

A procura interna: suporte da economia espanhola

A procura interna assume maior protagonismo. A economia espanhola continua a registar progressos significativos. O PIB cresceu 0,6% em cadeia no 3T 2025, muito acima, como vem sendo habitual, da taxa de crescimento da Zona Euro de 0,2%. A composição do crescimento apresenta um quadro muito favorável, embora misto. A economia está a crescer porque as famílias estão a gastar mais – o consumo privado cresceu 1,2% em cadeia – e porque as empresas estão a investir mais – o investimento cresceu 1,7% em cadeia. Pontualmente, assistimos também a uma recuperação do consumo público, que cresceu 1,1% em cadeia, mas isto após três trimestres de quase estagnação, pelo que, em termos homólogos, o consumo público cresceu uns modestos 1,3% no 3T.

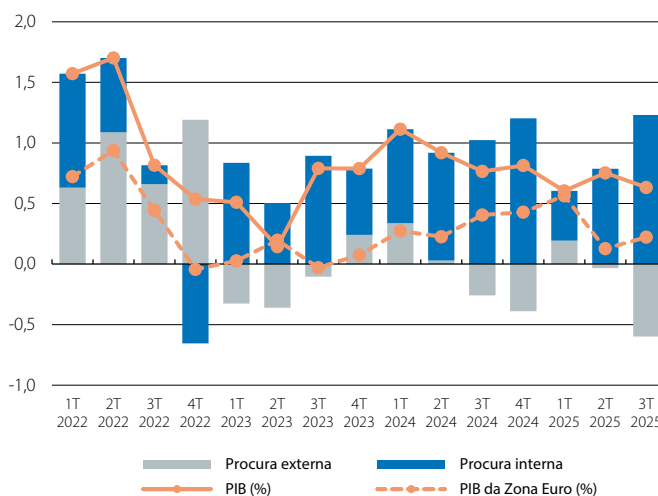
Em termos globais, a procura interna contribuiu com 1,2 p. p. para o crescimento do PIB em cadeia. Um valor muito elevado que, com exceção do 4T 2024, não se via desde o final de 2021, em plena recuperação pós-pandemia. A nota negativa foi a procura externa, que subtraiu 0,6 p. p. ao crescimento do PIB. Este desempenho deve-se a uma queda de 0,6% em cadeia das exportações e a um notável aumento de 1,1% em cadeia das importações. Por conseguinte, se o setor externo foi um dos principais pilares do crescimento em 2023 e ainda conseguiu contribuir ligeiramente para o crescimento do PIB em 2024, está a subtrair em 2025.

Tendências distintas: a balança comercial de bens está a deteriorar-se, enquanto a balança comercial de serviços está a melhorar. O fraco desempenho das exportações no 3T deveu-se ao capítulo das exportações de mercadorias. Os dados aduaneiros até agosto confirmam que a balança comercial de mercadorias continuou a deteriorar-se, o que se deve inteiramente aos produtos não energéticos. Consequentemente, no ano até agosto, a balança comercial de bens não energéticos apresentou um défice de 0,8% do PIB, em comparação com um défice de apenas 0,1% do PIB no mesmo período do ano passado. A maior parte das 7 décimas de ponto percentual do PIB que perdemos deve-se a um menor crescimento das exportações, que estão provavelmente a sentir os efeitos da viragem protecionista nos EUA. Em contrapartida, os serviços continuam a ter um desempenho muito bom, embora não compensem totalmente a deterioração do lado dos bens. Por conseguinte, os serviços de turismo avançaram em linha com o desempenho do ano anterior e os serviços não turísticos tiveram um desempenho superior: o excedente acumulado até agosto situou-se em 1,9% do PIB, mais 0,3 p. p. do que no mesmo período de 2024. Em todo o caso, o excedente da balança de transações correntes não está em risco: no ano até agosto, a balança de transações correntes apresenta um excedente de 2,2%, apenas menos 0,3 p. p. do que no mesmo período do ano anterior.

