

# Situación España

Marzo 2025

## Mensajes principales. Global



### EVOLUCIÓN RECIENTE

La economía global enfrenta cambios geopolíticos y económicos con consecuencias inciertas, por las políticas de la nueva administración Trump. El crecimiento sigue fuerte en EE. UU. pese a señales negativas más recientes, débil en la eurozona y se recupera en China. La inflación sigue alta, más en EE. UU. La Fed ha dejado los tipos estables y el BCE ha continuado su ciclo de recortes en el 1T25.



### PERSPECTIVAS: CRECIMIENTO

El crecimiento global se desacelerará ante mayor incertidumbre y proteccionismo. Aunque los datos duros de los últimos meses respaldan revisiones al alza para EE. UU. y China, ambos seguirán desacelerándose y la incertidumbre arancelaria genera sesgos a la baja. En la eurozona, las perspectivas empeoran en este entorno, pero el gasto fiscal, sobre todo en defensa, podría ayudar.



### PERSPECTIVAS: INFLACIÓN, TIPOS

Se espera que la inflación en EE. UU. suba, en parte por aranceles, mientras que en la eurozona debería converger al objetivo. La Fed mantendría los tipos inalterados a corto plazo, pero podría reducirlos en la segunda mitad de 2025. El BCE se prepara para cerrar su ciclo de relajación, con dos recortes de tipos aún probables en el 2T25. Una inflación controlada allanaría el camino para tipos más bajos en China.



### RIESGOS

El balance de riesgos para la economía global se sesga aún más a la baja. Las mayores preocupaciones son aranceles más altos en EE. UU. y la persistencia de la incertidumbre. Aunque las negociaciones para acabar la guerra en Ucrania son positivas, los riesgos geopolíticos seguirán en el radar.

## Mensajes principales. España



### EVOLUCIÓN RECIENTE

El crecimiento del PIB en 2024 habría alcanzado el 3,2 %. Se confirma una aceleración en la creación de empleo, un mayor protagonismo del consumo de los hogares y la resiliencia de las exportaciones de servicios. Con estos vientos de cola, el avance del PIB se mantendría elevado al comienzo del año, y se estima que se situará alrededor del 0,7 % trimestral en el 1T25.



### PERSPECTIVAS

Se prevé que la recuperación continúe en 2025 (2,8 %) y 2026 (1,8 %), por el aumento de la competitividad, la caída del precio del petróleo, la inversión en energías renovables y la depreciación del euro. La menor inflación favorecerá el crecimiento de la renta bruta disponible en un mercado laboral con salarios al alza. La caída de los tipos de interés impulsará sectores intensivos en el uso de crédito.



### DANA

El impacto de la DANA habría sido menos negativo que lo previsto, y la recuperación más rápida. Esto, gracias a las medidas anunciadas para apoyar a las familias y empresas afectadas por la DANA. Será clave que los recursos se usen de manera eficiente, para permitir que la recuperación continúe hacia delante.



### PATRÓN DE CRECIMIENTO

La actual recuperación rompe con el patrón observado tras las crisis precedentes. El PIB en España está a punto de recuperar la tendencia de crecimiento anterior a la pandemia, algo que queda lejos para la eurozona. Se aprecian algunas mejoras en el funcionamiento del mercado laboral, la inmigración eleva la capacidad de crecimiento, la inversión en activos intangibles y en la producción de electricidad con fuentes renovables mejoran la competitividad.

## Mensajes principales. España



### RIESGOS EXTERNOS

Se espera una **desaceleración de la actividad hacia 2026**. Preocupa el encarecimiento del gas, el estancamiento en la eurozona o la incertidumbre relacionada con los cambios en la política comercial de EE. UU.



### RIESGOS INTERNOS

La **tasa de ahorro de los hogares en España se mantiene atípicamente elevada**, lo que evidencia los limitantes del consumo privado para liderar el crecimiento. En comparación a otras fases expansivas, la inversión sigue sin mostrar una respuesta acorde con el ritmo de crecimiento del PIB. La falta de vivienda asequible puede convertirse en un obstáculo para la mejora de la calidad de vida y el mantenimiento de la inmigración. La tasa de transición del empleo al desempleo sigue siendo un 50 % mayor que la de países de nuestro entorno.



### INCERTIDUMBRE DE POLÍTICA ECONÓMICA

La **incertidumbre de política económica crece ante la ausencia de consensos, tanto a nivel nacional como europeo**. Sería recomendable avanzar en establecer acuerdos transversales para abordar las principales dudas que pueden estar condicionando la disposición de hogares y empresas a consumir e invertir. A este respecto, serán claves las medidas que puedan implementarse para reducir las dudas sobre el impacto que tendrán los cambios en la política comercial, así como en la fiscal y en la monetaria.

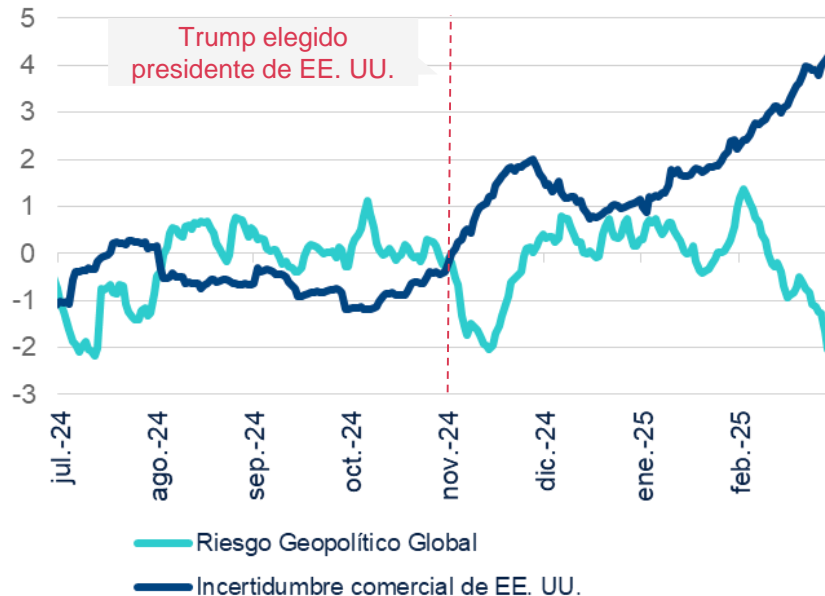
01

# Situación Global

## Marzo 2025

# Las políticas de la nueva administración de EE. UU. generan incertidumbre

## ÍNDICES DE INCERTIDUMBRE COMERCIAL DE EE. UU. Y DE RIESGO GEOPOLÍTICO GLOBAL (\*) (MEDIA DESDE ENE/23 IGUAL A 0; MEDIA MÓVIL DE 28 DÍAS)



- **Mayor incertidumbre** por las políticas de Trump:
  - **Comercio:** aranceles del 20% a China, 25% a ciertos países aliados (luego pospuestos), 25% a hierro y aluminio, y múltiples amenazas proteccionistas.
  - **Otras:** restricciones migratorias, apoyo a energía fósil, recortes de gasto público e impuestos más bajos, menor apoyo a instituciones multilaterales, etc.
- **Menor riesgo geopolítico a corto plazo**, aliviando presión sobre los precios energéticos, dadas las negociaciones para finalizar la guerra en Ucrania y la tregua entre Israel y Hamás.
- **Aún así, la geopolítica seguirá preocupando** en un contexto de rivalidad entre EE. UU. y China, y tensiones entre EE. UU. y sus aliados occidentales, que están impulsando un aumento del gasto en defensa en Europa.

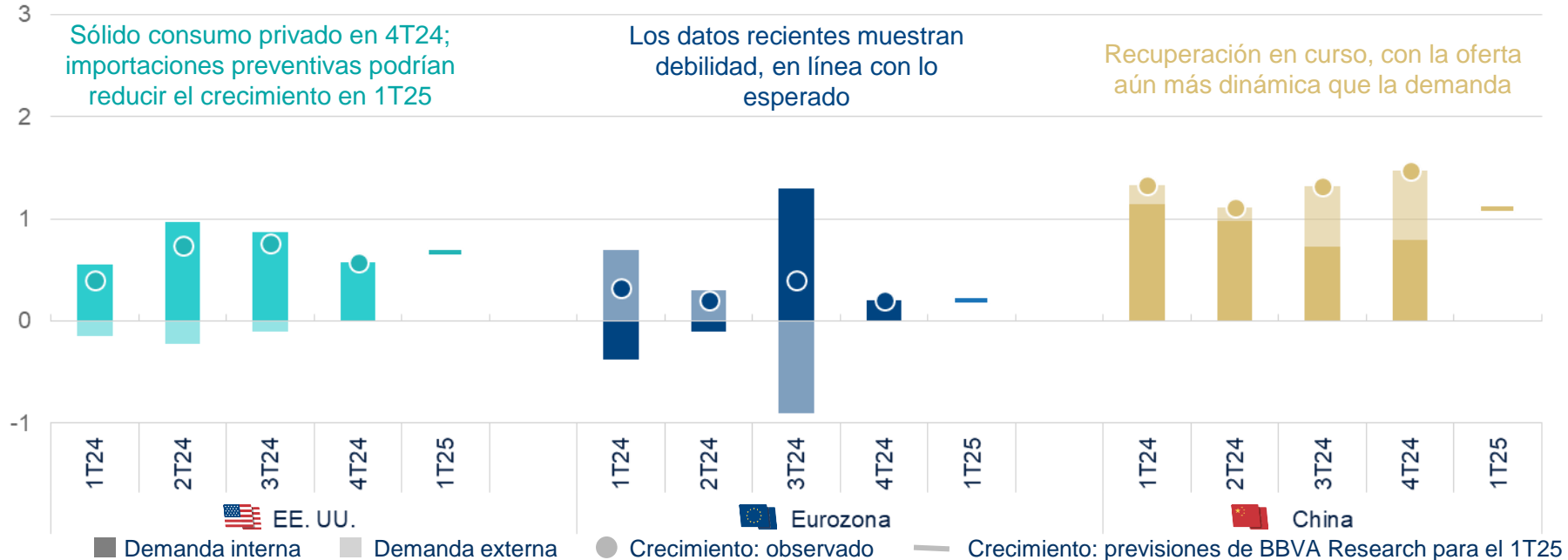
(\*) Último dato disponible: 5 de marzo de 2025

Fuente: BBVA Research Geopolitics Monitor.

# El crecimiento mantiene una inercia fuerte: siguió robusto en EE. UU. y China, y ligeramente positivo en la eurozona a fines de 2024

## PIB: CONTRIBUCIÓN DE LA DEMANDA INTERNA Y EXTERNA AL CRECIMIENTO DEL PIB

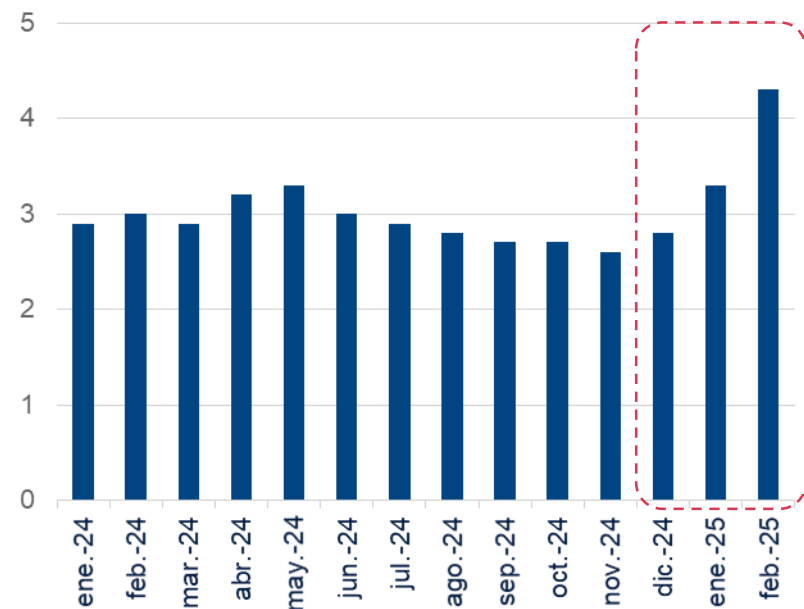
(CRECIMIENTO DEL PIB: T/T %; CONTRIBUCIÓN AL CRECIMIENTO: PUNTOS PORCENTUALES)



# Pese a la reciente resiliencia del crecimiento en EE. UU., la incertidumbre ya afecta a la confianza del consumidor y las expectativas de inflación

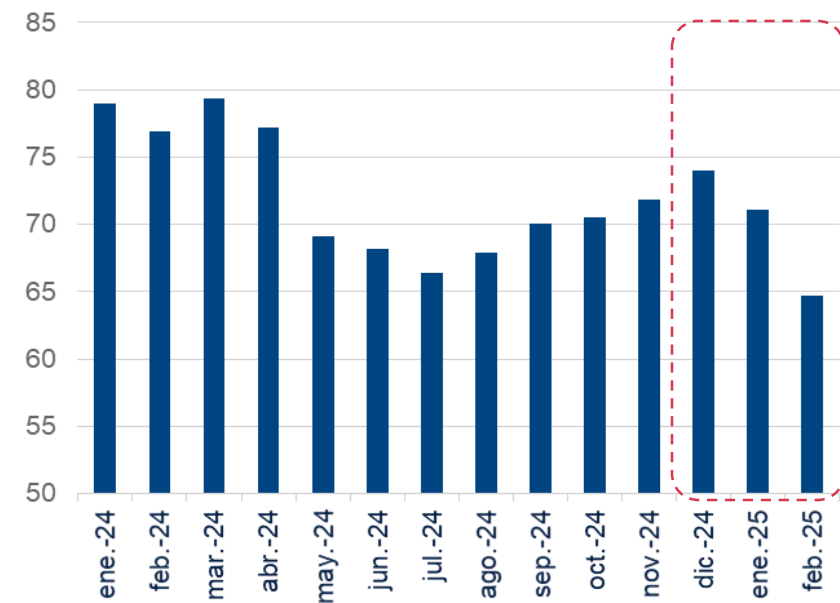
## EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN DEL CONSUMIDOR EN EE. UU. A DOCE MESES

(% A/A)



Fuente: BBVA Research a partir de datos de la Encuesta de Consumidores de la Universidad de Michigan.

## SENTIMIENTO DEL CONSUMIDOR EN EE. UU. (ÍNDICE)



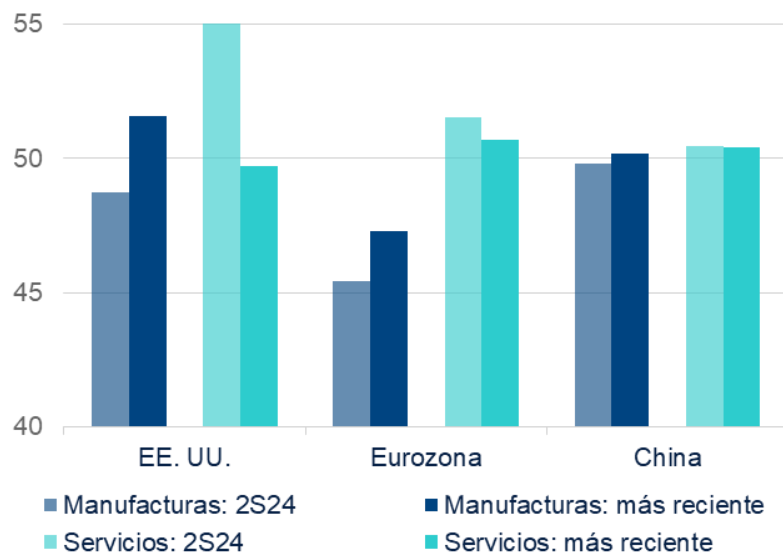
Fuente: BBVA Research a partir de datos de la Encuesta de Consumidores de la Universidad de Michigan.



