

BBVA

Research

Situación España

Junio 2025

Situación y perspectivas de la economía española

Resumen

El crecimiento del PIB podría situarse en torno al 2,5% en 2025 y el 1,7% en 2026, lo que implicaría mantener un avance cercano a la tendencia de medio plazo, pero en un contexto de desaceleración.

Los datos recientes indican que la ralentización puede estar reflejando un menor dinamismo de la demanda interna, particularmente del consumo, tanto público como privado. Las exportaciones del sector servicios continúan siendo uno de los motores más fuertes del crecimiento aunque con una aportación menguante. La inversión en maquinaria y equipo muestra una reciente solidez que se apoya en el impulso fiscal.

El corte en el suministro de electricidad sufrido el 28 de abril habría tenido un impacto significativo en el gasto, pero temporal y sin efectos importantes en el conjunto del segundo trimestre.

La recuperación de la economía española continuará gracias a varios factores. Entre ellos, la caída en los precios del petróleo y del gas; el tono más expansivo de la política económica en Europa (tanto la fiscal como la monetaria); o una mayor capacidad de crecimiento del sector servicios, impulsada por la inmigración y los aumentos de la productividad por hora trabajada. Asimismo, se espera que durante los próximos dos años se observe un incremento de los salarios superior al de los precios; la inversión en vivienda aumentará su contribución al crecimiento de la demanda en un entorno de encarecimiento de los precios; y las medidas anunciadas tanto para cumplir los objetivos de mayor gasto en defensa como para ayudar a los afectados por la DANA apoyarán a la actividad.

Se espera que la expansión continúe perdiendo impulso progresivamente. El aumento de los aranceles que acuerden EE. UU. y la UE tendrá repercusiones negativas sobre el comercio y la actividad. Además, el aumento de la volatilidad financiera y de la incertidumbre de política económica ya está condicionando las decisiones de las empresas y de los hogares. Algunas de las medidas anunciadas por el Gobierno ayudarán a compensar parte de estos efectos. Se perciben cuellos de botella que pueden ralentizar la economía, como la falta de sensibilidad que muestra la inversión privada a la recuperación; el elevado nivel de ahorro de las familias; o la escasez de vivienda a precio asequible. Estas restricciones se podrían ver agravadas si se consolida el aumento de los costes laborales al tiempo que continúa el estancamiento de la productividad por persona ocupada; si se mantiene la atonía estructural en la tasa de actividad; y si se agota el espacio fiscal, en un entorno donde aumenta la incertidumbre de política económica en general.

El PIB se desacelera, en un contexto de menor crecimiento del consumo, con una contribución todavía importante de los servicios

El crecimiento de la actividad se ralentiza, pero sigue siendo sólido. El Instituto Nacional de Estadística (INE) revisó a la baja los datos del PIB del tercer y cuarto trimestres de 2024. Este movimiento explica dos terceras partes del cambio en las previsiones de crecimiento de 2025 respecto a las publicadas el pasado mes de abril (2,8% para 2025).¹ Además, la estimación de una economía menos fuerte de lo previsto se extendió al primer trimestre de 2025, dado que el avance publicado por el INE fue menor que el previsto por BBVA Research hace tres meses (0,6 % trimestral, frente a 0,7 %). Los datos conocidos hasta el cierre de esta publicación apuntan a que el crecimiento del PIB en el segundo trimestre del año se mantendría en niveles similares a los de los últimos dos trimestres (0,6 %).

El consumo, tanto el de los hogares como el público, modera su avance. En el segundo trimestre, se espera que el consumo privado muestre un mayor crecimiento que el observado durante el primero (0,7 % trimestral frente a 0,4 %), lo que, sin embargo, redundaría en un comportamiento más débil en el primer semestre de 2025 que en el segundo de 2024 (1,0 % en promedio por trimestre). Como resultado, la tasa de ahorro se mantendrá en niveles relativamente elevados respecto al promedio histórico, aunque similares a los observados a finales del año anterior. Por su parte, el consumo público parece haber moderado su avance como resultado de la contención que se observa en el gasto de las Comunidades Autónomas. Detrás de esta tendencia puede estar la falta de presupuestos en algunas de ellas, la no actualización de los recursos vinculados al sistema de financiación y la adhesión a las nuevas reglas fiscales.