Os primeiros indicadores sugerem que a procura interna continua a ser robusta. A força da procura interna é largamente sustentada por um mercado de trabalho forte. De acordo com o EPA (inquérito ao emprego espanhol), o emprego cresceu 0,4% em cadeia no 3T, um ritmo dinâmico. Os dados de inscrição na Segurança Social relativos a outubro, o primeiro mês disponível do 4T,

Espanha: PIB

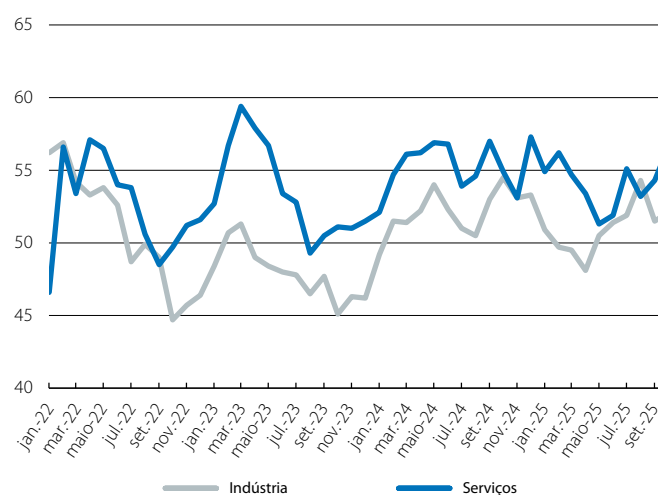
Varição em cadeia (%) e contribuições (p. p.)



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

Espanha: PMI

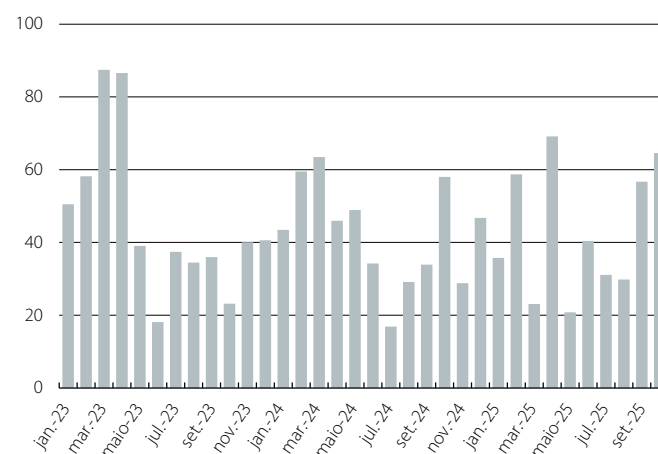
Nível



Fonte: BPI Research, com base em dados do S&P Global PMI.

Espanha: inscritos na Segurança Social*

Varição mensal (milhares de pessoas)



Nota: * Séries corrigidas de sazonalidade.

Fonte: BPI Research, com base em dados do Ministerio de Inclusión, Seguridad Social y Migraciones.

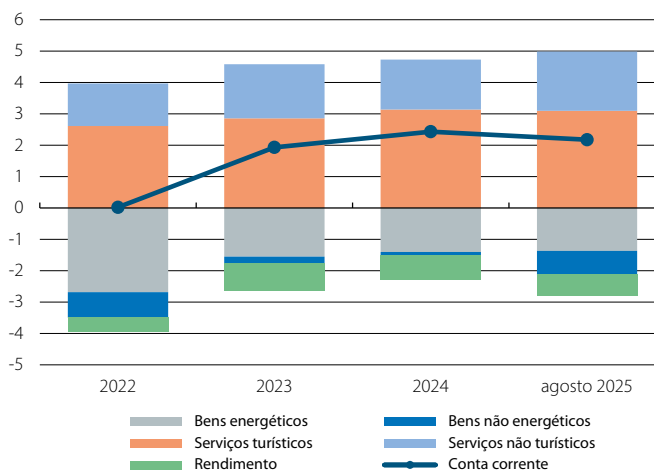
continuam a surpreender pela positiva, com um aumento de quase 142.000 trabalhadores, o maior aumento num mês de outubro, exceto em 2021. Com este valor, as matrículas em outubro já estão 0,52% acima da média de matrículas do 3T, pelo que tudo aponta para uma aceleração da taxa de crescimento das matrículas em cadeia no 4T (o crescimento em cadeia no 3T foi de 0,48%).