# La desaceleración de los servicios y las señales de avance en manufactura plantean dudas sobre la persistencia del modelo de crecimiento pospandemia

## INDICADORES PMI: MEDIA DEL 2S24 Y DATOS MÁS RECIENTES (\*)

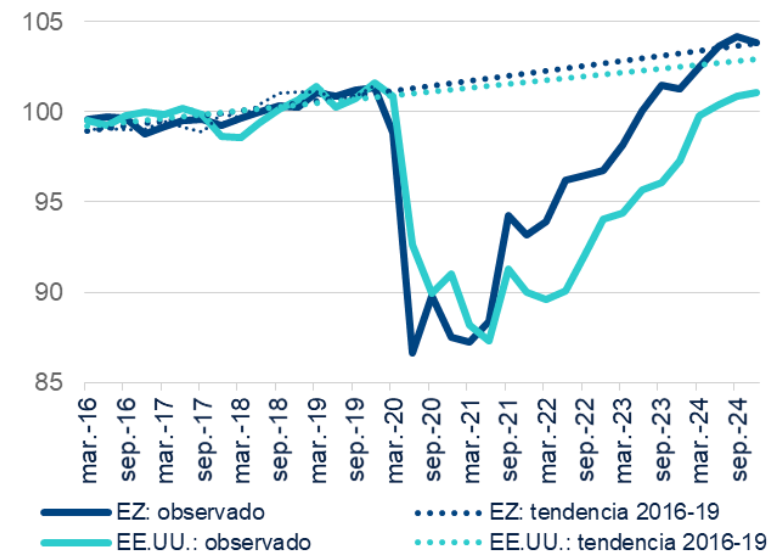
(MÁS DE 50: EXPANSIÓN; MENOS DE 50: CONTRACCIÓN)



(\*) Datos más recientes: febrero de 2025.  
Fuente: BBVA Research a partir de datos de Haver.

## CONSUMO PRIVADO: RATIO SERVICIOS / BIENES (\*)

(ÍNDICE: MEDIA 2016-19 = 100; A PARTIR DE DATOS NOMINALES)

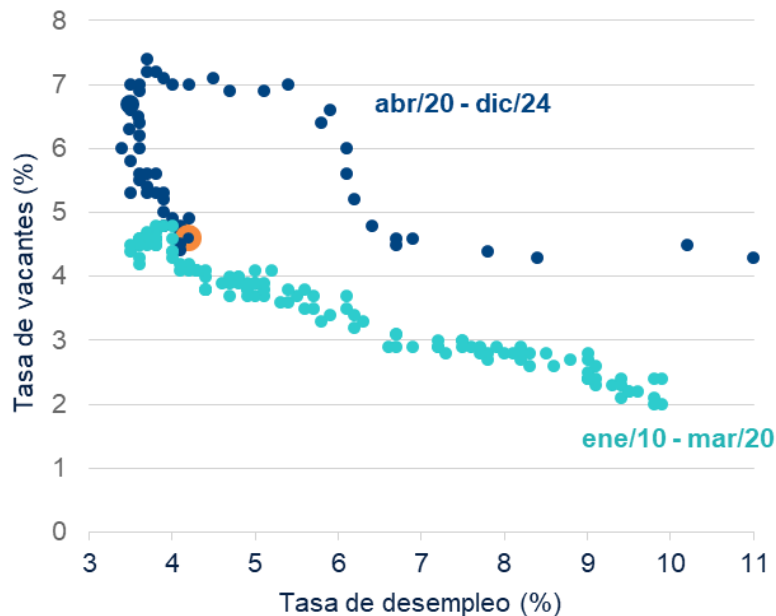


(\*) Los datos del 4T24 para la Eurozona se basan en cifras preliminares de Dinamarca, Alemania, España, Francia, Países Bajos y Eslovenia.  
Fuente: BBVA Research a partir de datos de la BEA y de Eurostat.

# Los mercados laborales siguen dinámicos pese a la moderación: las vacantes de empleo han caído significativamente, pero el desempleo se mantiene bajo

## EE. UU.: CURVA DE BEVERIDGE (\*)

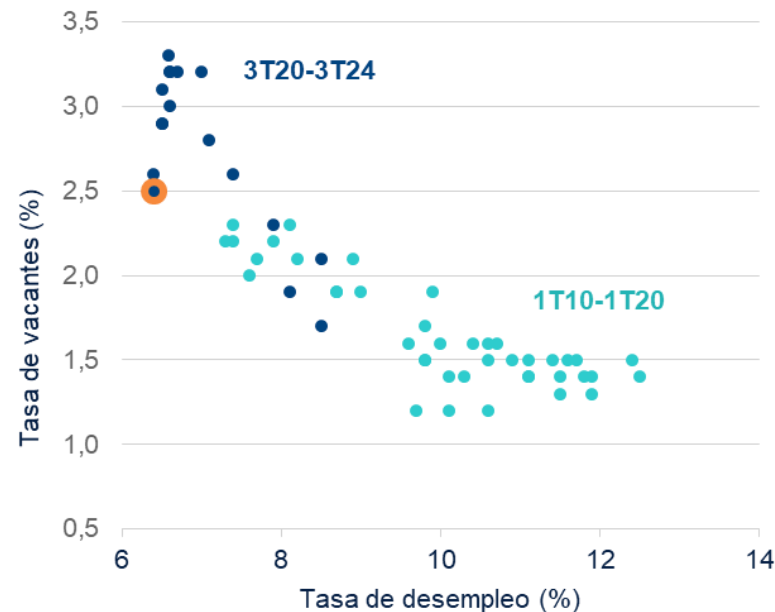
(DATO DEL MES MÁS RECIENTE DESTACADO, 3T24)



(\*) Desempleo: proporción de la fuerza laboral. Vacantes: proporción de la suma de empleo y vacantes.  
Fuente: BBVA Research a partir de datos de FRED.

## EUROZONA: CURVA DE BEVERIDGE (\*)

(DATO DEL TRIMESTRE MÁS RECIENTE DESTACADO, 3T24)

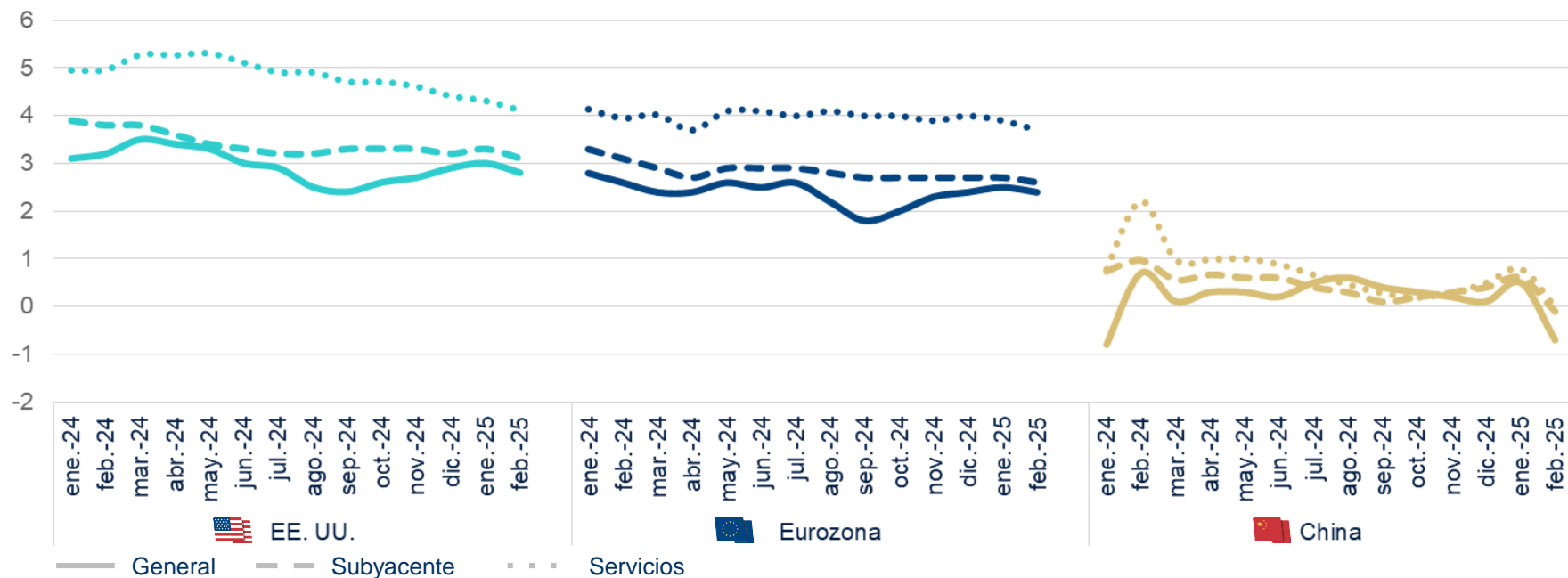


(\*) Desempleo: proporción de la fuerza laboral. Vacantes: proporción de la suma de empleo y vacantes.  
Fuente: BBVA Research a partir de datos de Eurostat.

# La inflación sigue sobre el objetivo, especialmente en EE. UU., aunque también en la eurozona, tras repuntar más de lo previsto en los últimos meses

## INFLACIÓN GENERAL, SUBYACENTE Y DE SERVICIOS; BASADA EN EL IPC

(%)

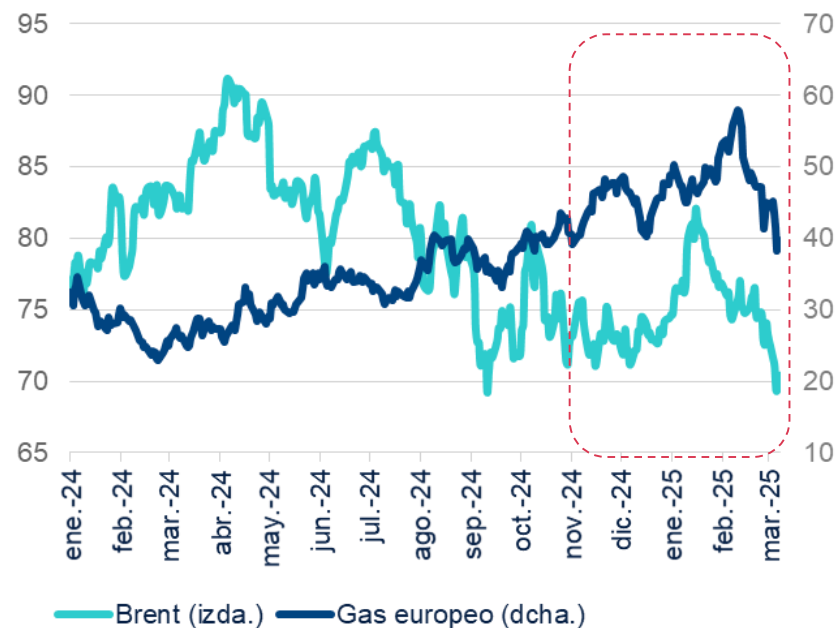


Fuente: BBVA Research a partir de datos de Haver.

# Los precios energéticos bajaron por mejores perspectivas de oferta y eventos geopolíticos, pero siguen volátiles; los salarios parecen perder impulso

## PETRÓLEO BRENT Y GAS: PRECIOS (\*)

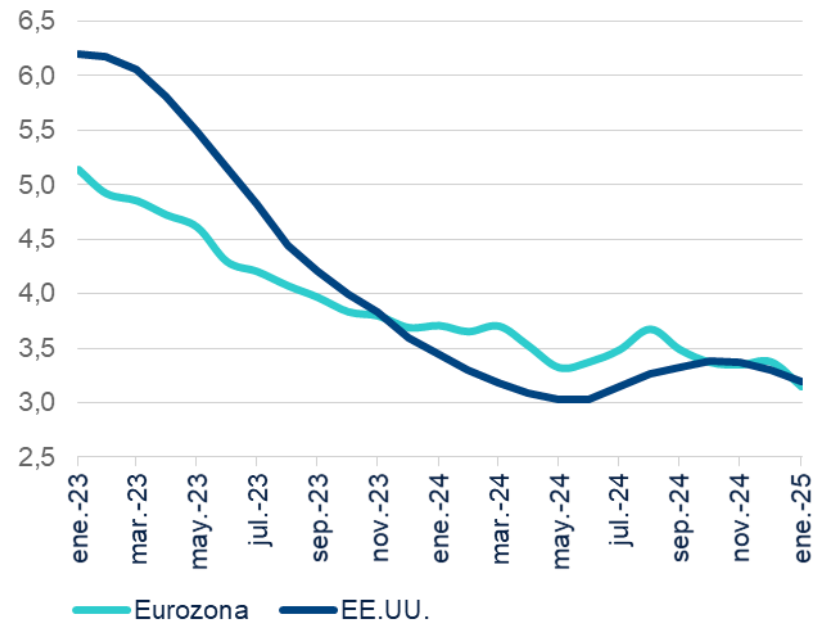
(PETRÓLEO: DÓLARES/BARRIL; GAS: EUROS/MWH)



(\*) Último dato disponible: 7 de marzo de 2025.  
Fuente: BBVA Research a partir de datos de Haver.

## SALARIOS NOMINALES: INDICADOR DE INDEED

(% A/A, MEDIA MÓVIL DE TRES MESES)

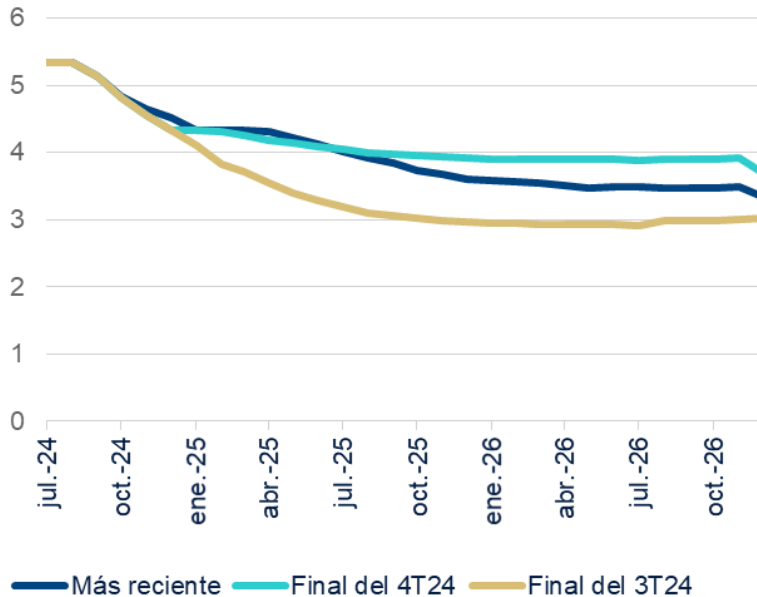


Fuente: BBVA Research a partir de datos de InDeed.

# Cautela en los bancos centrales: la Fed mantuvo los tipos sin cambios y el BCE siguió recortando en el 1T25, pero sin descartar una pausa más adelante

## EE. UU.: TIPOS DE INTERÉS IMPLÍCITOS EN LOS CONTRATOS FUTUROS (\*)

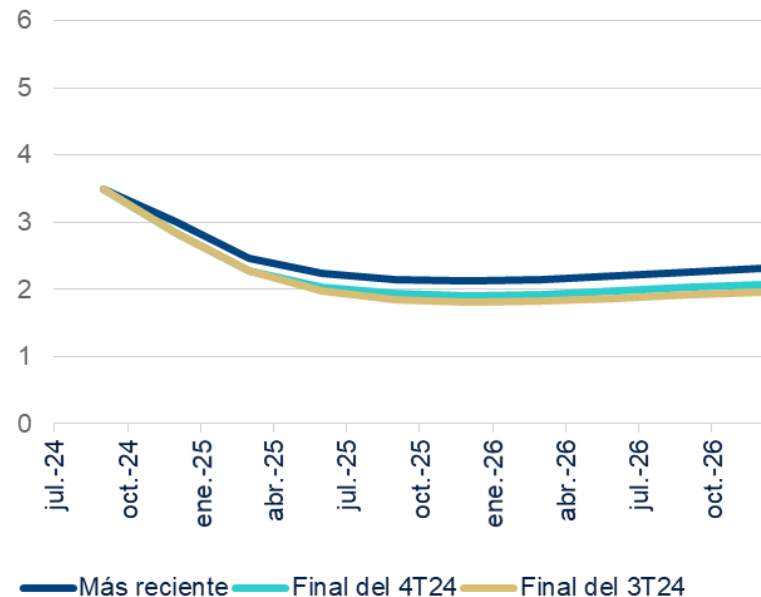
(%)



(\*) Últimos datos disponibles: 5 de marzo de 2025.  
Fuente: BBVA Research a partir de datos de Haver.

