

A economia espanhola resiste à tempestade tarifária

A economia espanhola salva um ano difícil com distinção. A economia espanhola viveu um bom ano de 2025, apesar do complexo contexto internacional em que tem estado a operar, devido, em grande medida, ao conflito tarifário entre os EUA e o resto do mundo. A previsão do consenso para o crescimento do PIB no início de 2025 era de 2,4%, mas a previsão foi revista em alta à medida que o ano avançava para 2,9% em dezembro, em linha com a nossa própria estimativa atual. A confirmar-se esta previsão, a economia espanhola crescerá em 2025 um pouco mais do dobro do que a Zona Euro, cuja previsão, segundo o consenso dos analistas, é de 1,4%. Este bom desempenho explica-se principalmente pela força da procura interna, impulsionada por um mercado de trabalho dinâmico, taxas de juro mais baixas, fluxos migratórios e fundos europeus. Estes fatores mais do que compensaram o impacto negativo do aumento das tarifas sobre as exportações de bens para os EUA.

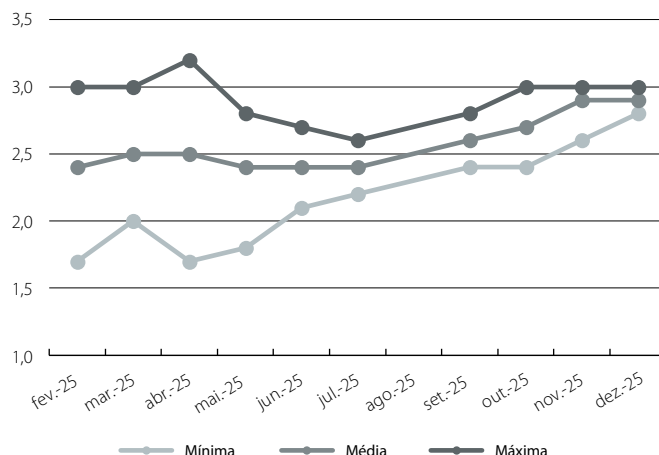
A procura interna é o principal motor do crescimento, mas a procura externa também apresenta nuances interessantes. O crescimento do PIB no 3T 2025 manteve-se inalterado em 2,8% em termos homólogos, na sequência da revisão regular do INE dois meses após a primeira estimativa. Registaram-se ligeiros ajustamentos na repartição do PIB, que reforçaram a diferença entre a contribuição da procura interna e externa. De acordo com os dados atualizados, a procura interna adicionou 3,8 p. p. ao crescimento homólogo do PIB, mais 1 décima de ponto percentual do que na estimativa preliminar, enquanto a procura externa subtraiu 1 p. p., mais 0,2 pontos do que o inicialmente esperado.

O detalhe do PIB mostra uma economia em crescimento apoiada principalmente pelo consumo privado e pelo investimento, com este último a crescer mais de 8% em termos homólogos e com um crescimento notável em todas as suas subcomponentes. Relativamente ao setor externo, as exportações estão a crescer a um bom ritmo de 3,3% em termos homólogos, embora por detrás deste valor esteja um fraco desempenho das exportações de bens, que aumentaram apenas 0,5% em termos anuais, provavelmente afetadas pelas tarifas dos EUA, e um forte desempenho das exportações de serviços, que aumentaram 8,7% em termos homólogos. Não obstante o bom desempenho global das exportações, as importações cresceram ainda mais, 6,8%, o que explica o facto de a procura externa ter sido subtraída ao crescimento do PIB. Esta força das importações não é necessariamente negativa se responder a compras destinadas a estimular o investimento, como parece ser o caso, e, consequentemente, a produtividade do tecido empresarial.