Os índices PMI também sugerem uma boa evolução da atividade. O PMI da indústria transformadora aumentou 0,6 pontos em outubro, para 52,1, muito acima do limiar de crescimento do setor, que é de 50 pontos. O PMI para o setor dos serviços também ganhou 2,3 pontos para 56,6, um máximo de 10 meses, apontando para um ritmo de crescimento notável no setor. Por último, com dados até 21 de outubro, o indicador de consumo do CaixaBank Research, baseado nos gastos com cartões e levantamentos devidamente anonimizados, apresentou uma aceleração da taxa de variação homóloga de 0,4 p. p. face ao mês anterior, para 4,8% (3,2% na média do 3T). Globalmente, os bons números relativos ao emprego e os indicadores de sentimento e de consumo apontam para que a procura interna se mantenha forte no último trimestre do ano.

A eletricidade mantém a inflação em cerca de 3%. Em outubro, a inflação em Espanha situou-se em 3,1%, 0,1 p. p. acima do mês anterior e aumentando o diferencial em relação à Zona Euro, cuja inflação desceu 0,1 p. p. para 2,1%. Este diferencial, que à primeira vista pode parecer preocupante, deve ser relativizado, pois explica-se em grande parte pela componente energética. A inflação subjacente, que exclui a componente energética e os alimentos do cálculo, situou-se em 2,7% em Espanha em setembro, face a 2,4% na Zona Euro, uma diferença muito menor. Não obstante, persiste um certo diferencial, mesmo na subjacente, que decorre da componente de serviços. Se analisarmos em pormenor esta componente, a sua evolução é cada vez mais marcada pela dinâmica dos serviços de reavaliação periódica. Na sua última atualização, estes serviços registaram um aumento notável, o que mantém a sua taxa de variação anual estável em níveis relativamente elevados. Este é o caso, por exemplo, do seguro de saúde e do seguro automóvel, cuja inflação média até setembro deste ano, último mês para o qual existem dados desagregados, é de 10,3% e 9,5%, respetivamente. No que diz respeito à energia, nos próximos meses, uma vez que os mercados de futuros sugerem que o preço do petróleo e do gás natural deverá permanecer contido e que, em janeiro de 2026, o impacto do aumento do IVA nas faturas de eletricidade em janeiro de 2025 não será tido em conta no cálculo da inflação, a contribuição desta componente para a inflação deverá reduzir.

As transações imobiliárias em Espanha quebram a tendência de subida. As transações imobiliárias registaram uma queda homóloga de 3,4% em agosto, a primeira queda desde 2024. Embora seja prematuro tirar conclusões definitivas a partir de um único dado, num mês que tradicionalmente apresenta uma baixa atividade residencial, este é um primeiro sinal de moderação no ritmo de crescimento da procura. Em todo o caso, a atividade no setor continua elevada: até agora, este ano, foram fechadas cerca de 470.000 operações, um aumento de 16% em relação ao mesmo período de 2024.