## EZ: TIPOS DE INTERÉS IMPLÍCITOS EN LOS CONTRATOS FUTUROS (\*)

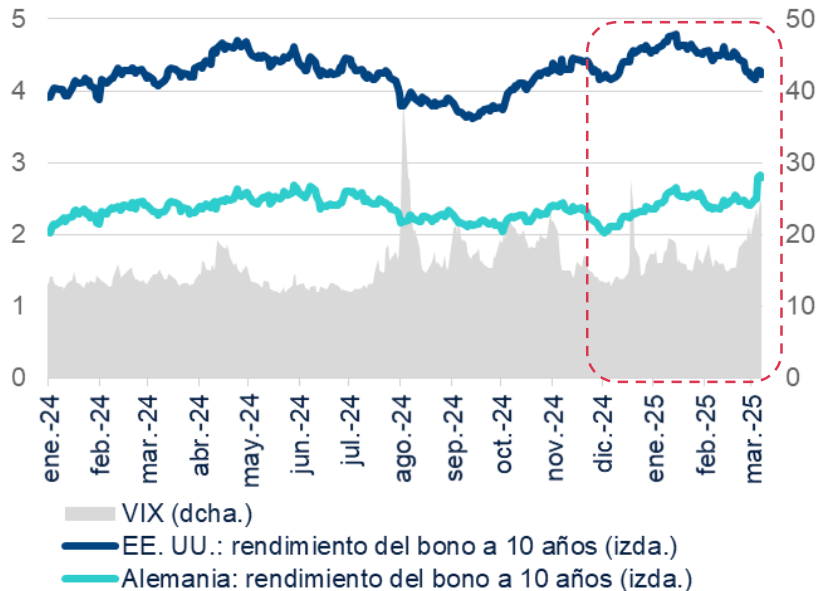
(%)



(\*) Tipos de la facilidad de depósito del BCE. Últimos datos disponibles 5 de marzo de 2025.  
Fuente: BBVA Research a partir de datos de Haver.

# La volatilidad financiera sube mientras los mercados evalúan las políticas de Trump; los planes de gasto impulsan los rendimientos soberanos en Europa

## RENDIMIENTOS SOBERANOS Y VIX (\*) (RENDIMIENTOS SOBERANOS: %; VIX: ÍNDICE)



(\*) Últimos datos disponibles: 5 de marzo de 2025.

Fuente: BBVA Research a partir de datos de Haver.

## DÓLAR ESTADOUNIDENSE: DXY (\*) (ÍNDICE)



(\*) Un índice DXY más bajo representa un dólar más débil. Últimos datos disponibles: 5 de marzo de 2025.

Fuente: BBVA Research a partir de datos de Haver

# Las erráticas políticas de la nueva administración de EE. UU. plantean desafíos crecientes para la economía global

## ESCENARIO BASE DE BBVA RESEARCH SOBRE LAS POLÍTICAS DE TRUMP



### POLÍTICA COMERCIAL

Los aranceles de EE. UU. son más que una herramienta de negociación. Supuesto de trabajo: arancel general del 10% desde 2T25 y del 60% a China desde 2S25.



### GEPOLÍTICA

Sin cambios en el *statu quo actual*; los riesgos están sesgados a la baja, aunque el eventual fin de la guerra en Ucrania tendrá algunos efectos positivos.



### MIGRACIÓN

Políticas migratorias no tendrán un gran impacto en los mercados laborales; las deportaciones aumentarán, pero no drásticamente.



### POLÍTICA FISCAL

Los déficits permanecerán altos, presionados por bajos impuestos, pese a algunos recortes de gasto.



### POLÍTICA MONETARIA

La Fed seguirá independiente, pero las críticas de Trump podrían generar ruido.



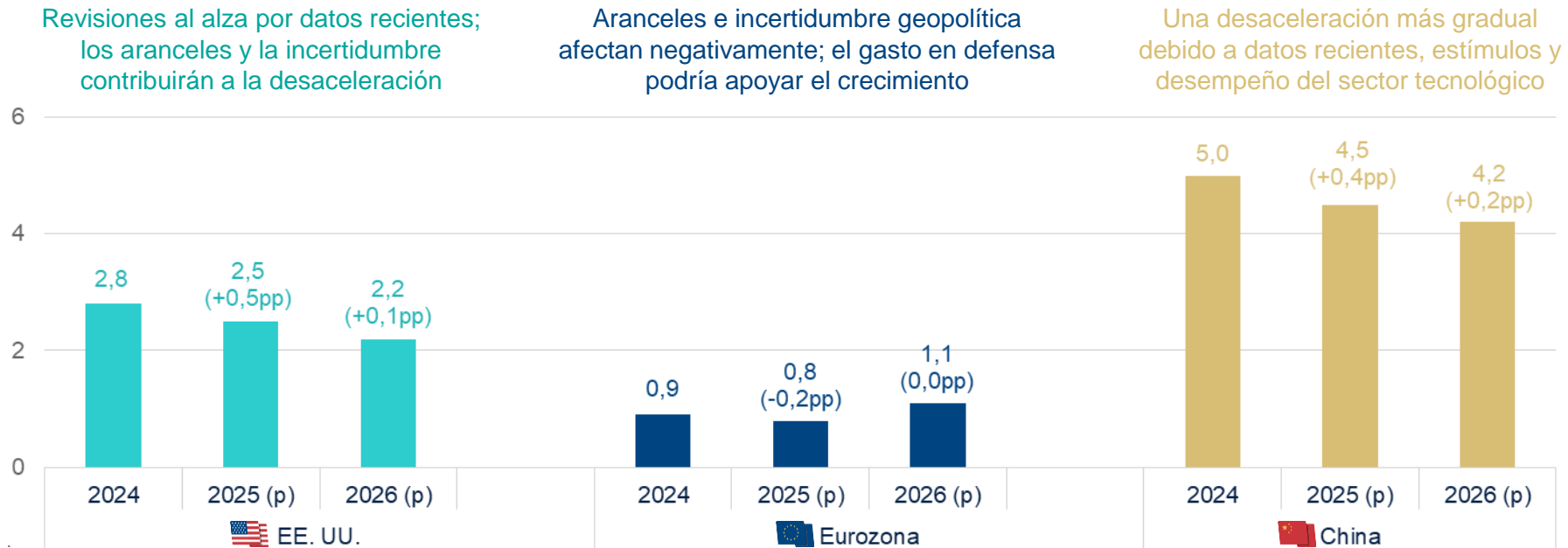
### DESREGULACIÓN

No se asumen efectos positivos significativos.

# Se espera que el crecimiento pierda impulso ante la mayor incertidumbre y proteccionismo, pese a los datos positivos en EE. UU. y China

## CRECIMIENTO DEL PIB (\*)

(%, CAMBIO CON RESPECTO A LA PREVISIÓN ANTERIOR ENTRE PARÉNTESIS)



(p): previsión.

Fuente: BBVA Research.



# La inflación en EE. UU. aumentará, en parte, por los aranceles, mientras que en la eurozona proseguirá la convergencia al objetivo

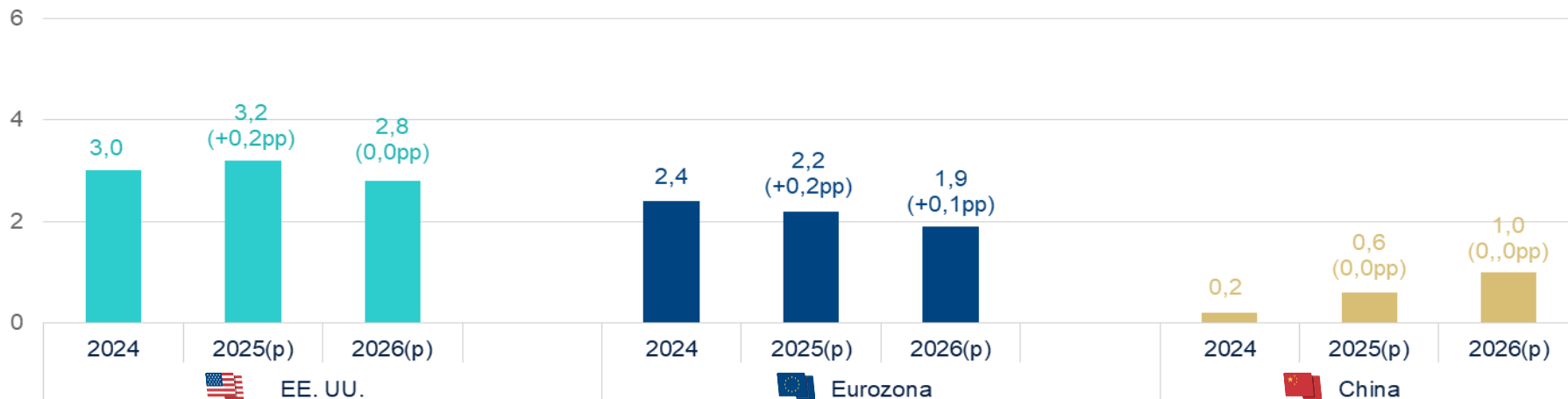
## INFLACIÓN GENERAL, BASADA EN EL IPC

(A/A %, MEDIA DEL PERÍODO, CAMBIO CON RESPECTO A LA PREVISIÓN ANTERIOR ENTRE PARÉNTESIS)

Los aranceles presionarán los precios; el impacto será parcialmente compensado por un dólar fuerte

La menor demanda compensará sorpresas recientes y precios del gas más altos que lo esperado

Se espera que la inflación siga baja pese a la recuperación del crecimiento, estímulos y un renminbi débil



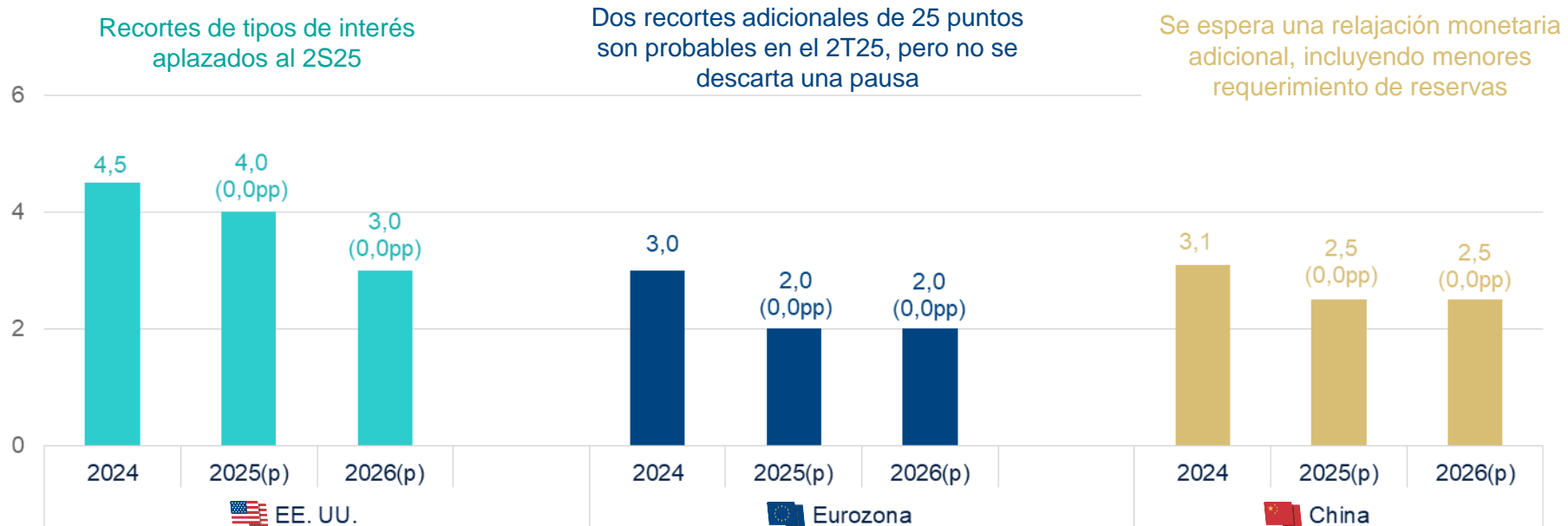
(p): previsión.

Fuente: BBVA Research..

# La Fed mantendrá los tipos antes de reanudar los recortes en el 2S25; el BCE prepara el fin de su ciclo de relajación, pero aún se esperan bajadas en el 2T25

## TIPOS DE INTERÉS DE POLÍTICA MONETARIA(\*)

(%, FIN DE PERÍODO, CAMBIO CON RESPECTO A LA PREVISIÓN ANTERIOR ENTRE PARÉNTESIS)








(p): previsión.

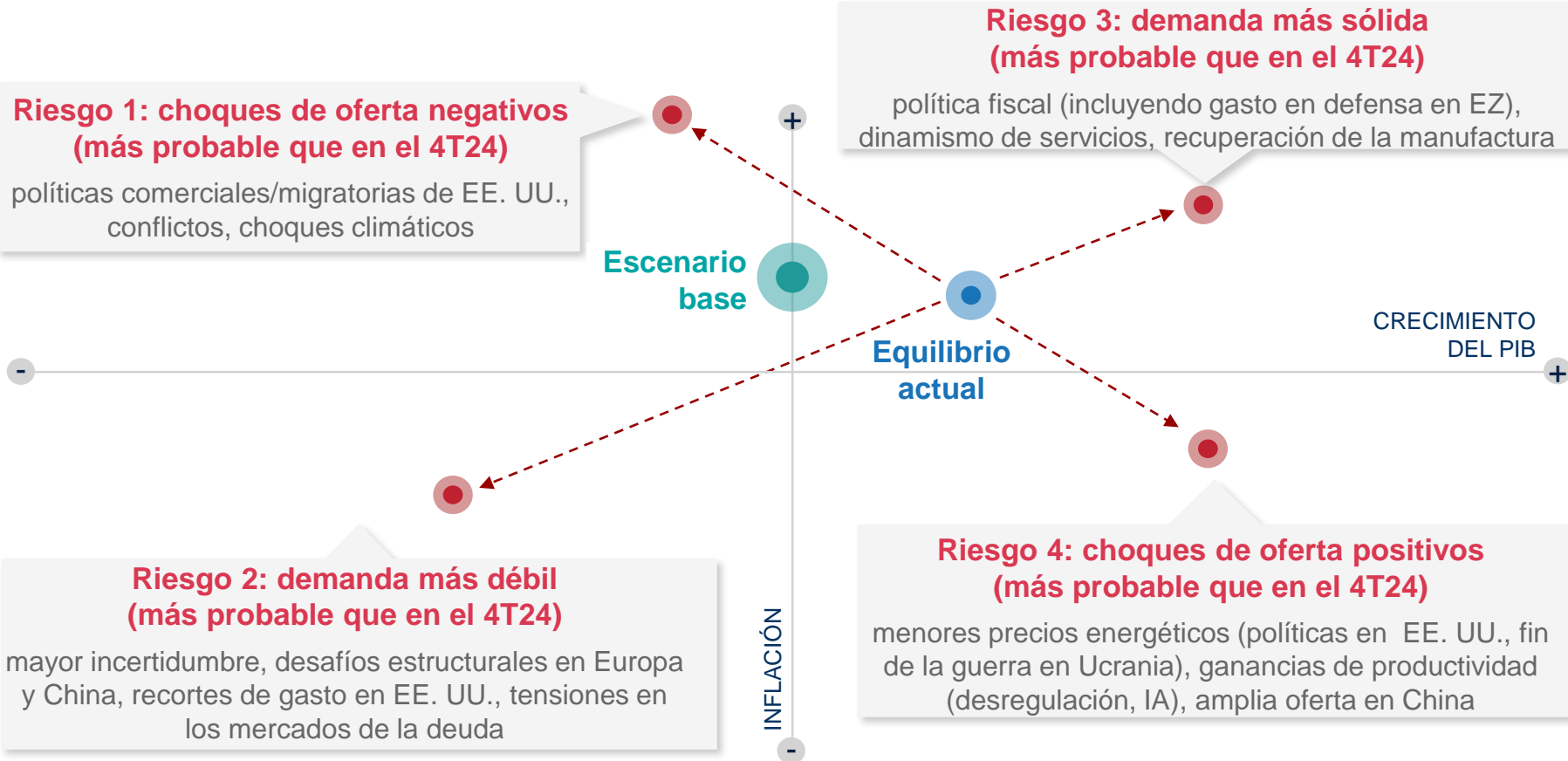
(\*) En el caso de la Eurozona, tipos de interés de la facilidad de depósitos.