Bom desempenho dos indicadores de atividade no 4T. Quanto ao sentimento, a média do PMI composto do 4T situou-se em 55,6, um valor elevado que aponta para um crescimento robusto da economia na parte final do ano e acima da média do trimestre anterior de 54,1. No que respeita aos indicadores de

Espanha: previsão do PIB para 2025 de acordo com o consenso dos analistas

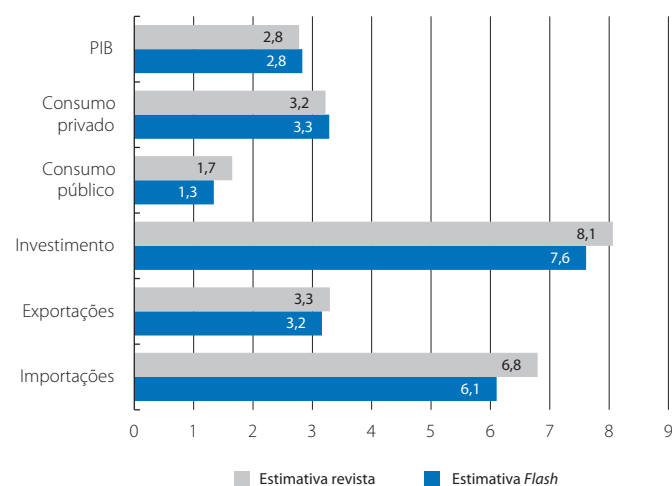
Variação anual (%)



Fonte: BPI Research, com base nos dados do Consensus Forecast.

Espanha: PIB do 3T 2025 e suas componentes

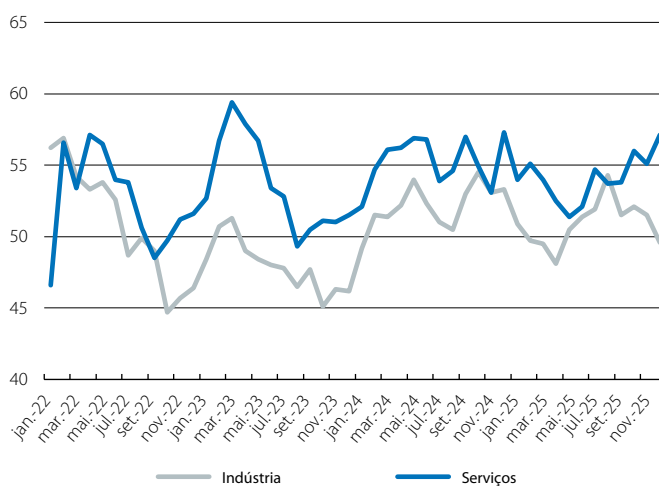
Variação homóloga (%)



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

Espanha: PMI

Nível



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

consumo, as vendas a retalho, em média nos meses de outubro e novembro, cresceram 1,0% face à média do 3T, igualando o recorde do trimestre anterior, e o Monitor de Consumo do CaixaBank Research, em média no 4T, cresceu 3,9% em termos homólogos, acima dos 3,2% do trimestre anterior. Simultaneamente, os números relativos ao emprego mantiveram um bom tom, com um crescimento em cadeia das inscrições de 0,7% em média no 4T, pelo que o crescimento do emprego acelerou em relação ao trimestre anterior, quando cresceu 0,5%. Considerando a informação disponível como um todo, o modelo de *nowcasting* do CaixaBank Research sugere que o PIB no 4T terá crescido 0,8% em cadeia.

O mercado de trabalho fecha em tom positivo um ano bom.

O número médio de inscritos na Segurança Social aumentou em 19.180 trabalhadores em dezembro. Trata-se de um valor modesto, tendo em conta que o aumento médio no biénio 2023-2024 foi de 32.700 pessoas, mas que consolida os bons registos de outubro e novembro. O desempenho do mercado de trabalho em 2025 como um todo foi bastante positivo, fechando o ano com um aumento de 506.451, ligeiramente acima do valor do ano anterior de 502.000. Em termos homólogos, isto representa um crescimento de 2,4%, o mesmo que em 2024.