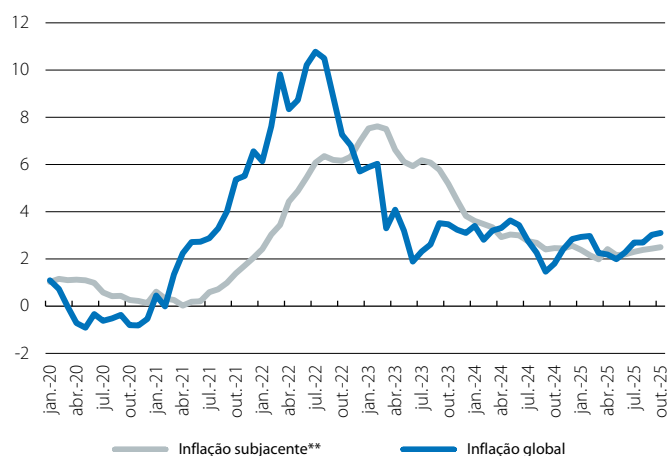
Espanha: saldo da balança corrente (% do PIB)



Nota: Dados acumulados do ano.

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

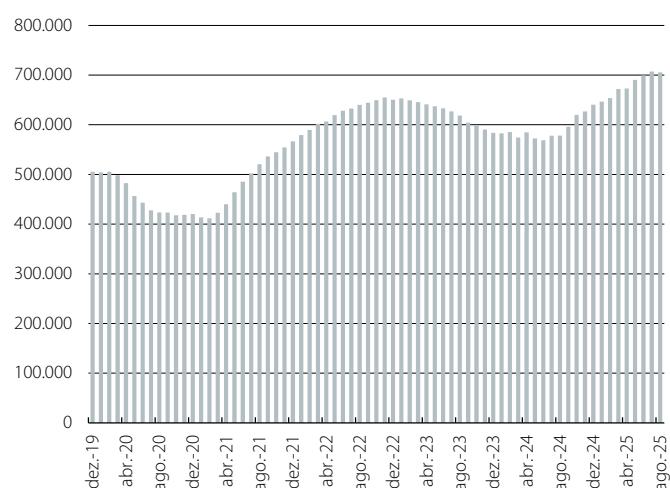
Espanha: inflação global e subjacente* Variação (%)



Notas: * Os dados de outubro são preliminares. ** A inflação subjacente exclui os produtos alimentares não processados e a energia.

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

Espanha: compra e venda de habitações Unidades



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

A posição de Espanha face às vulnerabilidades das finanças públicas a nível mundial

As finanças públicas estão de novo no centro das atenções. Existem dois fatores principais por trás desta situação. A primeira são as pressões de dominação fiscal nos EUA. A dominação fiscal significa que a situação orçamental de um país, quando sob pressão, pode pressionar o banco central a desviar-se do seu objetivo de estabilidade dos preços e a baixar ainda mais as taxas de juro. Ao influenciar as taxas de juro e, consequentemente, o custo da dívida e os défices públicos, toda a ação de política monetária tem consequências orçamentais.¹ Nos Estados Unidos, dois terços da dívida pública em curso têm atualmente um prazo de vencimento inferior a cinco anos. No ano passado, cerca de um terço da dívida emitida tinha um prazo de vencimento inferior a um ano. Esta tendência para a emissão a curto prazo foi também observada no Canadá, na Alemanha, em França e noutros países da OCDE. Nos próximos três anos, mais de 40% dos mais de 50 biliões de dólares de dívida soberana da OCDE terão de ser refinanciados.

O segundo fator é a incerteza política em França, devido ao impasse político que levou à demissão de três primeiros-ministros em menos de um ano (Michel Barnier, François Bayrou e Sébastien Lecornu, embora este último tenha formado um novo governo e se tenha mantido como primeiro-ministro). Num contexto de grandes défices e de aumento da dívida pública, esta instabilidade fez com que o prémio de risco ultrapassasse os 80 p. b. e fez com que o prémio italiano ficasse muito acima dos níveis do prémio espanhol, que caiu para 54 p. b. (perto de 70 p. b. em janeiro). A situação orçamental em França levou a uma descida da notação da França pela Fitch de AA- para A+ em setembro de 2025, seguida de uma descida semelhante pela S&P em outubro e de uma alteração para perspetiva negativa pela Moody's no final de outubro. Por outro lado, em setembro, a S&P, a Moody's e a Fitch melhoraram a qualidade de crédito de Espanha: a S&P elevou o *rating* de A para A+, a Moody's melhorou-a de Baa1 para A3 e a Fitch de A- para A.