La inversión en maquinaria y equipo muestra fortaleza apoyada por el impulso fiscal. La formación bruta de capital fijo en material de transporte registró un fuerte aumento durante el último trimestre de 2024 (15,2 % trimestral), que se estaría consolidando con avances moderados en los primeros dos trimestres de 2025. Detrás de este buen comportamiento pueden estar los recursos destinados a los afectados de la DANA en Valencia y el impacto de algunos proyectos financiados por el Mecanismo de Recuperación y Resiliencia (MRR). Este último también explicaría el buen momento de la inversión en construcción no residencial, que se espera continúe mostrando avances significativos en la primera parte del año (3,2 y 2,7 % en 1T25 y 2T25, respectivamente). Por su parte, la inversión en vivienda mantuvo un crecimiento débil (0,4 % trimestral en 1T25) a pesar de los desequilibrios existentes entre la oferta y la demanda en este mercado. Sin embargo, el comportamiento de diversos indicadores, como los visados de construcción de obra nueva, el empleo en el sector o el consumo de cemento, puede estar adelantando mayores avances durante los próximos trimestres (1,7 % trimestral en 2T25).

Las exportaciones de servicios continúan siendo el principal motor del crecimiento, mientras que las de bienes dejan temporalmente el estancamiento, afectadas por los

1: Véase [BBVA Research \(2025\)](#): "Situación España. Marzo 2025". BBVA.

cambios en las políticas comerciales. Los indicadores de gasto apuntan a que el de los turistas extranjeros continúa aumentando a buen ritmo. Este es el caso del realizado con tarjeta de crédito de forma presencial en los terminales punto de venta de BBVA que, en el acumulado enero-mayo de este año aumentó un 9,1 %. Aunque este crecimiento refleja una desaceleración respecto a los incrementos registrados en los dos años anteriores (alrededor del 20%), conserva una sorprendente fortaleza, que parece mantenerse en el segundo trimestre. De igual manera, las ventas de otros servicios al extranjero mostraron un crecimiento significativo en el primer trimestre (4,6 % trimestral). Por su parte, las exportaciones de bienes se aceleraron en marzo, afectadas quizás por el adelantamiento de decisiones por parte de las empresas ante posibles aumentos de los aranceles. Esto podría llevar a un incremento en el 2T25 (1,0 % trimestral) después de un año de práctico estancamiento. Las importaciones han replicado este comportamiento y se espera que ambos componentes de la demanda sigan mostrando volatilidad durante los próximos trimestres.

El corte en el suministro de electricidad durante el 28 abril habría tenido un impacto significativo en el gasto, pero temporal y sin efectos importantes en el crecimiento del segundo trimestre. El apagón provocó una fuerte caída en el gasto con tarjeta de clientes BBVA en las zonas afectadas (-41 pp con respecto al promedio observado en los lunes no festivos de abril de 2024), mientras que las no afectadas registraron un retroceso menor (-7 pp). Este patrón se replica en las retiradas de efectivo y en el pago con Bizum. El gasto por sectores mostró descensos significativos en moda, salud y electrónica y algo menos intensas en supermercados y alimentación. A nivel regional, la reducción del gasto fue más acusada en algunas provincias costeras y limítrofes con Madrid. La recuperación en los días posteriores fue notable, lo que sugiere que el impacto final en la demanda será limitado.²

Hacia delante, distintos factores continuarán apoyando el crecimiento.