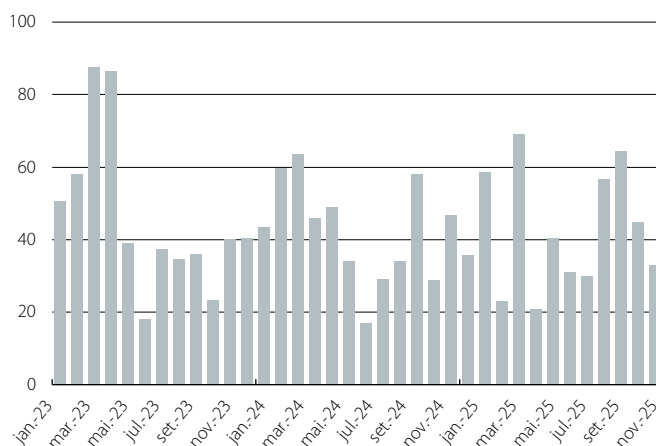
Primeiros sinais de moderação da taxa de poupança das famílias.

No 3T 2025, e numa base acumulada de quatro trimestres, o rácio de poupança diminuiu 0,4 p. p. para 12,3%. Trata-se da primeira queda (descontando a muito pequena queda no 1T 2025) desde o 3T 2022 e talvez assinala o início de um processo de convergência da taxa de poupança dos seus atuais níveis elevados para níveis mais consentâneos com a sua média histórica de cerca de 8%-9%. A taxa de poupança diminuiu porque a taxa de crescimento do consumo se manteve em 6,2% em termos homólogos (acumulado de quatro trimestres, também), enquanto a do rendimento disponível bruto (RDB) diminuiu 0,5 p. p. em relação ao trimestre anterior, situando-se em 5,6%. Este abrandamento do crescimento do RDB é explicado pelo maior crescimento dos pagamentos de impostos, que aumentaram de uma taxa homóloga de 6,9% no 2T para 9,4% no 3T (dados acumulados para quatro trimestres). Em contrapartida, o bom desempenho do mercado de trabalho permitiu que o crescimento das remunerações dos trabalhadores se mantivesse a um nível elevado de 7,0% em termos homólogos.

A inflação abranda ligeiramente em dezembro. Deste modo, no último mês do ano, a inflação desceu 0,1 p. p. para 2,9%. Com base na estimativa rápida do IPC, este decréscimo deve-se à diminuição dos preços dos combustíveis em comparação com o aumento registado em dezembro de 2024 e, em menor grau, a um menor aumento dos preços do lazer e da cultura em comparação com os aumentos registados no mesmo mês do ano anterior. A inflação subjacente manteve-se estável em 2,6%. Para o conjunto do ano de 2025, a inflação média fixou-se em 2,7%, após 2,8% em 2024, e a inflação subjacente em 2,3%, após 2,9% no ano anterior. Prevemos que a inflação em janeiro seja moderada devido ao desvanecimento do impacto da normalização do IVA nas faturas de eletricidade, que teve lugar em janeiro de 2025.

Espanha: inscritos na Segurança Social*

Varição mensal (milhares de pessoas)

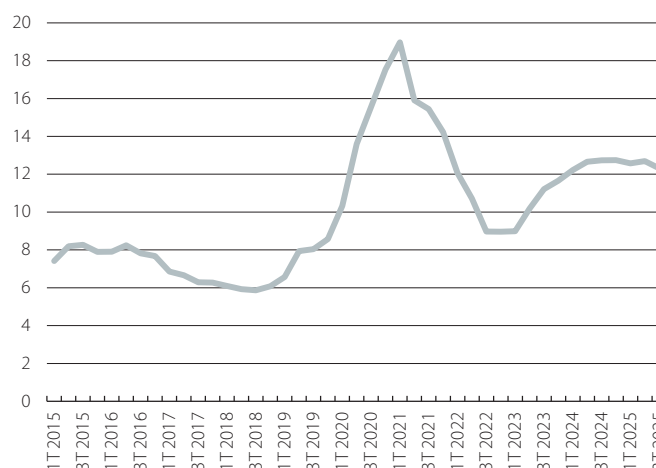


Nota: * Séries corrigidas de sazonalidade.