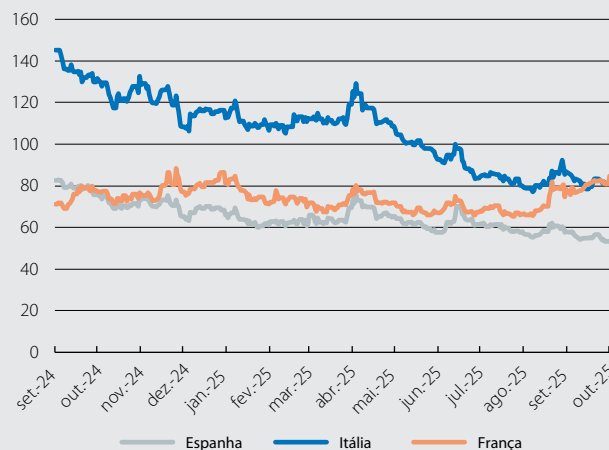
Neste artigo, vamos analisar as principais dimensões das finanças públicas espanholas, tais como a duração da sua dívida pública e a sensibilidade do prémio de risco em relação a outras economias, para avaliar em que medida a complexa conjuntura mundial e os riscos orçamentais no resto da Europa nos podem afetar.

As finanças públicas de Espanha e França: contrastes reveladores

As finanças públicas em Espanha e em França apresentam contrastes acentuados. Em França, a despesa pública representa 57% do PIB, cerca de 12 pontos mais do que na economia espanhola. A dívida pública francesa encerrará o

Zona Euro: prémios de risco

(p. b.)



Fonte: BPI Research, com base em dados da LSEG Workspace.

ano em cerca de 116% do PIB e registou um crescimento significativo nos últimos anos (109,8% em 2023). Em contrapartida, embora a dívida pública espanhola seja ligeiramente superior a 100% do PIB, um nível mais elevado do que o da maioria das economias desenvolvidas (75% são inferiores), tem vindo a diminuir de 115,6% em 2021 e é inferior à de grandes economias como Itália, EUA e Japão. O rácio da dívida diminuiu graças ao dinamismo económico – o PIB nominal cresceu 28,8% entre 2021 e 2024 – e à redução do défice primário de 4,5% do PIB em 2021 para um saldo praticamente equilibrado em 2025. Esta redução do défice explica-se pelo dinamismo das receitas públicas (+27,2 % entre 2021 e 2024), graças a um mercado de trabalho forte, enquanto o crescimento das despesas é mais moderado (+16,0 % entre 2021 e 2024, excluindo os juros e os custos extraordinários associados à DANA), à medida que as medidas destinadas a atenuar os preços da energia vão sendo gradualmente suprimidas. Relativamente a 2025, os resultados orçamentais apontam para um défice público inferior ao objetivo de 2,8% do PIB em Espanha (o défice em 2024 foi de 3,2%), enquanto em França se prevê que atinja quase 5,5% do PIB.

Neste artigo, para além da redução do défice e da dívida em termos do PIB a curto prazo e das pressões ascendentes sobre as finanças públicas a longo prazo, questões que analisámos em pormenor nestas mesmas páginas,² analisamos outras dimensões fundamentais das finanças públicas espanholas. Partindo da vida média da dívida pública, Espanha, tal como o resto das economias europeias, aproveitou os

1. Ver Haldane, A. (2025). «Fiscal populism' is coming for central Banks», Financial Times, 21 de julho.

2. Ver, para o curto prazo, o documento «Menos défice público em 2025 em Espanha, mas subsistem desafios estruturais» no IM06/2025 e, para o longo prazo, o documento «O impacto do envelhecimento da população nas contas públicas»: um verdadeiro desafio para Espanha e Europa» no documento IM09/2025 e «Os limites da dívida» no documento IM01/2025.

