeiro, no caso de as taxas de juro subirem e as condições financeiras se tornarem mais restritivas. Aos três fatores, junta-se o efeito da política orçamental, relativamente à qual o Governo anunciou, em 20 de março, um primeiro conjunto de medidas para amortecer o impacto do choque.

Inflação: o principal canal de impacto a curto prazo

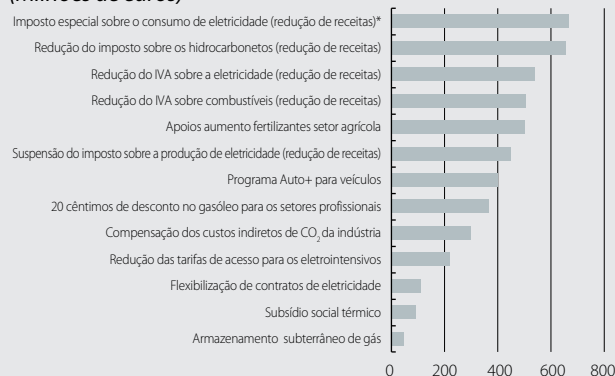
O canal inflacionista combina efeitos diretos e indiretos. Os efeitos diretos são os mais visíveis e os primeiros a aparecer: um aumento do preço do petróleo é rapidamente repercutido nos combustíveis, enquanto um aumento do preço do gás se reflete tanto no preço do gás natural como nas faturas de eletricidade, dado o seu papel fundamental na produção de eletricidade.

Os efeitos indiretos são mais graduais, mas também potencialmente relevantes. A energia é um fator de produção presente em inúmeros processos produtivos, pelo que o seu encarecimento, quando se prolonga no tempo, acaba por repercutir-se, pelo menos em parte, no preço dos restantes produtos. A experiência de 2022 e de outros episódios históricos de aumento dos preços da energia sugere que esta repercussão começa a manifestar-se cerca de nove meses após o choque inicial. A este facto acresce o possível aumento do preço de outros *inputs* estratégicos, como os fertilizantes, uma componente fundamental para o setor agrícola, em cujo mercado o Médio Oriente desempenha um papel importante como exportador.

A magnitude do impacto final dependerá da intensidade e da duração do choque energético, bem como da resposta da política orçamental. As nossas estimativas sugerem que um aumento de 10% no Brent em euros aumenta a inflação global em 0,2 p. p., enquanto um aumento de 10% no gás tem um efeito mais contido de cerca de 0,05 p. p. Num cenário com um preço médio do petróleo em 2026 próximo de 85 dólares por barril e um preço do gás em torno de 55 euros, consistente com os dados do mercado de futuros durante o mês de março, o impacto combinado poderá acrescentar até 1 p. p. à nossa previsão de inflação para este ano, atualmente em 2,4%. O pacote fiscal anunciado pelo Governo funcionará como um amortecedor. Assumindo que as medidas se mantêm em vigor até junho – condição que, de acordo com a lei aprovada, depende de a inflação dos combustíveis e da eletricidade ultrapassar os 15% em abril – estimamos que poderão reduzir o impacto do choque em 0,4 p. p. e trazer a inflação média em 2026 para cerca de 3%. A recém-anunciada trégua nas hostilidades, se consolidada, ajudará a limitar o aumento da inflação, embora possa também significar que as medidas de apoio orçamental terminem mais cedo.

Espanha: principais tópicos do Plano de Resposta à Crise

(Milhões de euros)



Nota: * Estimativas baseadas em políticas semelhantes em 2022-2023 após o choque energético devido à guerra na Ucrânia.

Fonte: BPI Research, com base em dados do BOE e do Ministerio de Hacienda.

Procura externa: exposição direta limitada, risco indireto por enquanto contido

A exposição direta da Espanha aos países do Golfo Pérsico é limitada.¹ As exportações de bens e serviços para toda a zona representaram apenas 2,0% das exportações espanholas, o que equivale a 0,7% do PIB em 2025.