Si la disminución de los precios del petróleo y del gas se consolida, las estimaciones de BBVA Research apuntan a una contribución de 0,5 pp al crecimiento del PIB en el acumulado de 2025 y 2026.³ Eso sería consistente con una revisión a la baja de un 10,3 % en el precio del petróleo, que lo ubicaría en los 66,8 dólares por barril en 2025 (un 16,7 % por debajo de 2024). Más aún, dado que el deterioro en las perspectivas sobre la economía mundial es, por el momento, bastante moderado, buena parte de la caída parece responder a una mayor oferta de crudo, lo que en el pasado ha sido consistente con un impacto positivo y significativo en la economía española. Asimismo, durante los últimos meses también se ha observado una reducción del precio del gas que lo sitúa un 26 % por debajo de lo observado a inicios del presente año, lo que ha contribuido a revisar en los últimos tres meses un -9,8% su

2: Véase [BBVA Research \(2025\)](#), "El apagón en tiempo real: colapso y resiliencia del consumo tras el 28A", BBVA.

3: Estimación del impacto mediante un modelo SVAR identificado con restricciones de signos y ceros, que distingue entre shocks de oferta y demanda energética según su origen: petróleo, gas o mercado eléctrico doméstico. El modelo incorpora el crecimiento del PIB, la inflación subyacente y la inflación residual (componentes energéticos y alimentarios), así como los precios internacionales del petróleo y el gas, y el precio doméstico de la electricidad.

previsión para el conjunto de 2025. Además, aunque hay incertidumbre sobre las consecuencias que tendrá el apagón sobre la inversión en el sector energético, las buenas condiciones climáticas y el incremento en la participación de las fuentes renovables han permitido que el precio de la electricidad no aumente tanto como en otros países,⁴ lo que se ha traducido en un mejor comportamiento de la industria española en general.

La política económica europea está completando la transición hacia un tono expansivo, lo que apoyará el crecimiento de la demanda interna en el continente. Al respecto, destacan varios hitos. El primero es el acuerdo alcanzado para incrementar el gasto en defensa, lo que afecta especialmente a países como España. Adicionalmente, la Comisión Europea (CE) ha propuesto una cláusula de salvaguarda que permitirá a los países que se acojan a ella aumentar el gasto hasta el 3,5 % del PIB en los próximos cuatro años, sin que sean sancionados por desequilibrios presupuestarios excesivos.⁵ El impacto sobre la economía dependerá crucialmente de la composición del estímulo y de la capacidad del tejido productivo doméstico para satisfacer las necesidades de material y equipo que se produzcan. **De acuerdo a BBVA Research, este impulso permitirá que el PIB de la eurozona aumente entre 0,4 y 0,5 pp más.** Por último, el Gobierno alemán ha anunciado un plan de inversión en infraestructuras que, de implementarse completamente, podría suponer un incremento en el gasto equivalente a 1 pp del PIB alemán, anual, durante la próxima década. Nuevamente, los efectos tractors sobre el resto de países dependerán de su exposición a la economía alemana y de su especialización productiva.

En línea con el escenario presentado por BBVA Research hace tres meses, el Banco Central Europeo (BCE) recortó el tipo de interés de depósitos hasta el 2%, y es posible que abra una pausa prolongada contingente al impacto de las medidas arancelarias y fiscales.⁶ En la comunicación posterior a la última reunión del consejo del banco central, la entidad adoptó un tono moderado respecto al crecimiento y sugirió que las presiones inflacionarias ya parecen compatibles con el objetivo. Sin embargo, también destacó que la incertidumbre es tan alta que no se puede cerrar la puerta a nuevos movimientos, enfatizando que sus decisiones continuarán supeditadas a los datos que se vayan conociendo. El BCE dio particular importancia al resultado de las negociaciones comerciales entre la UE y EE. UU., y presentó escenarios alternativos que pueden implicar trayectorias diferentes para la inflación y los tipos de interés. Por otro lado, los cambios en la política fiscal europea y su impacto sobre la demanda interna y los precios serán vigilados estrechamente y pueden limitar qué tanto más acomodaticia puede ser la monetaria. En resumen, de cumplirse el escenario económico que se describe en esta publicación, la reducción de tipos de interés habría llegado a su fin en este ciclo.

Se prevé que las exportaciones de servicios continúen creciendo por encima del PIB. En particular, podrían aumentar un 5,6 % en 2025 y un 2,4 % en 2026, lo que las situaría al final del período alrededor de un 46 % por encima de los niveles del cuarto trimestre de 2019. Su peso en el PIB durante este período habría pasado del 10,5 % hasta el 13,7 %. Esta

4: Véase [BBVA Research \(2025\)](#), “Aprovechando los beneficios de la energía renovable en la economía española”, BBVA.