anos de programas de expansão quantitativa para aumentar a vida média da sua dívida para cerca de oito anos. A percentagem da dívida pública espanhola a 1 ano ou menos emitida até agosto de 2025 foi de 33,9%, próxima dos 31,3% de há um ano. E se calcularmos a vida média das novas emissões em 2025, verificamos uma pequena redução: 6,6 anos em comparação com 7,2 anos nos primeiros oito meses de 2024. A despeito desta ligeira redução na vida média das novas emissões, a vida média da dívida pública em circulação em Espanha mantém-se bastante estável, enquanto em França se observa uma ligeira inflexão em baixa (ver o segundo gráfico).

Prémio de risco e fundamentos macroeconómicos

A taxa de juro a 10 anos da dívida pública espanhola e, por conseguinte, a sua diferença em relação à taxa alemã – o chamado prémio de risco – depende dos fundamentos macroeconómicos do país e da conjuntura mundial.³ A capacidade de pagamento de Espanha, por exemplo, depende do seu nível de endividamento e do crescimento da economia. Também a situação da economia europeia no seu conjunto e a sua inflação determinam a política monetária definida pelo BCE, que influencia toda a constelação de taxas de juro. Além disso, fatores globais como as taxas de juro dos EUA também são importantes. Todos estes ingredientes, e a partir das relações históricas entre eles, permitem-nos estimar o prémio de risco em função dos fundamentos macroeconómicos: o chamado «prémio macro».⁴

Os fundamentos macroeconómicos são, em geral, bons indicadores dos prémios de risco do mercado, embora se tenham registado momentos de divergência nos últimos anos: em 2018, com o aprofundamento da política monetária não convencional do BCE, iniciada em 2015 e ligada à eclosão da COVID-19 em 2020, observamos prémios de risco persistentemente inferiores ao prémio macro. Independentemente destas fases de desacoplamento, é de notar que o prémio macroeconómico da Espanha está atualmente muito em linha com o prémio de risco observado. Por outras palavras, o prémio de risco de mercado é coerente com os fundamentos macroeconómicos.

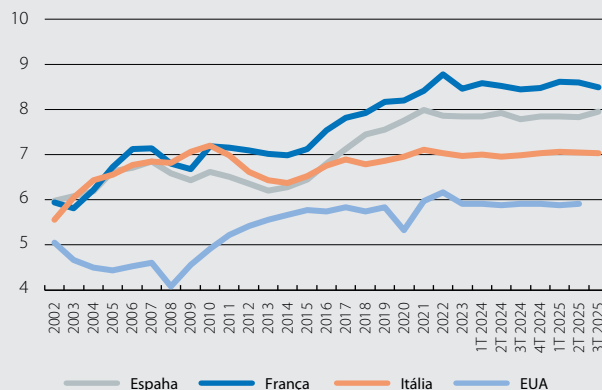
Sensibilidade entre prémios: é reduzido no caso espanhol

Tal alinhamento do prémio de risco espanhol com os fundamentos macroeconómicos sugere que o mercado detetou uma menor sensibilidade do prémio de risco espanhol em relação a outros prémios. A fim de testar esta hipótese, analisamos a sensibilidade histórica do prémio de risco espanhol às variações do prémio de risco italiano e francês em diferentes momentos. No quarto gráfico, pode verificar-se que esta sensibilidade diminuiu significativamente nos últimos 20 anos, e especialmente em 2023-2025, precisa-

3. Ver Focus «A fragilidade macroeconómica das taxas de juro» no IM10/2020.

4. Conseguimos obter um poder explicativo de cerca de 70%.

Vida média da dívida pública em circulação (Anos)



Nota: Último dado disponível: agosto para Espanha e França, julho para Itália e junho para os EUA.