Fuente: BBVA Research.

# Los aranceles de EE. UU. generarán choques negativos de oferta e incertidumbre

	ESCENARIO BASE	PRINCIPALES RIESGOS
 <b>CHOQUES CREADOS POR POLÍTICAS DE EE. UU.</b>	Choques negativos de oferta e incertidumbre (demanda).	Choques muy negativos de oferta e incertidumbre (demanda)
 <b>NIVELES DE ARANCELES DE EE. UU.</b>	Aranceles como herramienta de política económica y de negociación (supuesto: 60% a China, 10% a otros países)	Aranceles principalmente como herramienta de política económica (25%, o más, a socios comerciales clave)
 <b>ESCALADA DE ARANCELES</b>	Moderada	Fuerte y dinámicamente inestable
 <b>IMPACTO EN CRECIMIENTO</b>	Significativo	Muy significativo y potencialmente disruptivos
 <b>IMPACTO EN INFLACIÓN</b>	Al alza en EE. UU., a la baja en otras economías	Al alza si domina el choque de oferta; a la baja si prevalece el de incertidumbre

# Los riesgos siguen aumentando: las políticas comerciales de EE. UU. y el impacto de la incertidumbre persistente son de las principales amenazas

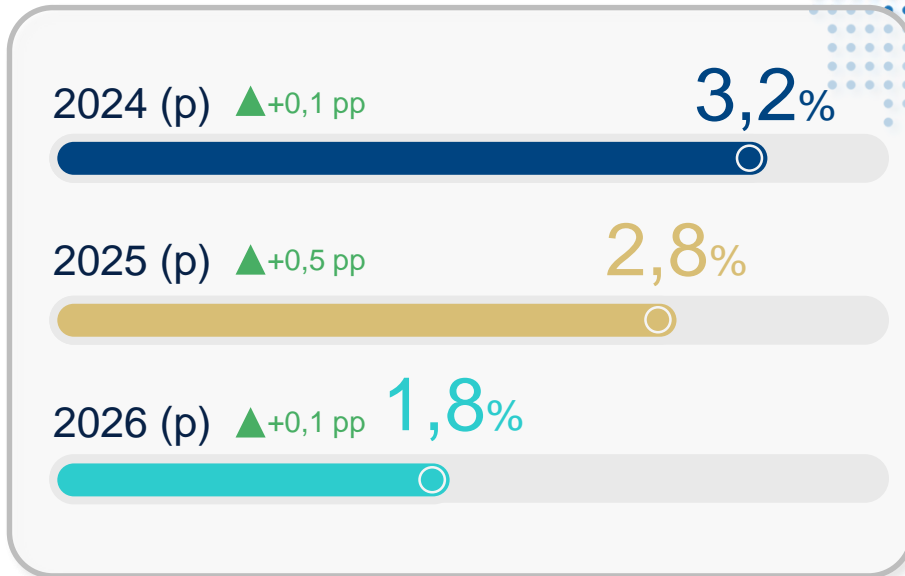


02

# Situación España

## Marzo 2025

# La recuperación del PIB continuará en 2025 y, con menor fuerza, en 2026



▲ Previsión revisada al alza   ► Previsión sin cambios   ▼ Previsión revisada a la baja

(p): previsión.

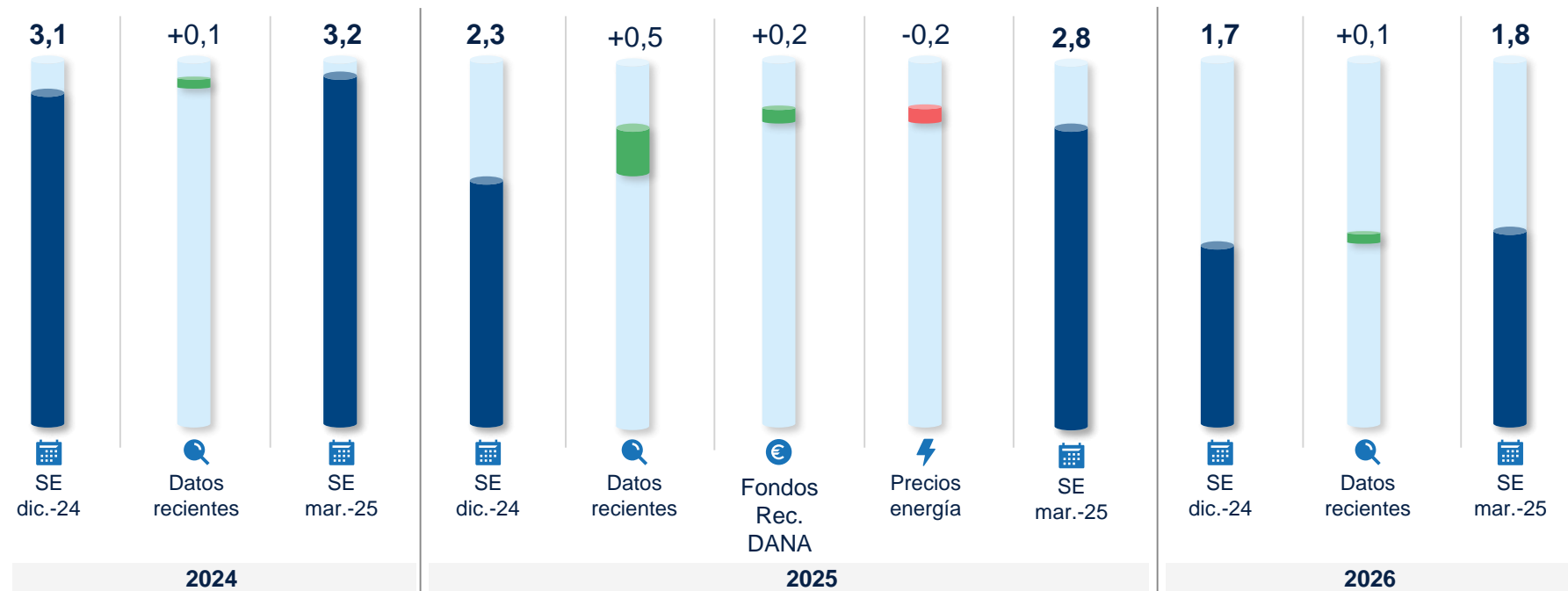
Fuente: BBVA Research a partir de INE.

# La recuperación del PIB continuará en 2025 y, con menor fuerza, en 2026

Mejor comportamiento reciente de la economía, con eventos que la condicionan hacia adelante

## VARIACIÓN EN PREVISIONES DEL PIB DE ACUERDO A CONTRIBUCIONES POR FACTORES

(%)

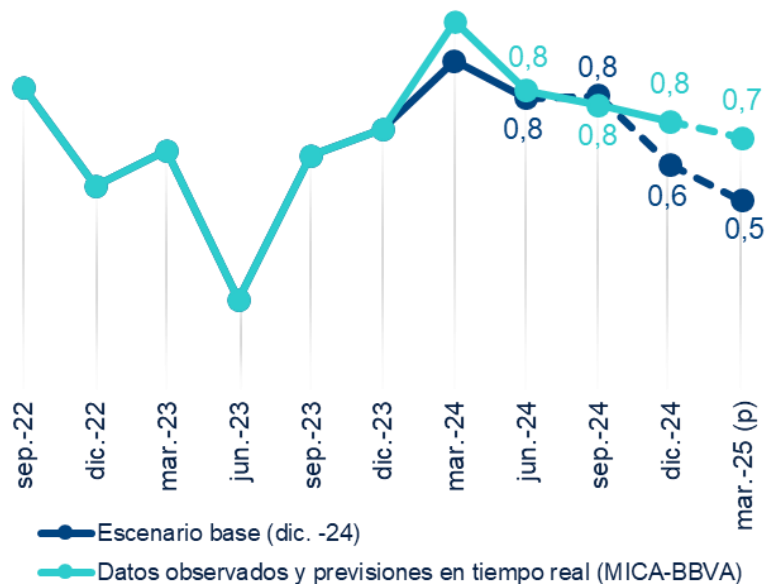


# Un 2024 y un inicio de 2025 mejor que lo esperado

Crecimiento sólido del PIB en el 4T24, que se mantendrá en el 1T25

## CRECIMIENTO TRIMESTRAL DEL PIB

(%)



- El PIB aumentó un 0,8 % en el cuarto trimestre de 2024, 0,2 pp más de lo previsto por BBVA Research en dic.-24.
- La actividad económica mantuvo el dinamismo observado en los trimestres anteriores, reflejando una recuperación estable y continuada.
- El empleo sigue fortaleciéndose. Los datos de afiliación a la Seguridad Social muestran una aceleración en la creación de empleo.
- Si la tendencia actual se mantiene, el crecimiento del PIB en el primer trimestre de 2025 podría situarse en torno al 0,7 %.

(p): previsión.

Fuente: BBVA Research a partir de INE.

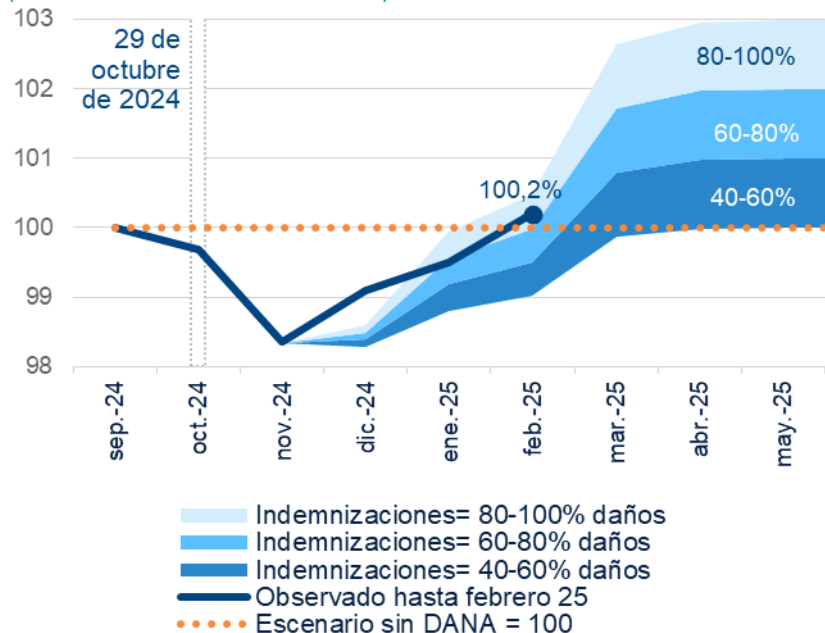


# Un 2024 y un inicio de 2025 mejor que lo esperado

El impacto económico de la DANA habría sido menos negativo que lo previsto

## AFILIACIÓN EFECTIVA\* A LA SEGURIDAD SOCIAL EN LA PROVINCIA DE VALENCIA

(ESCENARIO PREDANA = 100)



- La recuperación de la actividad en las zonas más afectadas por las inundaciones de la DANA ha sido más intensa de lo que se esperaba en un principio, posiblemente por las ayudas recibidas.
- La caída del empleo tras la DANA fue menos significativa y su recuperación más rápida que lo estimado a partir de desastres previos.
- Esto refleja, en parte, el tamaño diferencial del impulso fiscal y la rapidez con la que las ayudas han llegado a familias y empresas.
- Será clave que los recursos lleguen como se ha prometido y que su uso sea eficiente, para permitir que la recuperación continúe.

\*Excluidos los cotizantes en ERTE.

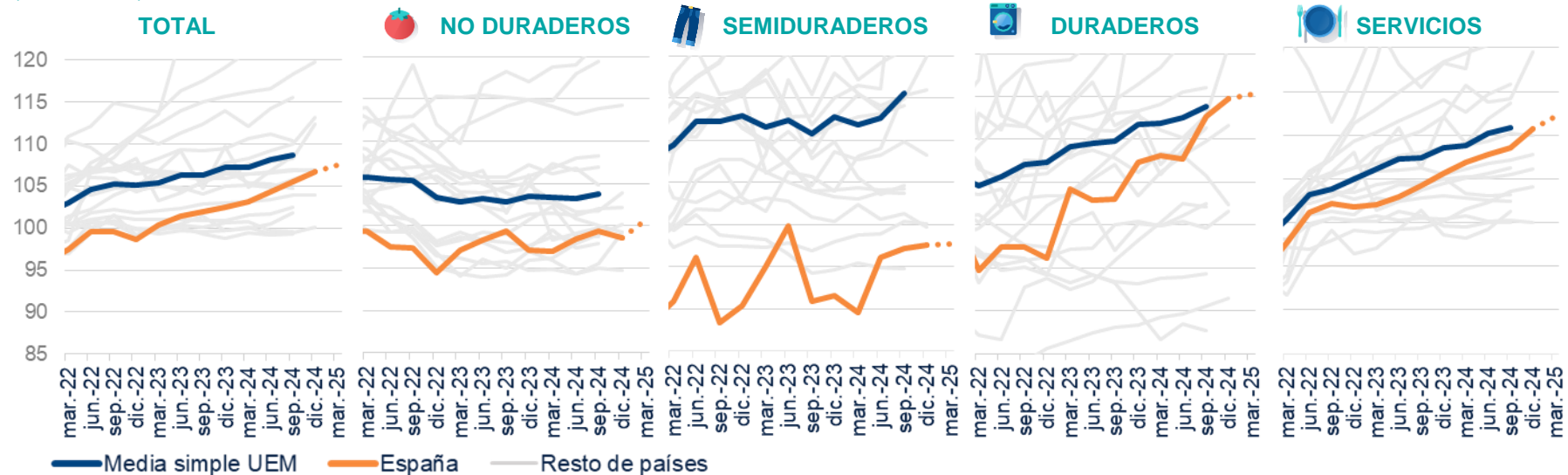
Fuente: BBVA Research a partir de INE, MISSM y EM-DAT.

# Un 2024 y un inicio de 2025 mejor que lo esperado

Se consolida la transición hacia un modelo de crecimiento basado en el consumo privado

## EUROZONA: CONSUMO INTERIOR DE LOS HOGARES

(4T19 = 100)



Nota: mar.-25 previsión para España

Fuente: BBVA Research a partir de Eurostat.