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

Espanha: taxa de poupança das famílias

(% do rendimento bruto disponível)

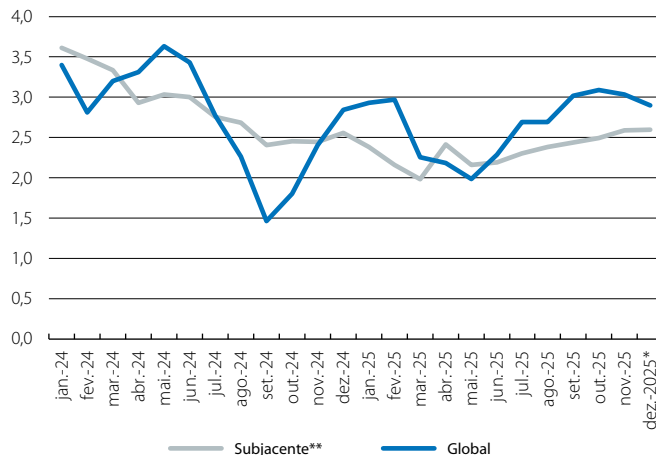


Nota: Acumulado em quatro trimestres.

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

Espanha: inflação*

(%)



Notas: * Os dados de dezembro são preliminares. **A inflação subjacente exclui alimentos não processados e energia.

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

O crescimento do emprego em Espanha após a pandemia foi de maior qualidade?

A recuperação do emprego em Espanha após a pandemia tem sido muito sólida. Entre 2019 e os três primeiros trimestres de 2025, o número de pessoas empregadas cresceu 11,9%. Além disso, a distribuição setorial desse crescimento difere do ciclo expansivo de 2014-2019. Setores como a saúde, as atividades profissionais e científicas e a tecnologia ganharam protagonismo, enquanto a indústria transformadora e áreas tradicionalmente intensivas em emprego – como o comércio, a hotelaria ou a agricultura – tiveram um papel mais reduzido.

Estas dinâmicas levantam uma questão fundamental: o emprego criado nesta etapa é de maior qualidade do que nas expansões anteriores? Para responder a esta questão, analisamos três aspetos fundamentais: o nível de formação dos trabalhadores, a evolução da percentagem de trabalhadores com contrato a termo – como indicador de estabilidade – e os salários reais.

Maior nível de formação dos trabalhadores

Uma força de trabalho mais qualificada geralmente implica mais capital humano e produtividade. Neste sentido, os dados mostram uma clara melhoria no nível de escolaridade dos trabalhadores na Espanha.

Entre 2019 e o terceiro trimestre de 2025, mais de 70% do aumento do emprego corresponde a pessoas com estudos universitários ou equivalentes, uma proporção muito superior à do ciclo 2014-2019. Por outro lado, o emprego com formação secundária cresceu menos e o de níveis de escolaridade mais baixos continuou a diminuir, como já acontecia em 2014-2019.

Redução significativa da taxa de emprego temporário

A estabilidade no emprego é outro pilar da qualidade do trabalho. Espanha tem historicamente uma elevada taxa de contratos de trabalho a termo, mas, após a reforma de 2021, essa proporção caiu drasticamente: de 26,6% na média de 2017-2019 para 15,4% na média dos três primeiros trimestres de 2025, um número próximo ao da zona euro como um todo, de 13,5%.¹ Uma queda que melhorou a estabilidade do emprego.