Fonte: BPI Research, com base em dados do Tesouro espanhol, da Agence France Trésor e do Banco de Itália.

Prémio de risco soberano para a dívida espanhola a 10 anos*

(p. b.)

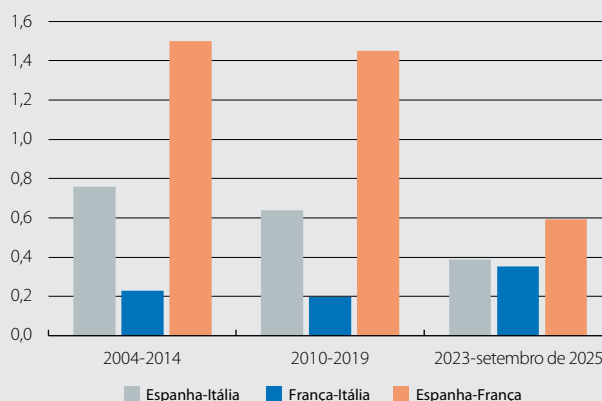


Nota: * Prémio de risco previsto pelos fundamentos macroeconómicos (política monetária do BCE, dívida pública, dados sobre o crescimento e a inflação, e taxas soberanas dos EUA) e estimado de acordo com as relações históricas até meados de 2025.

Fonte: BPI Research, com base em dados da LSEG Workspace, Eurostat e Consensus Economics.

Sensibilidade às variações do prémio de risco

(p. b.)



Notas: Coeficientes beta de regressões lineares com dados mensais. Em todos os casos, os coeficientes são estatisticamente significativos a 5%.

Fonte: BPI Research.

mente o período em que o prémio de risco espanhol se realinhou totalmente com os fundamentos macroeconómicos. Contudo, verificou-se um aumento da sensibilidade do prémio de risco francês às variações do prémio de risco italiano.

Ou seja, não se observa um padrão acentuado de redução da maturidade média da dívida pública espanhola e, em todo o caso, esse padrão é mais acentuado noutros países, como França. Porém, neste contexto desafiante e com níveis de dívida e défice ainda elevados, continua a ser importante que Espanha leve a cabo uma consolidação orçamental em conformidade com as regras orçamentais europeias. Por fim, vale a pena recordar que as análises deste artigo se baseiam em dados históricos, pelo que não sabemos ao certo como é que Espanha reagiria a um aumento mais acentuado do prémio de risco da economia francesa se as suas finanças públicas continuassem a deteriorar-se. No entanto, se necessário, o BCE tem à sua disposição instrumentos suficientes, como o IPT,⁵ para aliviar a pressão sobre os prémios de risco e atenuar o choque.

5. O *Instrumento de Proteção de Transmissão* pode ser utilizado pelo BCE para comprar obrigações do Estado de um país cujo prémio de risco esteja longe do que seria justificado pelos seus fundamentos macroeconómicos. Isto oferece uma certa proteção contra os riscos de contágio injustificado.