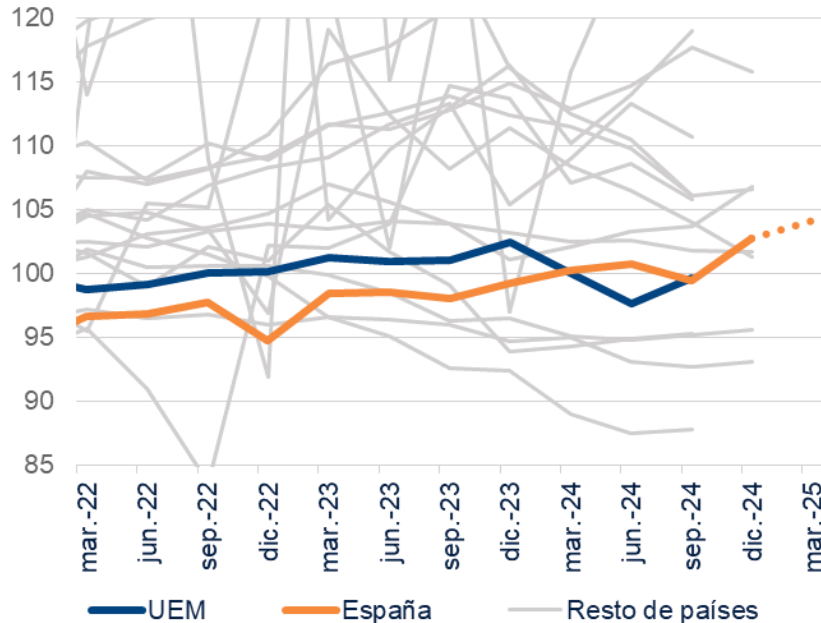
Las familias incrementan su consumo de servicios y bienes duraderos, mientras que moderan el de bienes percederos y semiduraderos (vestido y calzado, fundamentalmente), lo que refleja una tendencia estructural común en Europa.

## Un 2024 y un inicio de 2025 mejor que lo esperado

La inversión comienza a recuperarse, no sólo por el impacto del impulso fiscal (DANA)

### EUROZONA: FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL FIJO

(4T19 = 100)



Nota: mar.-25 previsión para España  
Fuente: BBVA Research a partir de Eurostat.

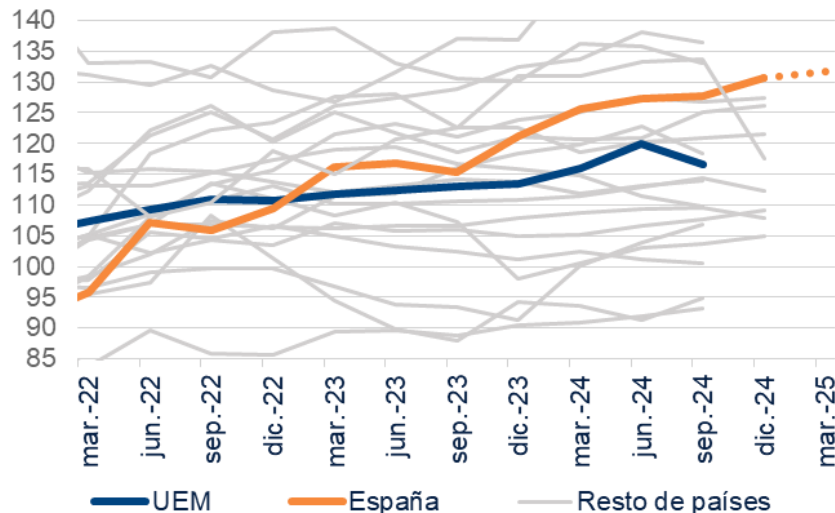
- La inversión sorprendió en el 4T24 con un repunte del 3,4% t/t, casi el doble del previsto (BBVA Research: 1,9% t/t).
- La adquisición de maquinaria y equipo se vio afectada positivamente por el impacto de las ayudas para apoyar a las personas y empresas afectadas por la DANA.
- La inversión en construcción residencial comienza a mostrar signos de una recuperación sostenida, con avances que reflejan la urgencia de incrementar la oferta de vivienda.

# Un 2024 y un inicio de 2025 mejor que lo esperado

Las exportaciones de servicios turísticos continúan mostrando fortaleza

## EUROZONA: EXPORTACIONES DE SERVICIOS

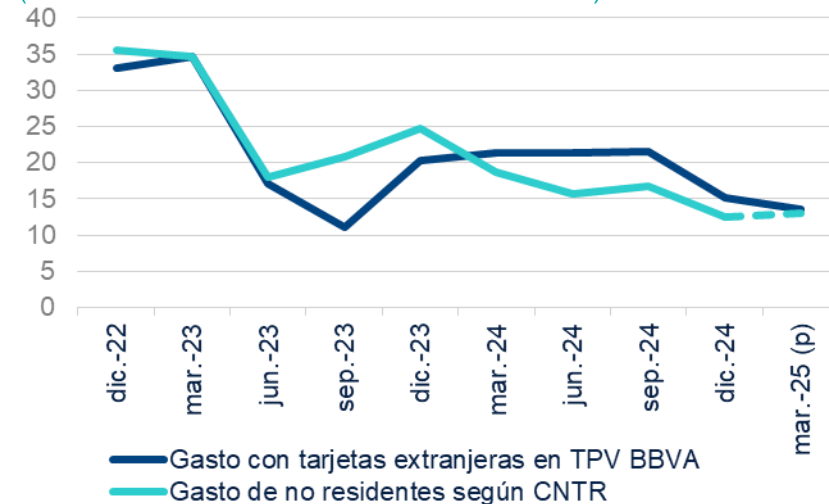
(2019 = 100)



Nota: mar.-25 previsión para España.  
Fuente: BBVA Research a partir de Eurostat.

## CONSUMO DE NO RESIDENTES VS GASTO CON TARJETA DE EXTRANJEROS

(CRECIMIENTO INTERANUAL NOMINAL EN %)



(p): previsión. Datos hasta el 22 de febrero en el caso del gasto con tarjeta.  
Fuente: BBVA Research a partir de BBVA.

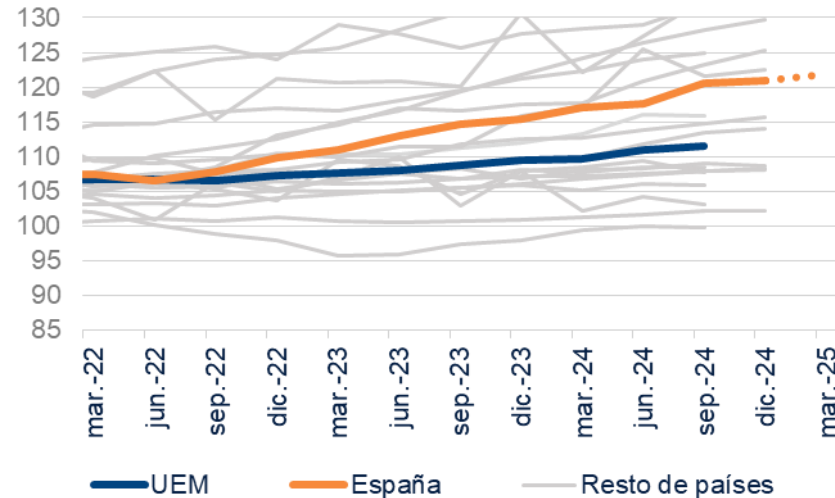
El dinamismo de las exportaciones de servicios, liderado por el sector turístico, sigue sorprendiendo positivamente. El gasto con tarjeta de extranjeros en puntos de venta de BBVA adelanta una consolidación de los altos niveles de actividad alcanzados o, incluso, un leve crecimiento adicional.

# Un 2024 y un inicio de 2025 mejor que lo esperado

El consumo público sigue siendo uno de los motores de la expansión, aunque se desacelera

## EUROZONA: CONSUMO PÚBLICO

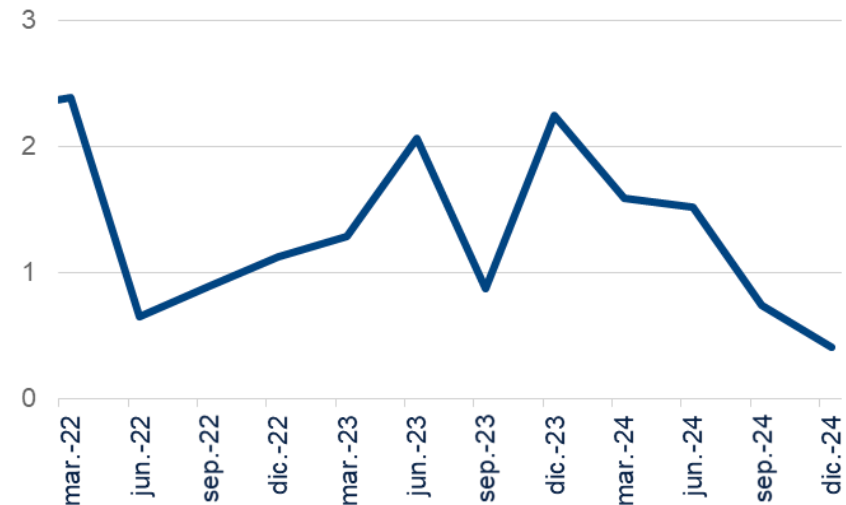
(2019 = 100)



Nota: mar.-25 previsión para España.  
Fuente: BBVA Research a partir de Eurostat.

## ASALARIADOS DEL SECTOR PÚBLICO

(CRECIMIENTO INTERANUAL EN %)



Fuente: BBVA Research a partir de MINECO.

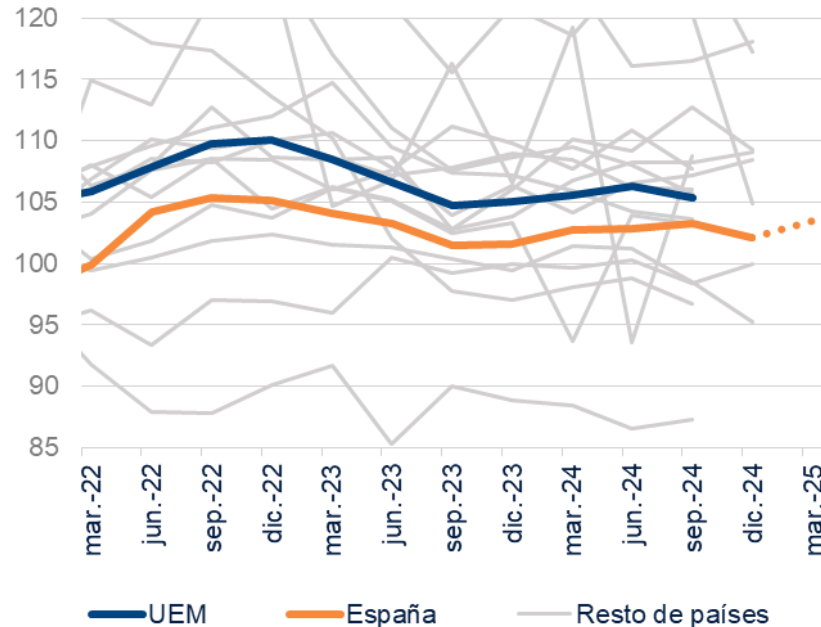
El consumo público consolidó niveles relativamente elevados en 4T24. Sin embargo, los datos recientes muestran una desaceleración, en parte, como consecuencia de la menor contribución de las remuneraciones, en un entorno de moderación en la creación de empleo en las administraciones públicas.

# Un 2024 y un inicio de 2025 mejor que lo esperado

Las exportaciones de bienes consolidan un entorno de estancamiento

## EUROZONA: EXPORTACIONES REALES DE BIENES

(4T19 = 100)



Nota: mar.-25 previsión para España.

Fuente: BBVA Research a partir de Eurostat.

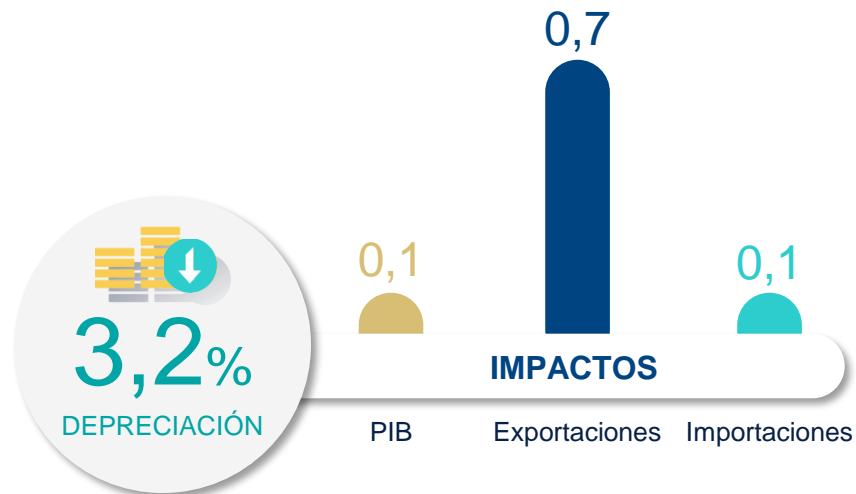
- El dinamismo de la demanda externa de servicios no se ha trasladado a las exportaciones de bienes, que cayeron en el último trimestre de 2024 (-1,1% t/t frente al 0,9% t/t previsto).
- La información disponible hasta el momento no parece apuntar a que el rebote esperado para el 1T25 (+1,4 t/t) vaya a ser suficiente para superar los niveles del 3T24.
- En general, este componente de la demanda muestra un estancamiento de dos años.
- Las importaciones también crecieron por debajo de lo esperado, con un avance del 1,3% t/t frente al 1,8% t/t proyectado.

## La recuperación continuará durante los próximos meses

La reciente depreciación del euro afianza una ganancia de competitividad

### ESTIMACIÓN DEL IMPACTO DE LA DEPRECIACIÓN PREVISTA DEL EURO

(DESVIACIÓN DEL ESCENARIO BASE EN PP)

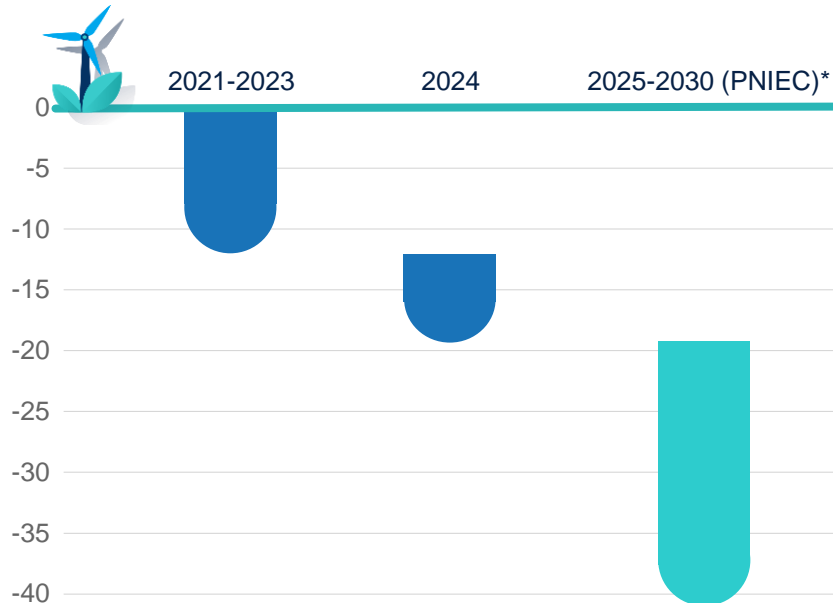


- Las ganancias de competitividad en los últimos trimestres han favorecido el crecimiento de las exportaciones.
- Con la inflación alrededor del objetivo, se espera que la política monetaria del BCE pase a ser expansiva, lo que contrastaría con las decisiones de la Fed, condicionadas por los posibles cambios en la política económica del nuevo Gobierno de EE. UU.
- Esta divergencia consolidará la fortaleza del dólar.
- Se estima que la depreciación media anual del euro, de un 3,2 % esperado en 2025, podría incrementar las exportaciones de bienes y servicios alrededor de 0,7 pp y el PIB, en 0,1 pp en el año.

## La recuperación continuará durante los próximos meses

La mayor penetración de renovables contribuye a reducir los precios en el mercado mayorista

### IMPACTO DE LAS ENERGÍAS RENOVABLES EN LOS PRECIOS MAYORISTAS DE LA ELECTRICIDAD EN ESPAÑA (%)



- Las empresas españolas se benefician de una electricidad relativamente más barata, por la mayor penetración de renovables en el mix eléctrico.
- Según BBVA Research, el efecto de haber pasado del 45 % al 65 % entre 2021 y la primera mitad de 2024 ha reducido el precio de la electricidad alrededor del 20 %. **Alcanzar el objetivo del 80 % supondría un recorte adicional en torno al 20 %.**
- El desarrollo del **almacenamiento de renovables** podría alterar esta relación, acercando su evolución a la de otras fuentes y aumentando la competencia en el mercado.