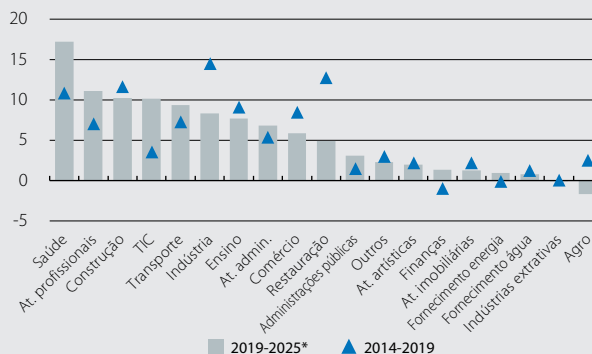
Para entender melhor a mudança, vamos decompô-la em dois efeitos:

- Efeito de composição: é a parte da variação da taxa de emprego temporário que ocorre devido à variação do peso dos diferentes setores. Por exemplo, se os setores que tradicionalmente têm baixa percentagem de tra-

1. Dados do Eurostat. De acordo com os dados de inscrições na Segurança Social, a taxa de emprego temporário em Espanha foi de cerca de 22% em 2025.

Espanha: emprego por setor

Contribuição relativa para o crescimento (%)*

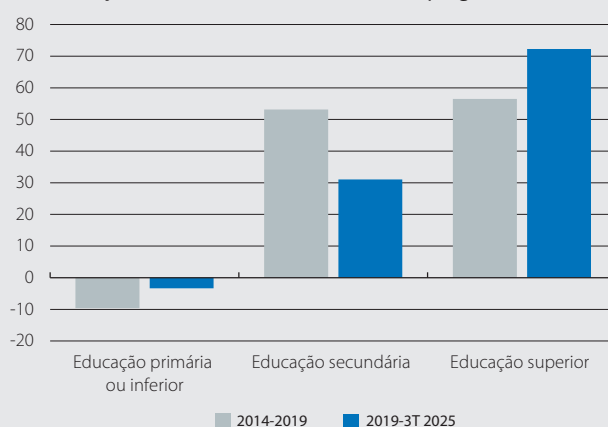


Nota: * A contribuição relativa para o crescimento é a contribuição para o crescimento do emprego de cada setor, expressa como percentagem do crescimento total do emprego no período considerado. Por exemplo, de acordo com o gráfico, o crescimento do emprego no setor da saúde representou 17,2% do crescimento total do emprego entre 2019 e 2025.

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

Espanha: emprego por nível de formação

Contribuição relativa ao crescimento do emprego (%)



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

balhadores com contrato a termo crescerem e os de alta reduzirem o seu peso, a taxa agregada diminuirá devido a este efeito.

- Margem intensiva: é a parte da variação que ocorre devido às variações da taxa de emprego temporário em cada setor. No nosso contexto, esta margem reflete se as empresas dos diferentes setores estão a utilizar mais ou menos contratos sem termo em comparação com os contratos a termo do que anteriormente.

Aplicando esta decomposição à evolução recente, constatamos que a redução drástica da taxa de emprego temporário entre 2019 e 2025 se deve inteiramente à margem intensiva (ver tabela). Por outras palavras, todos os setores reduziram substancialmente a sua taxa de emprego temporário, impulsionando a queda geral. Este resultado era expectável, dado que reflete o caráter transversal do

impacto da reforma laboral sobre a percentagem de trabalhadores com contrato a termo. Por sua vez, a composição setorial teve um efeito ligeiramente desfavorável, mas o seu impacto foi praticamente nulo. Isto contrasta com o ciclo expansivo anterior (2014-2019), quando a taxa de emprego temporário aumentou em 2 p. p., impulsionada tanto por um aumento da margem intensiva como por um efeito de composição adverso de maior magnitude do que o que vimos nos últimos 5 anos (+0,7 p. p. vs. +0,2 p. p.).