A fim de avaliar a percentagem desta exposição que pode estar em risco, pode-se tomar como referência o ano de 2022. A guerra entre a Rússia e a Ucrânia reduziu para metade as exportações espanholas de bens para ambos os países. Uma queda de 50% nas exportações de bens para a região, descontando o conteúdo importado, implicaria uma redução de cerca de 0,15 p. p. no crescimento do PIB. Contudo, este limiar parece conservador, dada a gravidade do conflito Rússia-Ucrânia e a imposição de sanções da UE à Rússia.

Outra fonte de risco é a deterioração do ambiente internacional. A título ilustrativo, estimamos que um abrandamento de 1 p. p. no crescimento dos mercados de exportação subtrairia cerca de 0,2 p. p. ao crescimento do PIB. De momento, não se espera um abrandamento tão acentuado e, por exemplo, o BCE reduziu recentemente o crescimento das importações na Zona Euro, o principal parceiro comercial de Espanha, em 0,3 p. p. em consequência do conflito no Irão, uma revisão que teria pouco efeito na economia espanhola.² De qualquer modo, a relevância deste canal dependerá da evolução do conflito.

Incerteza e condições financeiras

Quando a incerteza aumenta, famílias e empresas tendem a adiar as suas decisões de gasto: as famílias estão a adiar a

1. Líbano, Síria, Iraque, Irão, Israel, Cisjordânia/Gaza, Jordânia, Arábia Saudita, Kuwait, Barém, Qatar, EAU, Omã e Iémen.

2. As previsões do BCE foram elaboradas com base no pressuposto de um preço do Brent de 81,3 USD/barril e de 46,4 EUR/MWh para o gás no conjunto do ano de 2026, ou seja, 30% e 47% mais elevado, respetivamente, do que as previsões anteriores.

compra de bens duradouros, enquanto as empresas estão a adiar os seus investimentos até terem mais visibilidade.

Um aumento de um quarto de desvio-padrão no índice de incerteza económica do Banco de Espanha está associado a uma perda de crescimento do PIB de cerca de 0,2 p. p. no mesmo ano.³ Por enquanto, embora em março se tenha registado uma recuperação notável do índice, esta foi insuficiente para ter um impacto substancial no 1T como um todo. Se o conflito acabar por ser resolvido com relativa rapidez, o impacto deste canal deverá ser limitado.

Os mercados preveem, além disso, duas a três subidas das taxas do BCE em 2026. Um aumento de 100 p. b. geralmente está associado a uma perda acumulada de cerca de 0,4 p. p. do PIB ao longo de um período de dois anos, com a maior parte do impacto concentrada no segundo. Isto significa que, se a contração monetária vier a concretizar-se, o seu efeito far-se-á sentir mais em 2027 do que em 2026.

A política orçamental: um amortecedor de choques

Em 20 de março, o Governo apresentou um plano de choque para atenuar o aumento dos preços da energia resultante da escalada geopolítica no Médio Oriente. As medidas entraram em vigor a 22 de março e foram posteriormente validadas no Congresso dos Deputados.

O Governo estima que o pacote custará cerca de 5.000 milhões de euros – 0,3 p. p. do PIB – se se mantiver em vigor até 30 de junho. O custo final dependerá da duração da crise, bem como da evolução dos preços da energia, das receitas adicionais associadas e do ajustamento da procura. Estima-se que cerca de 60% do custo total (cerca de 3.000 milhões de euros) provém da redução das receitas fiscais sobre a energia. Tratando-se de medidas temporárias, deverão ter um impacto pontual no défice.

No que respeita às principais medidas, o decreto prevê um amplo conjunto de reduções fiscais e apoios incidindo sobre a eletricidade, os carburantes e outros combustíveis. Relativamente aos combustíveis, o IVA é reduzido de 21% para 10% e o imposto especial sobre o consumo de hidrocarbonetos é reduzido para o mínimo permitido pela UE.⁴ A supervisão da CNMC, responsável pelo controlo dos preços e das margens, é reforçada para evitar que os auxílios públicos se transformem em lucros mais elevados.