Indicadores de atividade e emprego

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

	2023	2024	4T 2024	1T 2025	2T 2025	3T 2025	08/25	09/25	10/25
Indústria									
Índice de produção industrial	-1,6	0,4	1,3	-0,7	1,5	...	3,4	...	...
Indicador de confiança na indústria (valor)	-6,5	-4,9	-6,0	-5,4	-5,2	-4,9	-5,7	-4,6	-4,6
PMI das indústrias (valor)	48,0	52,2	53,6	50,0	50,0	52,6	54,3	51,5	52,1
Construção									
Licenças de novas construções (acum. 12 meses)	0,5	16,7	16,7	20,1	14,8	...	10,5	...	...
Compra e venda de habitações (acum. 12 meses)	-10,2	9,7	9,7	17,0	22,9	...	22,0	...	...
Preço da habitação	4,0	8,4	11,3	12,2	12,7	...	...	...	...
Serviços									
Turistas estrangeiros (acum. 12 meses)	18,9	10,1	10,1	8,1	6,3	4,3	5,1	4,3	...
PMI dos serviços (valor)	53,6	55,3	55,1	55,3	52,2	54,2	53,2	54,3	56,6
Consumo									
Vendas a retalho ¹	2,5	1,8	2,9	3,4	5,1	4,5	4,7	4,2	...
Matrículas de automóveis	16,7	7,2	14,4	14,0	13,7	16,9	17,2	16,4	15,9
Indicador do sentimento económico (valor)	100,5	103,0	101,4	103,3	103,2	103,6	101,8	104,8	103,9
Mercado de trabalho									
População empregada ²	3,1	2,2	2,2	2,4	2,7	2,6	...	...	...
Taxa de desemprego (% da pop. ativa)	12,2	11,3	10,6	11,4	10,3	10,5	...	...	...
Inscritos na Segurança Social ³	2,7	2,4	2,4	2,3	2,2	2,3	2,3	2,4	2,4
PIB	2,5	3,5	3,7	3,1	3,0	2,8	...	...	...

Preços

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

	2023	2024	4T 2024	1T 2025	2T 2025	3T 2025	08/25	09/25	10/25
Inflação global	3,5	2,8	2,4	2,7	2,2	2,8	2,7	3,0	3,1
Inflação subjacente	6,0	2,9	2,5	2,2	2,3	2,4	2,4	2,4	2,5

Setor externo

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

	2023	2024	4T 2024	1T 2025	2T 2025	3T 2025	08/25	09/25	10/25
Comércio de bens									
Exportações (variação homóloga, acum. 12 meses)	-1,4	0,2	0,2	3,3	2,0	...	0,7	...	...
Importações (variação homóloga, acum. 12 meses)	-7,2	0,1	0,1	4,2	4,1	...	3,8	...	...
Saldo corrente	40,9	50,7	50,7	47,8	49,1	...	48,6	...	...
Bens e serviços	57,5	66,3	66,3	63,5	64,3	...	63,4	...	...
Rendimentos primários e secundários	-16,5	-15,7	-15,7	-15,7	-15,2	...	-14,8	...	...
Capacidade (+) / Necessidade (-) de financiamento	57,8	68,7	68,7	66,6	68,1	...	67,6	...	...

Crédito e depósitos dos setores não financeiros⁴

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

	2023	2024	4T 2024	1T 2025	2T 2025	3T 2025	08/25	09/25	10/25
Depósitos									
Depósitos das famílias e empresas	0,3	5,1	5,1	4,6	3,9	4,8	5,1	4,8	...
À ordem e poupança	-7,4	2,0	2,0	3,1	5,0	7,2	7,2	7,2	...
A prazo e com pré-aviso	100,5	23,5	23,5	12,6	-1,5	-6,6	-5,1	-6,6	...
Depósitos das Adm. Públicas ⁵	0,5	23,1	23,1	24,4	25,5	7,2	9,0	7,2	...
TOTAL	0,3	6,3	6,3	5,9	5,4	5,0	5,4	5,0	...
Saldo vivo de crédito									
Setor privado	-3,4	0,7	0,7	1,7	2,6	2,8	2,7	2,8	...
Empresas não financeiras	-4,7	0,4	0,4	1,6	2,5	2,3	2,5	2,3	...
Famílias - habitação	-3,2	0,3	0,3	1,4	2,3	2,9	2,8	2,9	...
Famílias - outros fins	-0,5	2,3	2,3	3,1	-261,5	3,7	3,3	3,7	...
Administrações Públicas	-3,5	-2,6	-2,6	-0,3	5,3	12,8	14,8	12,8	...
TOTAL	-3,4	0,5	0,5	1,6	2,7	3,4	3,5	3,4	...
Taxa de incumprimento (%)⁶	3,5	3,3	3,3	3,2	3,0	...	2,9	...	...

Notas: 1. Sem estações de serviço e deflacionado. 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.