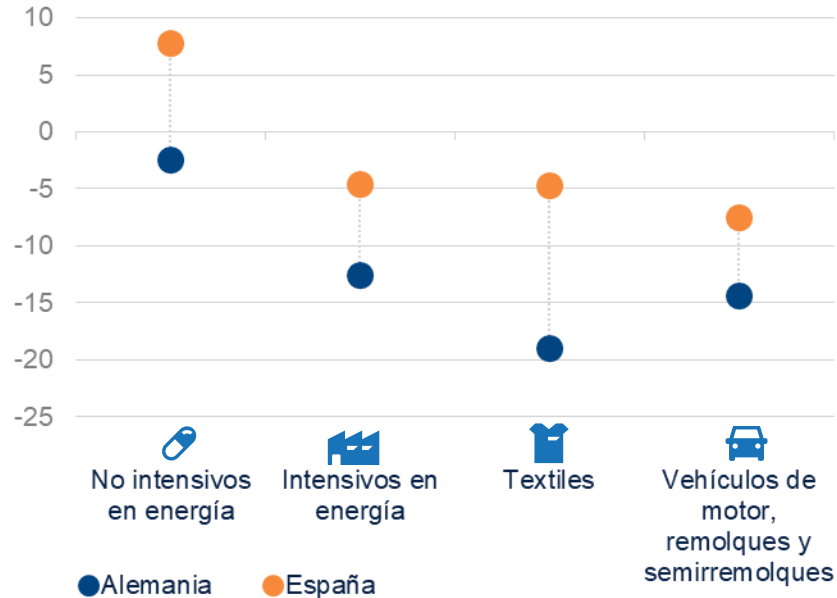
\*: La estimación de 2024 incluye datos observados hasta junio de 2024.  
Fuente: BBVA Research a partir de OMIE, SENDECO y PNIEC.



# La recuperación continuará durante los próximos meses

Los servicios y la industria son los principales beneficiarios de las ganancias de competitividad

## ÍNDICE DE PRODUCCIÓN INDUSTRIAL (CAMBIO PROMEDIO 2024 FRENTE AL 2022, %)



Entre los sectores no intensivos en energía están la manufactura de productos farmacéuticos básicos, la producción de muebles o la reparación e instalación de maquinaria y equipo. Entre los intensivos en energía están, entre otros, producción de alimentos y bebidas, producción de productos químicos, producción de metales.

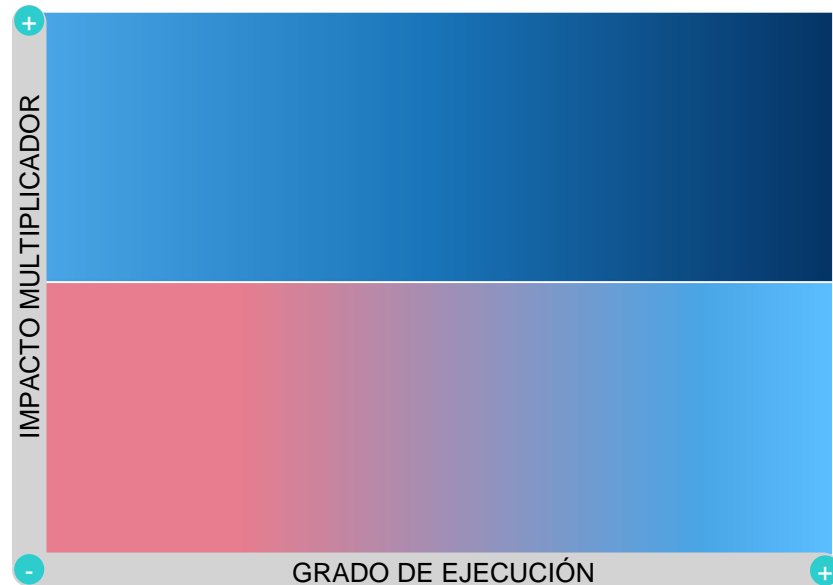
Fuente: BBVA Research a partir de Eurostat.

- Aunque las manufacturas y las exportaciones de bienes se han estancado, las perspectivas podrían mejorar.
- El incremento en el coste de la energía ha afectado negativamente a los sectores intensivos en su uso. Sin embargo, la caída en su producción (-3,1 %) ha sido menor que lo observado en otros países como Alemania (-8,9 %).
- El resto de la industria muestra un crecimiento del 0,8 %, frente a la caída en Alemania (-4,5 %).
- La debilidad del euro y unos precios que han aumentado menos que en otros países mantendrán el atractivo turístico de España.

## La recuperación continuará durante los próximos meses

Las medidas para paliar los efectos de la DANA podrían alcanzar 0,6 pp del PIB

### SESGOS SOBRE EL PIB DE LA COMUNITAT VALENCIANA EN FUNCIÓN DEL IMPACTO DEL IMPULSO FISCAL

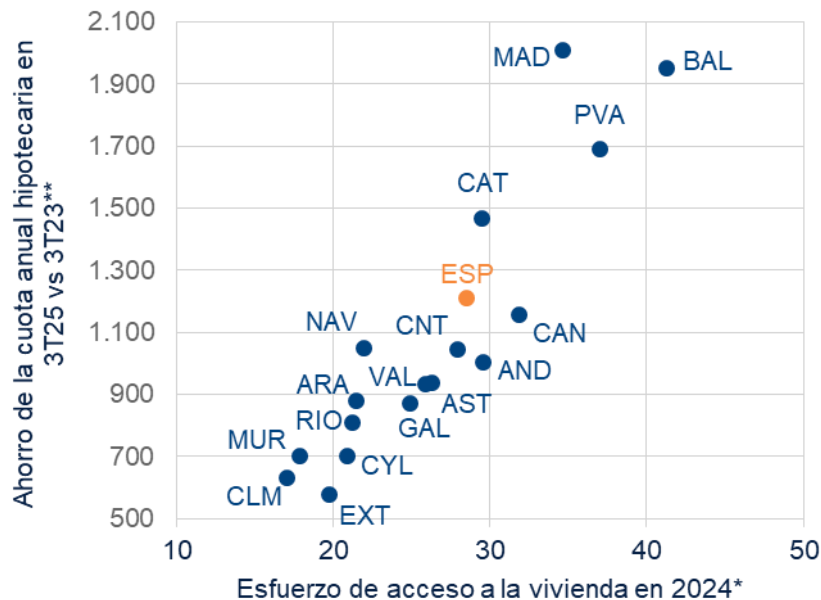


- Las medidas anunciadas para mitigar los efectos de la DANA, que podrían alcanzar 1,3 pp del PIB, han llegado con mayor rapidez de lo esperado.
- No obstante, no todo lo prometido será gastado. Así, el número de personas en ERTE ha sido inferior al previsto.
- Su impacto en el crecimiento económico dependerá de la eficiencia del gasto. En el corto plazo, será un soporte para la demanda, especialmente en sectores como el de maquinaria y equipo de transporte o el de la construcción
- El alcance a medio y largo plazo estará condicionado por la destrucción ocasionada y la suficiencia para reponer el capital físico.

# La recuperación continuará durante los próximos meses

Una política monetaria más expansiva beneficiará a la inversión

## ESFUERZO DE ACCESO A LA VIVIENDA Y REBAJA DE LA CUOTA HIPOTECARIA ANUAL



\* Esfuerzo promedio 1T14-3T24, último trimestre disponible. Pago de la primera cuota hipotecaria respecto a la renta salarial media del hogar en %.

\*\* Ahorro de la cuota hipotecaria anual debido a la rebaja de tipos de interés.

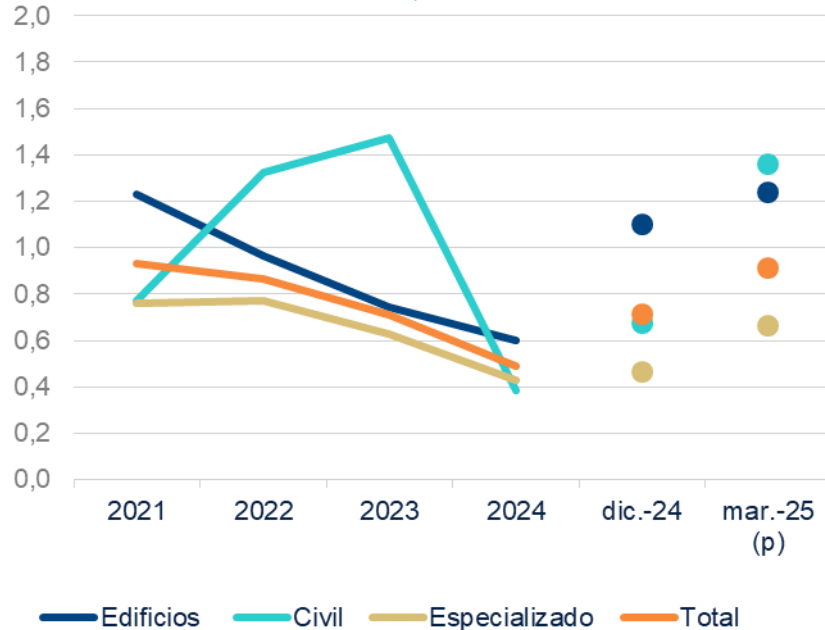
Fuente: BBVA Research a partir de INE, Banco de España y MIVAU.

- Los sectores intensivos en el uso del crédito (por ejemplo, construcción o transporte) serán los más beneficiados de la caída en los tipos de interés. Parte de la falta de tono que ha mostrado la acumulación de capital durante los últimos dos años estaría ligada al incremento en el coste de financiación.
- Se espera que se **acelere la demanda residencial**. Entre el 3T23 y el 3T25, la reducción del coste de financiación permitirá **mejorar la accesibilidad a la vivienda** en 2,3 pp de la renta salarial media de los hogares.

## La recuperación continuará durante los próximos meses

La inversión en vivienda tomará un nuevo impulso en los próximos meses

### VARIACIÓN DE LOS AFILIADOS A LA SEGURIDAD SOCIAL EN CONSTRUCCIÓN (PROMEDIOS ANUALES Y VARIACIÓN TRIMESTRAL, CVEC)



(p): previsión con datos hasta feb-25.

Fuente: BBVA Research a partir de Ministerio de Inclusión, Seguridad Social y Migraciones.

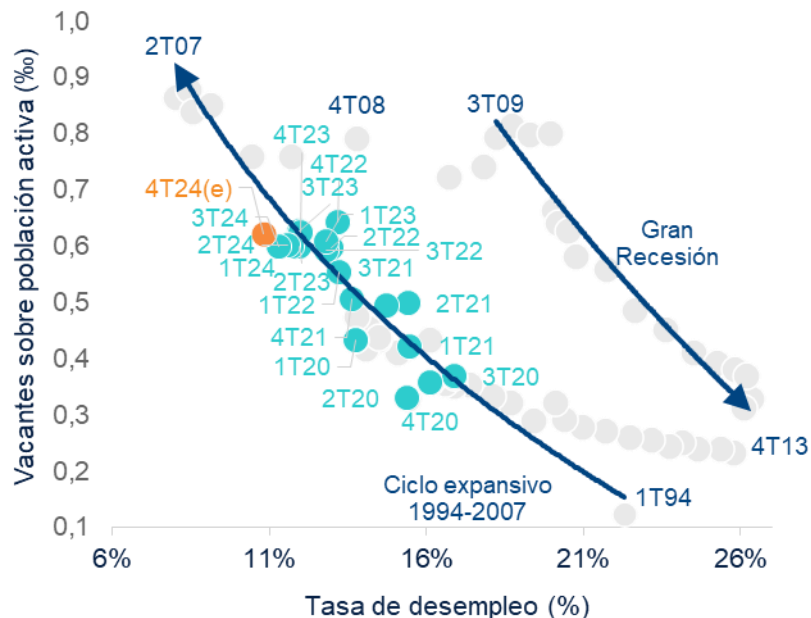
- La inversión en construcción residencial podría pasar de crecer el 1,4 % en 2024 al 5,5 % en 2025 y el 6,6 % en 2026. Los datos disponibles de visados de obra nueva y de afiliación a la Seguridad Social en el sector apoyan esta visión.
- El número de visados de vivienda nueva ha pasado de un promedio mensual de 9.125 en 2023 a 10.645 en 2024. Esto apunta a un aumento de las viviendas en ejecución del 12,3 % en 2025.
- Este impulso será insuficiente para satisfacer la demanda. Se estima que entre 2021-2026 la diferencia entre el número de hogares creados y la vivienda construida llegará al millón de unidades.

# La recuperación continuará durante los próximos meses

## ¿Mejora de la eficiencia de los emparejamientos laborales?

### CURVA DE BEVERIDGE

(1T1994 - 4T2024(P), DATOS CVEC)



- Tras menguar inesperadamente en el tercer trimestre de 2024, **se prevé que las vacantes aumenten** un 4,1% trimestral CVEC en el cuarto hasta superar las 152.000.
- Dada la evolución de la población activa, **la tasa de vacantes\*** se elevaría hasta los 0,62 puestos por cada mil personas activas, en línea con la evolución registrada desde mediados de 2022.
- Los datos de 2024 sugieren un **desplazamiento moderado de la curva de Beveridge hacia el origen.**

\*: Se aproxima como la relación entre los puestos vacantes declarados en la Encuesta Trimestral de Coste Laboral y los participantes en el mercado de trabajo procedentes de la Encuesta de Población Activa.

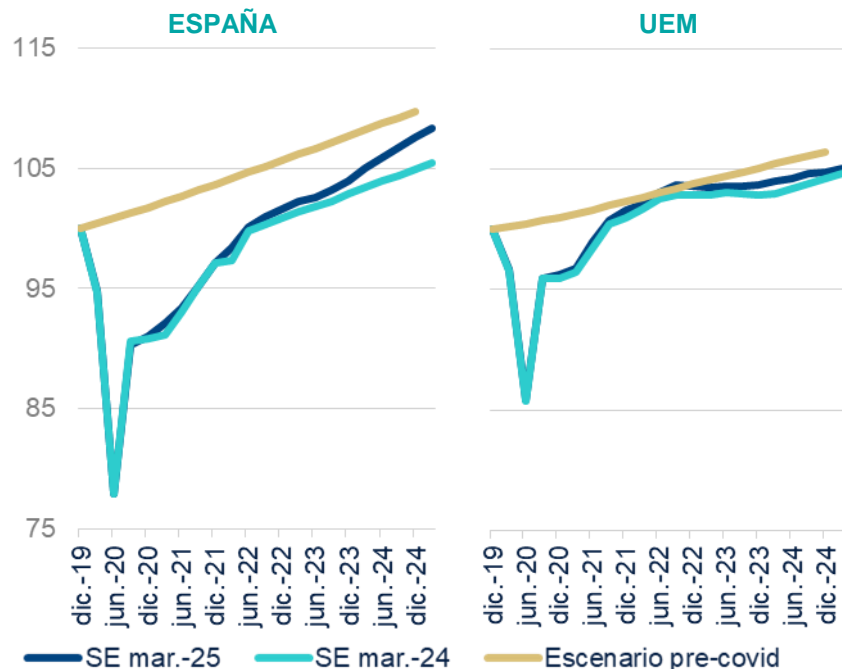
Fuente: BBVA Research a partir de INE.