No domínio da eletricidade, o IVA é igualmente reduzido para 10% e o imposto especial sobre o consumo de eletricidade é fixado em 0,5% em vez de 5,11%. Além disso, o imposto sobre a produção de eletricidade (IVPEE) é suspenso.⁵

Em termos de medidas setoriais, destacam-se a subvenção de 20 cêntimos por litro de gasóleo profissional para os seto-

3. Ver o Focus «De que estamos a falar quando falamos de incerteza?» no IM11/2025.

4. O imposto sobre os hidrocarbonetos em Espanha é de cerca de 38 cêntimos por litro para o gasóleo e de 47 cêntimos por litro para a gasolina 95. Nos termos da Diretiva 2003/96/CE, este imposto só podia ser reduzido para os mínimos harmonizados da UE de 33 cêntimos por litro para o gasóleo e 35,9 cêntimos por litro para a gasolina.

5. Imposto direto sobre a produção de eletricidade e a sua incorporação no sistema elétrico.

Espanha: cenários de impacto ilustrativos sobre o PIB

	Cenário 1		Cenário 2	
	Descrição	Impacto	Descrição	Impacto
Inflação (<i>ex ante</i> medidas fiscais)	+0,8 p. p.	-0,3	+2,0 p. p.	-0,8
Mercados de exportação	Queda de 0,3 p. p. e -10% exportações de bens para a região*	-0,1	Queda de 1,5 p. p. e -50% exportações de bens para a região*	-0,6
Incerteza	Insignificante	0,0	+1,5 desv. padrão durante 1 trimestre	-0,4
Política monetária (<i>taxa depo</i>)	+25 p. b.	0,0	+100 p. b.	-0,1
Política orçamental	As medidas são retiradas antecipadamente**	0,2	As medidas são prorrogadas até o final do ano	0,9
Impacto no PIB de 2026		-0,2		-0,9

Notas: * Ver nota de rodapé 1. ** As medidas expiram no início de junho, em vez de 30 de junho.

Fonte: BPI Research.

res agrícola e dos transportes, que será também alargada aos trabalhadores independentes e aos operadores sem direito a reembolso do imposto, bem como uma ajuda extraordinária de 500 milhões de euros para compensar o aumento do custo dos fertilizantes para os agricultores e subsídios às portagens para a indústria eletrointensiva.

O plano proporciona um alívio imediato nas faturas de energia dos agregados familiares, compensa parcialmente o impacto macroeconómico negativo da guerra e tem a vantagem de ser aplicado rapidamente. No entanto, se for necessário prolongar as medidas para além de junho, parece aconselhável concentrá-las um pouco mais nos grupos e setores vulneráveis, a fim de aumentar a eficácia e limitar o custo fiscal.⁶

Impacto sobre a atividade: dois cenários ilustrativos

Apresentamos no quadro dois cenários ilustrativos, que não devem ser interpretados como uma previsão pontual, mas como uma forma de ordenar os riscos e aproximar o seu possível impacto macroeconómico.

Um primeiro cenário, mais benigno, seria compatível com um conflito que se resolvesse de forma relativamente rápida e com danos reduzidos e reversíveis nas infraestruturas energéticas. Um segundo cenário, mais adverso, prevê um conflito que se prolonga por vários meses, com danos significativos nas infraestruturas energéticas e um prolongamento das medidas de apoio orçamental.

Com base nestes pressupostos, o impacto no crescimento anual do PIB poderia situar-se entre 2 décimas e menos de 1 p. p. (a nossa previsão anterior à guerra era de 2,4%). É uma banda larga, mas é precisamente essa amplitude que reflete a magnitude da incerteza na atual conjuntura.

6. Ver Miralles, E. G. (2023). «Medidas de apoyo frente a la crisis energética y al repunte de la inflación: un análisis del coste y de los efectos distribucionales de algunas de las actuaciones desplegadas según su grado de focalización». Boletim Económico (2023/1T).