5: Véase [Comisión Europea \(2025\)](#), “Activación coordinada de la cláusula de salvaguardia nacional”.

6: Véase [BBVA Research \(2025\)](#), “El BCE se acerca al final del ciclo de recortes de tipos”, BBVA.

capacidad de crecimiento continuará en la medida en que existe espacio para intensificar el proceso de desestacionalización que se viene produciendo en el turismo. Además, los flujos migratorios se mantienen, lo que permitiría que el crecimiento de la población activa continúe en 2025 y 2026 (1,5 y 1,4%, respectivamente). El presupuesto de los visados de obra para edificaciones ligadas a turismo y ocio se mantiene en cotas relativamente elevadas (multiplica por 2,3 los valores promedio entre 2014 y 2019 en términos reales). Finalmente, las perspectivas de un crecimiento en la UEM similar al observado en los últimos años (0,9 % en 2024 y 2025 y 1,0 % en 2026, respectivamente) y más dependiente de la demanda interna, junto con los cambios en las preferencias de los hogares europeos, los cuales priorizan el gasto en servicios, deberían apoyar el avance del sector.

La disminución de la inflación y de los tipos de interés, junto con el incremento de los salarios y el empleo, sostendrá el avance del consumo de los hogares (2,8 y 1,9 % en 2025 y 2026). Varios factores han coincidido para que el aumento en precios haya convergido a niveles alrededor del 2 % recientemente. A la reducción en el coste de la energía, se suma la contención en el de los alimentos. El final de la sequía incluso ha permitido que algunos bienes con participación importante en el IPC hayan visto una caída en su precio. Los indicadores subyacentes y de tendencia apuntan a que las presiones provenientes del sector servicios se encuentran contenidas y que en el escenario más probable la inflación se mantendrá alrededor del 2 % (2,1 % en 2025 y 2,0 % en 2026). Por su parte, la remuneración por asalariado, en términos reales, podría continuar su recuperación (0,7 % y 1,0 % en 2025 y 2026), en un contexto donde los distintos indicadores disponibles de evolución de los salarios apuntan a incrementos por encima de la inflación esperada. Por su parte, la fortaleza del mercado laboral continúa y se espera que el empleo aumente un 2,3 % en 2025 y un 1,8 % en 2026, según la EPA. La recuperación de las rentas salariales tendrá un mayor impacto sobre el gasto que la mejora en la renta bruta disponible de años anteriores apoyada en las transferencias, particularmente relacionadas con el aumento en las pensiones.

El crecimiento de la demanda de vivienda y algunas de las medidas anunciadas para acelerar el aumento de la oferta permitirán que la inversión residencial aumente su contribución al avance de la actividad. La expansión de este componente de la demanda interna podría alcanzar el 4,1 % en 2025 y el 6,8 % en 2026. La mejora de la renta salarial, y la reducción de los tipos de interés, junto con la elevada liquidez en el sector bancario, compensarán la subida del precio de la vivienda y situarán el esfuerzo de acceso a la compra de vivienda por debajo del registrado en 2024. Por su parte, el Gobierno ha anunciado un PERTE para el sector cuyo objetivo de alcanzar 15.000 viviendas industrializadas al año es ambicioso (actualmente se producen 4.000). Además, el incremento de los precios está actuando como catalizador de la inversión y se constata una aceleración en los visados de obra nueva. La escasez de mano de obra que ha limitado el aumento de la oferta durante los últimos años ha dejado de empeorar y, gracias a la inmigración, parece observarse un punto de inflexión en el envejecimiento que se observa en distintos oficios. Dado lo anterior, se espera que el número de viviendas finalizadas en 2025 y 2026 alcance las 145.000 y 166.000

unidades, respectivamente⁷.