# La recuperación continuará durante los próximos meses

La actual recuperación rompe con el patrón observado tras las crisis precedentes

## PIB

(4T19 = 100)

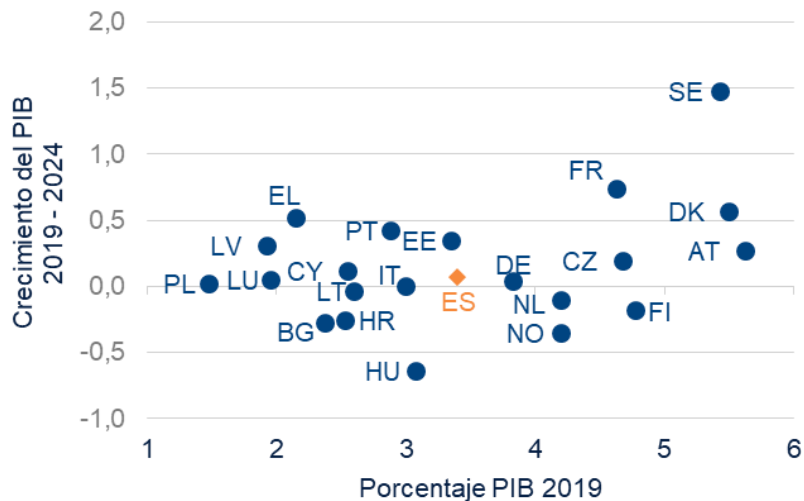


- La economía española está a punto de alcanzar el nivel de PIB que habría alcanzado sin la irrupción de la pandemia.
- Esto supone un comportamiento diferencial respecto a la eurozona, donde el reciente estancamiento está abriendo una brecha.
- Los indicadores del mercado laboral apuntan a una mayor capacidad de crecimiento de la economía. La creación de empleo es generalizada por nacionalidad y grupo de edad, excepto entre la población española de 35 a 44 años.
- La inmigración continúa impulsando el avance de la población activa pese a la contracción de su tasa de actividad.

# La recuperación continuará durante los próximos meses

La actual recuperación rompe con el patrón observado tras las crisis precedentes

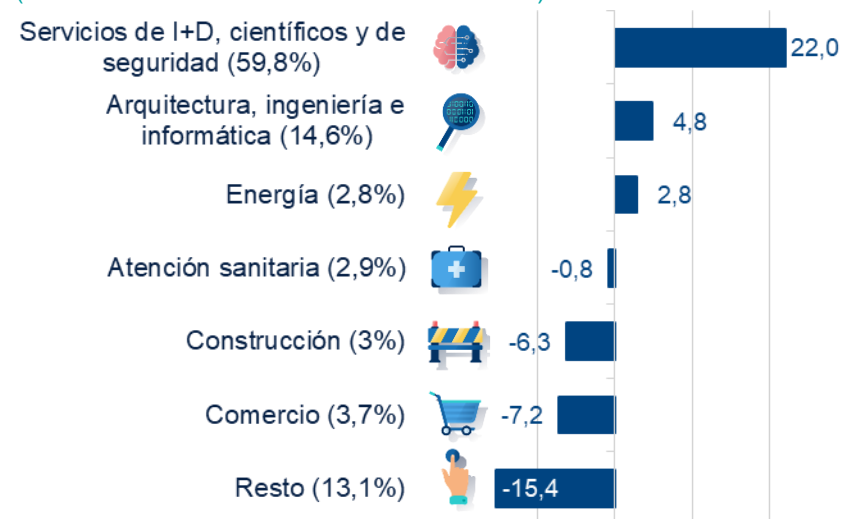
## ACTIVOS INTANGIBLES COMO PORCENTAJE DEL PIB (% 2019 Y % VARIACIÓN 2019-2024)



Fuente: BBVA Research con datos de Eurostat.

## COMPRAS DE I+D POR SECTOR A TRAVÉS DE CUENTAS BBVA

(CAMBIO EN PP CON RESPECTO A 2019\*)



\* Participación de cada sector en 2024 en paréntesis.

Fuente: BBVA Research con datos de BBVA.

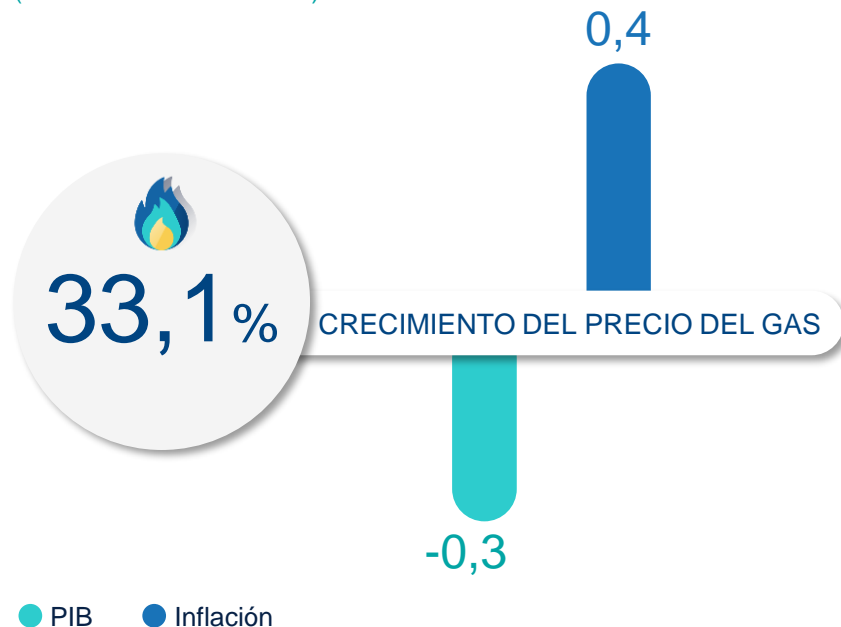
El gasto en activos intangibles sigue mostrando avances superiores al resto de los componentes de la inversión. Sin embargo, sólo representa un 3,7 % del PIB. Su creciente importancia puede estar detrás del peso que han ganado las exportaciones de servicios y del cambio de modelo productivo hacia una mayor dependencia de las fuentes de energía renovable.

## Se espera una desaceleración de la actividad hacia 2026

El incremento en el precio del gas y de la electricidad supone un riesgo sobre los costes

### IMPACTO DEL CAMBIO EN LOS PRECIOS DEL GAS SOBRE LA ACTIVIDAD Y LA INFLACIÓN EN 2025

(% DE VARIACIÓN Y PP)



- El incremento en el precio del gas, que ha encarecido la producción de electricidad, y su traslación al resto de la cesta de consumo puede **limitar la caída de la inflación**.
- Esto responde a la **incertidumbre geopolítica y al incremento del consumo** debido a una climatología menos favorable que en años anteriores.
- BBVA Research prevé que el precio del gas en Europa aumente un 33,1 % en 2025. **Este encarecimiento tendría un impacto cercano a -0,3 pp en el PIB de España y a 0,4 pp en la inflación de 2025.**

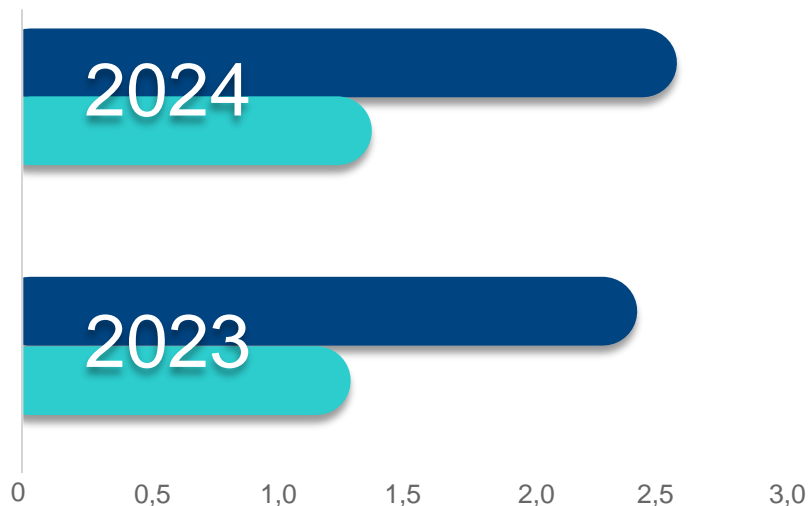


## Se espera una desaceleración de la actividad hacia 2026

El bajo crecimiento de la eurozona supone un lastre para el avance de las exportaciones

### CRECIMIENTO CONTRAFACTUAL DE LAS EXPORTACIONES Y EL PIB\* (DESVIACIÓN RESPECTO AL ESCENARIO BASE EN PP)

● Exportaciones ● PIB



\* Contrafactual: crecimiento de Europa del 0,5% t/t desde inicios de 2023, similar al del anterior ciclo expansivo (2T13-4T19).

Fuente: BBVA Research a partir de INE.

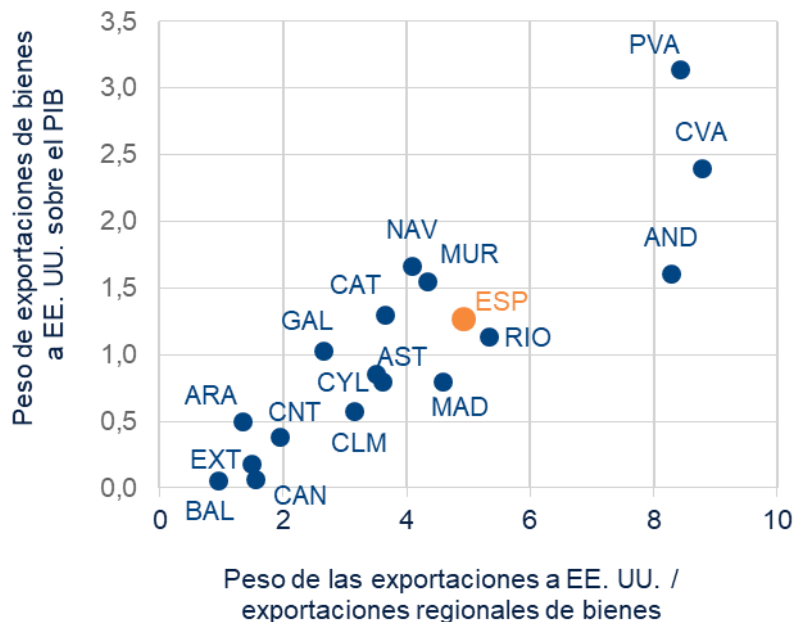
El estancamiento secular de la economía de los principales socios comerciales está limitando el crecimiento de sectores clave, como la industria.

- Si el crecimiento del PIB en la eurozona en 2023 y 2024 hubiese sido similar al observado en los años anteriores a la pandemia, las exportaciones de bienes y servicios podrían haber aumentado hasta 2,5 pp más en cada uno de los dos años y el nivel del PIB sería ahora 2,5 pp mayor.
- En ausencia de una aceleración del crecimiento en la eurozona, las exportaciones, sobre todo las de bienes, continuarán lastrando la recuperación.

## Se espera una desaceleración de la actividad hacia 2026

El posible incremento de los aranceles de EE. UU. supone una fuente de incertidumbre

### EXPORTACIONES DE BIENES A EE. UU. POR CC. AA. (%, 2023)



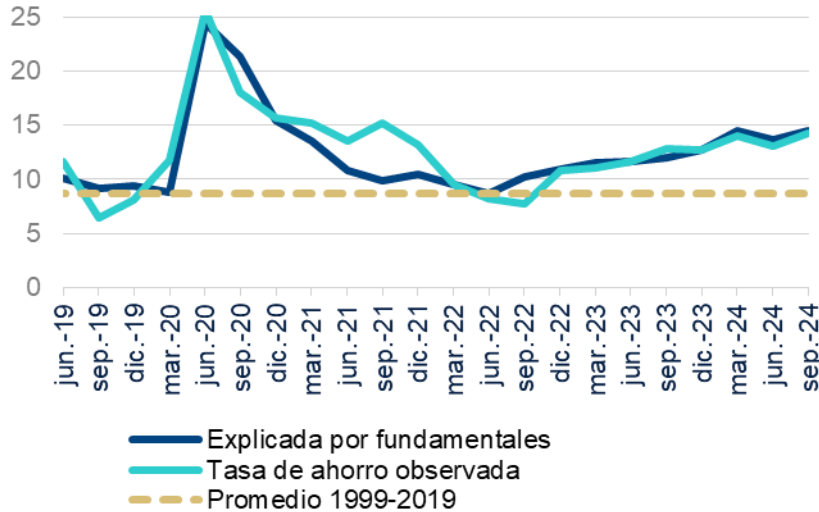
- Se prevé que el impacto directo de la subida arancelaria sobre la economía española sea menor que en el resto de la eurozona, por la menor exposición de las empresas nacionales a la demanda americana.
- Las consecuencias por región o sector serán desiguales. Las ventas de maquinaria y equipo, medicamentos, automóviles o alimentos y bebidas pueden estar más expuestas, lo que afectará en mayor grado a País Vasco, Comunidad Valenciana y Andalucía.
- Estos efectos podrían verse potenciados por el aumento de la incertidumbre de política económica y su impacto sobre la inversión.

# Se espera una desaceleración de la actividad hacia 2026

El ahorro de los hogares permanece en niveles atípicamente elevados

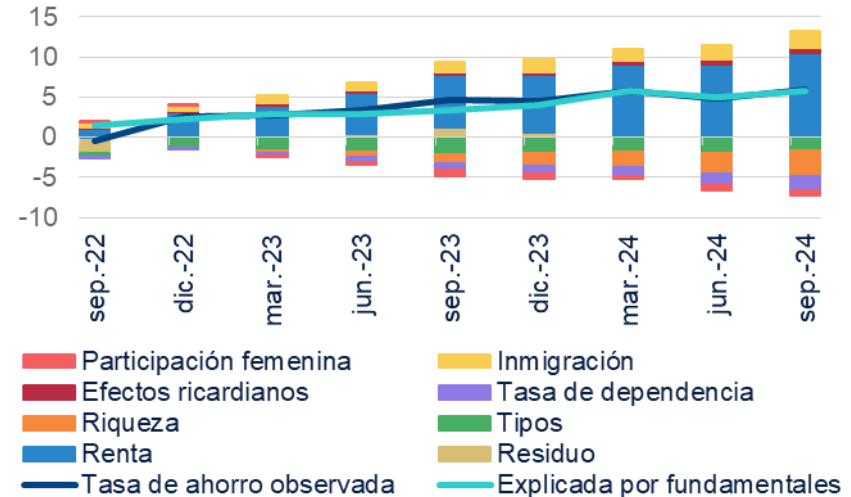
## TASA DE AHORRO DE LOS HOGARES

(% DE LA RBD, DATOS CVEC)



## TASA DE AHORRO DE LOS HOGARES

(CONTRIBUCIONES AL CAMBIO ACUMULADO EN LOS ÚLTIMOS DOS AÑOS EN PP)



Fuente: BBVA Research a partir de INE.

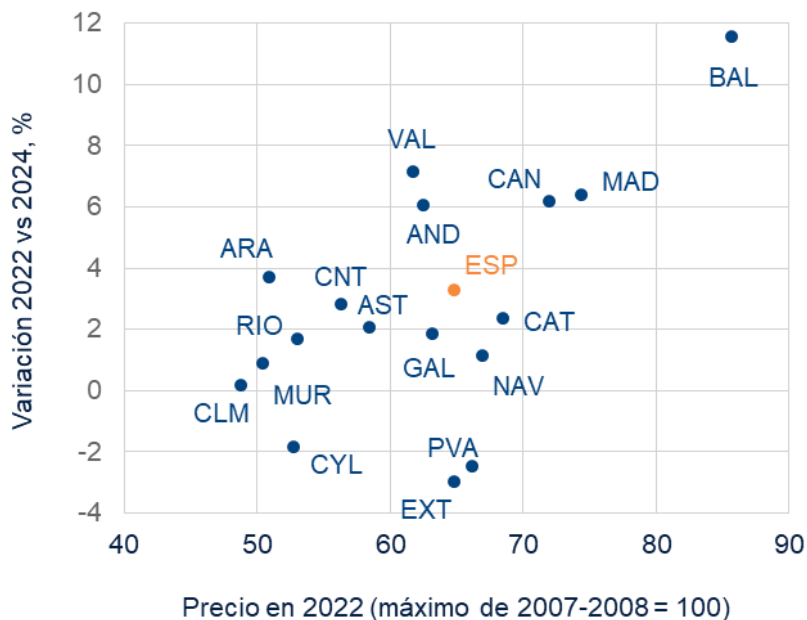
Desde 2022, el aumento de la renta disponible, el endeudamiento público y la inmigración está compensando el avance de la tasa de dependencia, de la riqueza y el impacto de la reducción de los tipos de interés. La permanencia en el tiempo de los factores que explican el aumento del ahorro hace poco probable que se reduzca durante los próximos trimestres.