Evolução dos salários reais

Por fim, analisamos como os salários reais evoluíram neste período. Para tal, utilizamos o Inquérito trimestral ao custo do trabalho, que mede o custo salarial médio por trabalhador e por setor, ajustando os dados pelo IPC para obter valores em termos reais.²

Entre a média de 2019 e os três primeiros trimestres de 2025, o salário médio real diminuiu ligeiramente (-0,3%). No entanto, esse resultado global esconde duas forças opostas:

- Efeito de composição: com impacto positivo. O emprego concentrou-se mais em setores com salários elevados, o que contribuiu com aproximadamente +0,3 p. p. para o crescimento do salário médio. Esta mudança representa uma inversão em relação ao ciclo 2014-2019, quando o emprego foi criado sobretudo em setores com salários baixos, subtraindo assim -0,8 p. p. ao crescimento salarial.
- Margem intensiva: com impacto negativo. Na maioria dos setores, os salários não cresceram ao ritmo da inflação, o que subtraiu 0,6 p. p. ao crescimento. Por outras palavras, ainda que a composição setorial favoreça o aumento do salário médio a nível agregado, a perda de poder de compra em cada setor mais do que compensa esse efeito.

Conclusões

As dinâmicas analisadas apontam para que o crescimento do emprego em Espanha nos últimos cinco anos tenha sido, no conjunto, de maior qualidade do que o da expansão anterior. Diversos fatores reforçam esta afirmação:

- A força de trabalho tornou-se mais qualificada, com um aumento predominante do emprego entre trabalhadores com educação superior.
- A estabilidade no emprego melhorou substancialmente: a taxa de emprego temporário caiu para mínimos históricos, graças a uma queda transversal em todos os setores após a reforma de 2021. Isto significa empregos mais estáveis e previsíveis do que no passado recente.
- O emprego cresceu mais nos setores de salários altos, revertendo o padrão regressivo do período 2014-2019.

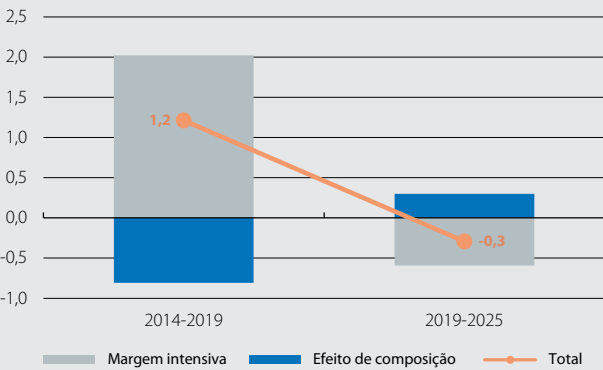
2. As informações setoriais são classificadas em dois dígitos CNAE, o que representa praticamente 80 setores.

Espanha: taxa de emprego temporário (p. p.)

	2014-2019	2019-2025*
Margem intensiva	1,3	-17,8
Efeito de composição	0,7	0,2
Total	2,0	-17,6

Nota: * Dados até setembro de 2025.
Fonte: BPI Research, com base em dados do INE de Espanha e do Ministério da Inclusão, Segurança Social e Migrações.

Espanha: detalhe do crescimento dos salários reais (p. p. e variação percentual)