La política fiscal en España será expansiva, al contrario de lo que se anticipaba hace algunos meses. Por un lado, esto se debe a las transferencias realizadas a las personas, empresas y administraciones públicas afectadas por la DANA del pasado mes de noviembre. Hasta finales de abril se habrían concedido ayudas y adjudicado contratos para reparar los daños causados por la riada por importe de más de 3.526 millones de euros (2.894 millones en subvenciones y 632 millones en contratos). Por su parte, de las solicitudes recibidas, el Consorcio de Compensación de Seguros (CCS) habría resuelto el 80%, de las cuales un 63% corresponde a indemnizaciones de vehículos y un 29% a viviendas. Esto supone que el CCS ha pagado ya casi 2.800 millones de euros a los afectados. Por tanto, el total de recursos que habría llegado a la economía ascendería a 6.324 millones de euros (0,4 % del PIB de España). Por otro lado, el Gobierno anunció un Plan de 10.470 millones de euros (0,6 pp del PIB) para alcanzar un gasto en defensa del 2 % del PIB a finales de 2025. De acuerdo con las cifras publicadas, buena parte de este esfuerzo se destinará a compra de equipo, procesos de digitalización, investigación y desarrollo. Esta asignación, centrada en inversión, incrementa la probabilidad de que el impacto en la actividad económica sea mayor. Sin embargo, persiste el riesgo de que, en el corto plazo, no exista suficiente capacidad doméstica para satisfacer las necesidades de bienes y servicios especializados que se requieren, y por lo tanto, lo que aumenten sean las importaciones. Además, el momento del ciclo es tal, con un mercado laboral tenso y con la demanda interna aumentando, que es más probable que una parte del crecimiento del gasto se vaya a precios. Las estimaciones de BBVA Research apuntan a que este incremento del gasto en defensa podría contribuir en 0,4 pp al crecimiento acumulado durante el presente bienio.

La tendencia hacia la moderación del crecimiento se podría consolidar

La desaceleración prevista vendrá determinada, en buena medida, por el cambio en la política comercial de EE. UU., sus efectos directos e indirectos sobre las exportaciones españolas y el aumento de la incertidumbre que ha provocado. El anuncio del Gobierno americano, realizado el 2 de abril, de incrementar de manera generalizada los recargos a las importaciones (hasta el 20 % en el caso de los bienes provenientes de Europa) y su posterior suspensión para dar paso a una negociación bilateral, han introducido una elevada incertidumbre con consecuencias sobre las variables financieras y la actividad. Un ejemplo es la significativa apreciación del euro frente al dólar. Solo este cambio podría restar alrededor de 2,0 pp al crecimiento anual de las exportaciones españolas en 2025 y 2026.⁸ Por su parte, el aumento de la incertidumbre de política económica a nivel mundial observado desde

7: Véase [BBVA Research \(2025\)](#), "Observatorio inmobiliario. Mayo 2025", BBVA.

8: Estimación del impacto mediante un modelo SVAR identificado con restricciones de signos, que incorpora variables clave del sector exterior y la actividad económica. El modelo incluye el tipo de cambio euro-dólar, el tipo de cambio efectivo real de la economía española, las exportaciones e importaciones de bienes y servicios, el PIB y los deflatores correspondientes a estas tres últimas variables.

septiembre del pasado año estaría restando alrededor de 0,6 pp al avance del PIB, en promedio, durante estos dos años.⁹ Además, consolida la percepción de que el coste de exportar a EE. UU. será mucho mayor a partir de ahora, lo que supondrá una reducción de los flujos comerciales con este país. En particular, se prevé que, como consecuencia de lo anterior, las exportaciones de bienes españolas se contraigan un 1,0 % en 2025 y muestren una lenta recuperación en 2026 (1,5 %).