## Se espera una desaceleración de la actividad hacia 2026

La baja rentabilidad sigue siendo uno de los obstáculos al crecimiento de la oferta de vivienda

### PRECIO DE LA VIVIENDA EN TÉRMINOS REALES\*

(% Y MÁXIMO 2007-2008 = 100)



- La falta de consenso sobre cómo abordar el problema de la vivienda es una traba para su resolución. El rechazo a la reforma de la Ley de Suelo en el Congreso es un ejemplo.
- La dificultad para desarrollar suelo seguirá siendo un impedimento para la construcción. A esto se añade el fuerte aumento observado en los costes, la escasez de mano de obra cualificada o el bajo crecimiento de la productividad en el sector.
- No hay certidumbre acerca de cuándo se aprobarán algunas de las medidas anunciadas por el Gobierno para incentivar el aumento de la oferta de alquiler asequible.

\* Deflactado por el IPC de cada comunidad autónoma.

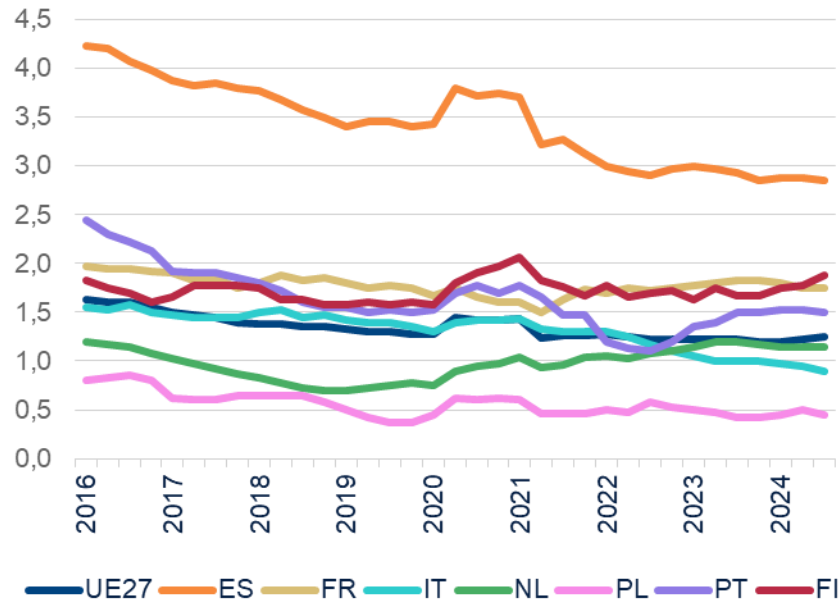
Fuente: BBVA Research a partir de MIVAU e INE.

## Se espera una desaceleración de la actividad hacia 2026

La transición del empleo al desempleo sigue siendo elevada

### TRANSICIONES TRIMESTRALES DEL EMPLEO AL DESEMPLEO EN LOS PAÍSES DE LA UE

(% DE OCUPADOS, MEDIAS MÓVILES 4T. 1T19 - 3T24)



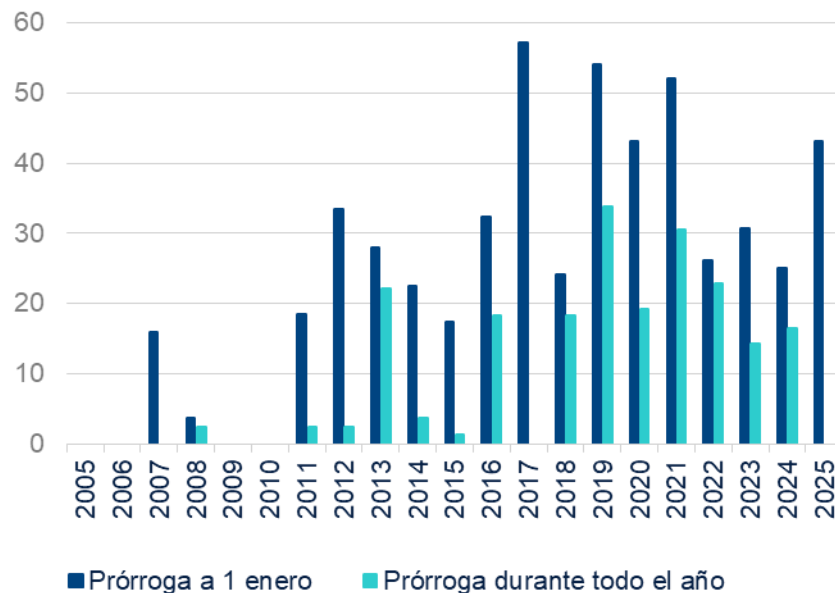
Fuente: Fedea y BBVA Research a partir de Eurostat.

- Incrementos en los costes laborales podrían generar **mayor inestabilidad en el empleo**.
- La tasa de temporalidad se ha reducido desde 2022, pero **la tasa de transición del empleo al desempleo sigue siendo un 50 % mayor** que la de países de nuestro entorno
- Por su parte, los avances de productividad son muy escasos, con un patrón de crecimiento basado principalmente en la creación de empleo.
- Es posible que los **cambios anunciados en la jornada laboral puedan tener efectos negativos sobre el empleo y la actividad**, sobre todo, si no se acompañan de acuerdos que permitan a las empresas adaptarse progresivamente.

## Se espera una desaceleración de la actividad hacia 2026

Hay un aumento de la incertidumbre de política económica en los últimos meses

### COMUNIDADES AUTÓNOMAS CON PRÓRROGA PRESUPUESTARIA (% DE POBLACIÓN SOBRE EL TOTAL NACIONAL. POBLACIÓN A 1 DE ENERO DE CADA AÑO)

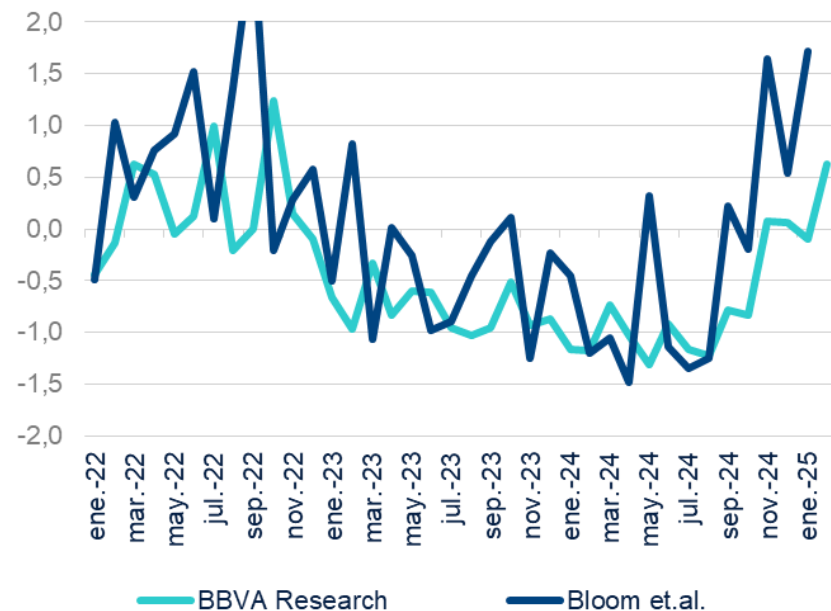


- En estos momentos hay siete gobiernos autonómicos con presupuestos prorrogados, en territorios donde la población representa un 43% del total de España. A esto se suma que la **Administración central está trabajando con los presupuestos de 2023**.
- Por ahora, los efectos de esta incertidumbre no se están trasladando a la actividad económica.
- Aunque la ausencia de presupuestos ha podido favorecer cierta contención fiscal, **la falta de planificación no es eficiente ni transparente**, ante la magnitud de los ajustes futuros y el aumento de las necesidades en servicios clave como vivienda, defensa, pensiones y sanidad.

## Se espera una desaceleración de la actividad hacia 2026

Hay un aumento de la incertidumbre de política económica en los últimos meses

### ESPAÑA: INCERTIDUMBRE DE POLÍTICA ECONÓMICA (ÍNDICES NORMALIZADOS, DESVIACIONES ESTÁNDAR DE LA MEDIA)



- La incertidumbre de política económica ha aumentado en el último semestre, tanto en Europa como en España, y se sitúa a niveles como los observados tras la invasión de Ucrania.
- En ausencia de este tensionamiento, la economía española podría crecer, en promedio anual, cerca de 0,5 pp por encima de lo estimado durante el presente bienio
- Sería recomendable avanzar en establecer consensos transversales para abordar las principales dudas que pueden estar condicionando la disposición de hogares y empresas a consumir e invertir.

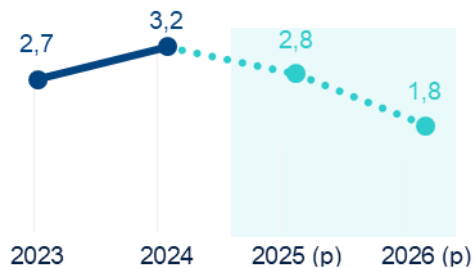
# Previsiones



# Previsiones

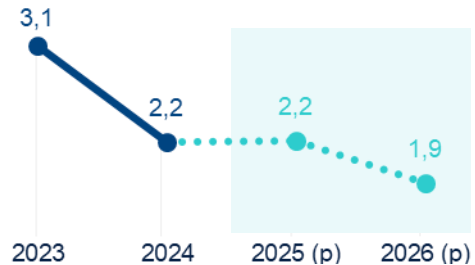
## CRECIMIENTO DEL PIB

(%)



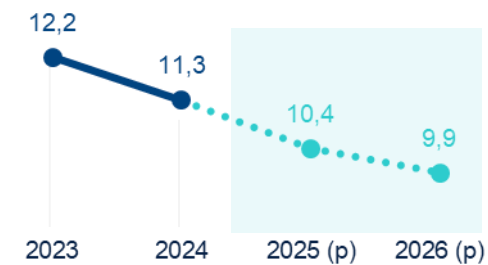
## CRECIMIENTO DEL EMPLEO EPA

(%)



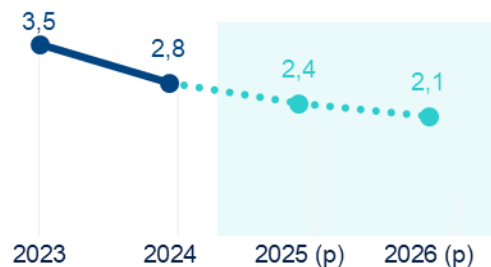
## TASA DE PARO

(%)



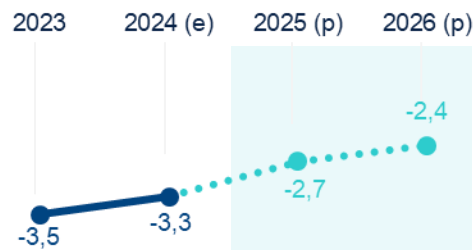
## INFLACIÓN MEDIA ANUAL

(MEDIA ANUAL, %)



## DÉFICIT PÚBLICO

(% DEL PIB)



## DEUDA PÚBLICA

(% DEL PIB)



# Previsiones

% a/a	2022	2023	2024	2025 (p)	2026 (p)
<b>Gasto en consumo final nacional</b>	3,7	2,7	3,4	3,2	1,9
Consumo privado	4,8	1,8	2,9	3,1	1,9
Consumo público	0,6	5,2	4,9	3,2	1,9
<b>Formación bruta de capital fijo</b>	3,3	2,1	2,3	6,2	5,3
Equipo y maquinaria	2,9	1,1	2,3	6,0	3,6
Construcción	2,2	3,0	2,6	6,4	5,8
Vivienda	8,4	2,1	1,4	5,5	6,6
<b>Demanda interna*</b>	<b>3,9</b>	<b>1,7</b>	<b>2,8</b>	<b>3,6</b>	<b>2,5</b>
<b>Exportaciones</b>	14,3	2,8	2,9	2,7	2,3
Exportaciones de bienes	3,5	-1,0	0,1	1,6	2,3
Exportaciones de servicios	48,9	12,2	8,9	4,6	2,4
Servicios no turísticos	26,1	7,6	6,7	3,2	2,0
Consumo final de no residentes en el territorio económico	115,6	20,1	12,3	6,7	3,0
<b>Importaciones</b>	7,7	0,3	2,0	5,4	4,5
<b>Demanda externa*</b>	<b>2,3</b>	<b>1,0</b>	<b>0,4</b>	<b>-0,8</b>	<b>-0,6</b>
<b>PIB real pm</b>	<b>6,2</b>	<b>2,7</b>	<b>3,2</b>	<b>2,8</b>	<b>1,8</b>

\* Contribución al crecimiento del PIB.

(p): Previsión.

Fuente: BBVA Research a partir de INE y BdE.

# Previsiones

% a/a	2022	2023	2024	2025 (p)	2026 (p)
Empleo CNTR (equivalente a tiempo completo)	4,1	3,2	2,4	2,3	1,6
Empleo, EPA	3,6	3,1	2,2	2,2	1,9
Tasa de paro (% población activa)	13,0	12,2	11,3	10,4	9,9
IPC (media anual)	8,4	3,5	2,8	2,4	2,1
Deflactor del PIB	5,0	6,4	3,1	2,6	2,0
Déficit Público (% PIB)	-4,5	-3,5	-3,3	-2,7	-2,4
Deuda Pública (% PIB)	109,5	105,1	102,5	101,1	100,8

(p): Previsión.

Fuente: BBVA Research a partir de INE y BdE.

# Aviso Legal

El presente documento no constituye una "Recomendación de Inversión" según lo definido en el artículo 3.1 (34) y (35) del Reglamento (UE) 596/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo sobre abuso de mercado ("MAR"). En particular, el presente documento no constituye un "Informe de Inversiones" ni una "Comunicación Publicitaria" a los efectos del artículo 36 del Reglamento Delegado (UE) 2017/565 de la Comisión de 25 de abril de 2016 por el que se completa la Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo en lo relativo a los requisitos organizativos y las condiciones de funcionamiento de las empresas de servicios de inversión ("MiFID II").

Los lectores deben ser conscientes de que en ningún caso deben tomar este documento como base para tomar sus decisiones de inversión y que las personas o entidades que potencialmente les puedan ofrecer productos de inversión serán las obligadas legalmente a proporcionarles toda la información que necesiten para esta toma de decisión.

El presente documento, elaborado por el Departamento de BBVA Research, tiene carácter divulgativo y contiene datos u opiniones referidas a la fecha del mismo, de elaboración propia o procedentes o basadas en fuentes que consideramos fiables, sin que hayan sido objeto de verificación independiente por BBVA. BBVA, por tanto, no ofrece garantía, expresa o implícita, en cuanto a su precisión, integridad o corrección.

El contenido de este documento está sujeto a cambios sin previo aviso en función, por ejemplo, del contexto económico o las fluctuaciones del mercado. BBVA no asume compromiso alguno de actualizar dicho contenido o comunicar esos cambios.

BBVA no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida, directa o indirecta, que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido.

Ni el presente documento, ni su contenido, constituyen una oferta, invitación o solicitud para adquirir, desinvertir u obtener interés alguno en activos o instrumentos financieros, ni pueden servir de base para ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo.

El contenido del presente documento está protegido por la legislación de propiedad intelectual. Queda expresamente prohibida su reproducción, transformación, distribución, comunicación pública, puesta a disposición, extracción, reutilización, reenvío o la utilización de cualquier naturaleza, por cualquier medio o procedimiento, salvo en los casos en que esté legalmente permitido o sea autorizado expresamente por BBVA en su sitio web [www.bbvarresearch.com](http://www.bbvarresearch.com).

# Situación España

Marzo 2025