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

Indicadores de atividade e emprego

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

	2023	2024	1T 2025	2T 2025	3T 2025	4T 2025	10/25	11/25	12/25
Indústria									
Índice de produção industrial	-1,6	0,4	-0,8	1,5	2,5	...	1,2	...	...
Indicador de confiança na indústria (valor)	-6,5	-4,9	-5,4	-5,2	-4,9	...	-4,6	-3,4	...
PMI das indústrias (valor)	48,0	52,2	50,0	50,0	52,6	51,1	52,1	51,5	49,6
Construção									
Licenças de novas construções (acum. 12 meses)	0,5	16,7	20,1	14,8	7,9	...	9,0	...	...
Compra e venda de habitações (acum. 12 meses)	-10,2	9,7	17,0	22,9	18,7	...	13,9	...	...
Preço da habitação	4,0	8,4	12,2	12,7	12,8	...	...	...	...
Serviços									
Turistas estrangeiros (acum. 12 meses)	18,9	10,1	8,1	6,3	4,3	...	3,7	3,2	...
PMI dos serviços (valor)	53,6	55,3	55,3	52,2	54,2	56,4	56,6	55,6	57,1
Consumo									
Vendas a retalho ¹	2,5	1,8	3,4	5,1	4,5	...	3,9	6,0	...
Matrículas de automóveis	16,7	7,2	14,0	13,7	16,9	8,0	15,9	12,9	-2,2
Indicador do sentimento económico (valor)	100,5	103,0	103,3	103,2	103,7	...	103,9	105,9	...
Mercado de trabalho									
População empregada ²	3,1	2,2	2,4	2,7	2,6	...	...	...	...
Taxa de desemprego (% da pop. ativa)	12,2	11,3	11,4	10,3	10,5	...	...	...	...
Inscritos na Segurança Social ³	2,7	2,4	2,3	2,2	2,3	2,4	2,4	2,5	2,4
PIB	2,5	3,5	3,1	2,9	2,8	...	...	...	...

Preços

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

	2023	2024	1T 2025	2T 2025	3T 2025	4T 2025	10/25	11/25	12/25
Inflação global	3,5	2,8	2,7	2,2	2,8	3,0	3,1	3,0	2,9
Inflação subjacente	6,0	2,9	2,2	2,3	2,4	2,6	2,5	2,6	2,6

Setor externo

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

	2023	2024	1T 2025	2T 2025	3T 2025	4T 2025	10/25	11/25	12/25
Comércio de bens									
Exportações (variação homóloga, acum. 12 meses)	-1,4	0,2	3,3	2,0	0,8	...	0,3	...	...
Importações (variação homóloga, acum. 12 meses)	-7,2	0,1	4,2	4,1	4,6	...	4,6	...	...
Saldo corrente	40,9	50,7	47,8	48,6	48,7	...	51,0	...	...
Bens e serviços	57,5	66,3	63,5	63,7	62,1	...	62,7	...	...
Rendimentos primários e secundários	-16,5	-15,7	-15,7	-15,1	-13,4	...	-11,7	...	...
Capacidade (+) / Necessidade (-) de financiamento	57,8	68,7	66,6	67,6	67,1	...	69,5	...	...

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	1T 2025	2T 2025	3T 2025	4T 2025	10/25	11/25	12/25
Depósitos									
Depósitos das famílias e empresas	0,3	5,1	4,6	3,9	4,9	...	4,9	4,7	...
À ordem e poupança	-7,4	2,0	3,1	5,0	7,2	...	7,3	7,0	...
A prazo e com pré-aviso	100,5	23,5	12,6	-1,5	-6,6	...	-6,1	-6,6	...
Depósitos das Adm. Públicas ⁵	0,5	23,1	24,4	25,5	7,2	...	4,6	1,4	...
TOTAL	0,3	6,3	5,9	5,4	5,1	...	4,9	4,4	...
Saldo vivo de crédito									
Setor privado	-3,4	0,7	1,7	2,6	2,8	...	3,2	3,1	...
Empresas não financeiras	-4,7	0,4	1,6	2,5	2,3	...	2,9	2,5	...
Famílias - habitação	-3,2	0,3	1,4	2,3	2,9	...	3,0	3,1	...
Famílias - outros fins	-0,5	2,3	3,1	-261,4	-278,2	...	4,3	4,5	...
Administrações Públicas	-3,5	-2,6	-0,3	5,3	12,9	...	11,4	12,3	...
TOTAL	-3,4	0,5	1,6	2,7	3,4	...	3,7	3,7	...
Taxa de incumprimento (%)⁶	3,5	3,3	3,2	3,0	2,9	...	2,8	...	...

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.