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	01/26	02/26	03/26
Indústria									
Índice de produção industrial	0,4	1,3	-0,6	1,5	2,5	1,7	0,3	...	...
Indicador de confiança na indústria (valor)	-4,8	-4,8	-5,1	-5,3	-5,0	-3,9	-2,6	-2,4	-4,3
PMI das indústrias (valor)	52,2	50,9	50,0	50,0	52,6	51,1	49,2	50,0	48,7
Construção									
Licenças de novas construções (acum. 12 meses)	16,7	8,8	20,1	14,8	7,9	8,8	10,6	...	...
Compra e venda de habitações (acum. 12 meses)	9,7	11,5	17,0	22,9	18,7	11,5	10,0	...	...
Preço da habitação	8,4	12,7	12,2	12,7	12,8	12,9	...	...	...
Serviços									
Turistas estrangeiros (acum. 12 meses)	10,1	3,2	8,1	6,3	4,3	3,2	3,0	2,7	...
PMI dos serviços (valor)	55,3	54,5	55,3	52,2	54,2	56,4	53,5	51,9	53,3
Consumo									
Vendas a retalho ¹	1,7	4,3	3,5	5,1	4,4	4,1	3,8	2,2	...
Matrículas de automóveis	7,2	12,9	14,0	13,7	16,9	8,0	1,1	7,5	11,7
Indicador do sentimento económico (valor)	103,1	103,1	103,3	102,1	102,8	104,4	106,0	106,1	103,7
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	2,3	2,2	2,5
PIB	3,5	2,8	3,0	2,8	2,7	2,7	...	...	...

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	01/26	02/26	03/26
Inflação global	2,8	2,7	2,7	2,2	2,8	3,0	2,3	2,3	3,3
Inflação subjacente	2,9	2,3	2,2	2,3	2,4	2,6	2,6	2,7	2,7

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	01/26	02/26	03/26
Comércio de bens									
Exportações (variação homóloga, acum. 12 meses)	0,2	0,7	3,3	2,0	0,8	0,7	0,6	...	...
Importações (variação homóloga, acum. 12 meses)	0,1	4,6	4,2	4,1	4,6	4,6	3,3	...	...
Saldo corrente	50,7	49,4	47,7	48,5	48,2	49,4	49,1	...	...
Bens e serviços	66,3	64,5	63,7	64,0	62,5	64,5	66,7	...	...
Rendimentos primários e secundários	-15,7	-15,1	-16,0	-15,5	-14,3	-15,1	-17,7	...	...
Capacidade (+) / Necessidade (-) de financiamento	68,7	66,6	66,5	67,5	66,6	66,6	66,2	...	...

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	01/26	02/26	03/26
Depósitos									
Depósitos das famílias e empresas	5,1	4,8	4,6	3,9	4,9	4,8	5,1	5,5	...
À ordem e poupança	2,0	6,7	3,1	5,0	7,2	6,7	7,2	7,2	...
A prazo e com pré-aviso	23,5	-4,7	12,6	-1,5	-6,6	-4,7	-4,9	-2,8	...
Depósitos das Adm. Públicas ⁵	23,1	4,9	24,4	25,5	7,2	4,9	5,3	3,8	...
TOTAL	6,3	4,8	5,9	5,4	5,1	4,8	5,2	5,4	...
Saldo vivo de crédito									
Setor privado	0,7	3,5	1,7	2,6	2,8	3,5	3,4	3,7	...
Empresas não financeiras	0,4	2,9	1,6	2,5	2,3	2,9	2,6	2,9	...
Famílias - habitação	0,3	3,5	1,4	2,3	2,9	3,5	3,7	3,8	...
Famílias - outros fins	2,3	-276,1	3,1	-261,4	-278,2	-276,1	4,7	5,1	...
Administrações Públicas	-2,6	10,7	-0,3	5,3	12,9	10,7	6,6	5,6	...
TOTAL	0,5	3,9	1,6	2,7	3,4	3,9	3,6	3,8	...
Taxa de incumprimento (%)⁶	3,3	2,7	3,2	3,0	2,9	2,7	2,7	...	...

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.