Las medidas anunciadas por el Gobierno de España para paliar los efectos del aumento de los aranceles replican una hoja de ruta que resultó exitosa durante la pandemia.¹⁰ El objetivo será evitar la excesiva destrucción de empleo en las empresas afectadas y permitir su redimensionamiento o transformación al proveer avales para el acceso a la financiación. Para ello, se valora positivamente la activación del mecanismo RED (que facilita la suspensión temporal del contrato de trabajo o la reducción de la jornada laboral en las empresas afectadas por el incremento de los aranceles) y la reasignación de fondos europeos para su apoyo. El tamaño de las medidas parece suficiente ya que se acerca a 1 pp del PIB (14 mil millones de euros), lo que representa alrededor del 80% del valor de las exportaciones españolas a EE. UU. En todo caso, más de un tercio de los fondos europeos anunciados (5.000 millones de euros) suponen solo un redireccionamiento desde otros usos hacia el apoyo a las empresas afectadas. Dado que no hay nuevos recursos en esta parte del plan, el impacto final en la actividad dependerá de lo que se haya dejado de hacer y de la productividad que tengan los nuevos usos. El efecto de la otra medida de calado, la disponibilidad de crédito con garantía pública por valor de 7.000 millones de euros, dependerá de la incertidumbre financiera y del impacto sobre la actividad exportadora del aumento de los aranceles. En principio tendría un impacto reducido, si el deterioro de las expectativas para las empresas afectadas es limitado, la tasa de mora se mantiene cerca de los mínimos actuales, el BCE continúa su paso hacia una política monetaria más expansiva y los bancos mantienen su actual posición de elevada capitalización y exceso de liquidez. En este contexto, no se deberían ver problemas de acceso a la financiación que puedan ser resueltos con la garantía pública.

Los límites al crecimiento del sector turístico pueden llevar a una moderación de su contribución al avance del PIB. Actualmente, ya se observa una desaceleración en el incremento de viajeros y en el número de pernoctaciones. No es claro todavía si esto responde a factores de demanda, asociados al pobre comportamiento de la renta en los países de origen de los turistas, o si se debe al aumento de los precios domésticos. La pérdida de competitividad, junto con algunos de los problemas de congestión que ha traído el modelo basado en cantidades, así como las externalidades negativas que la población local percibe, pueden estar también afectando. Adicionalmente, varias autonomías han anunciado la puesta en marcha de tasas turísticas y/o la limitación e incluso, la prohibición de pisos dedicados al alquiler turístico. Aunque todavía se prevé que el incremento en las exportaciones de servicios turísticos continuará siendo superior al del PIB, tanto en 2025 como en 2026 (7,8 y 2,9 %), su contribución al crecimiento pasará de 0,7 pp en promedio

9: Para detalles sobre el modelo utilizado para calcular el impacto véase [BBVA Research \(2016\)](#), "La incertidumbre sobre la política económica en España: medición e impacto", BBVA.

10: Para más detalles, véase el "Plan de respuesta y relanzamiento comercial", disponible [aquí](#).

durante 2023 y 2024 a 0,3 pp en 2025 y 2026.

Continúa la relativa falta de sensibilidad de la inversión a la recuperación de la demanda y el empleo. Aunque hay factores cíclicos que pueden explicar parte de la atonía, la prolongación del problema parece apuntar a factores estructurales. Uno de los más evidentes es la escasa rentabilidad que muestran las empresas en España en comparación con las europeas. Con los balances cerrados a 2023, el país mostraba niveles de ROE¹¹ bajos en comparación con otros países de su entorno, y en una cantidad importante de sectores. Esto refleja en parte el diferencial de productividad que limita el proceso de convergencia de la economía española con los países más ricos de la eurozona. Factores como el tamaño de la empresa (relativamente pequeño), las diferencias en las dotaciones de capital humano (tanto de trabajadores como de empresarios), la falta de desarrollo de mercados de capitales y la inadecuada regulación lo explican.

El ahorro de las familias continúa en cotas elevadas y restringe la expansión del consumo. BBVA Research estima que si el consumo de los hogares volviera a tener un comportamiento tendencial en línea con lo observado hasta 2019, esta variable de la demanda interna podría aumentar hasta un punto porcentual más en el acumulado de 2025 y 2026. Sin embargo, la prolongación del período con tasas de ahorro significativamente por encima de lo observado en el promedio histórico parece apuntar a un cambio de comportamiento estructural por parte de los hogares. Como ya se ha mencionado en ediciones pasadas de esta publicación,¹² factores como el heterogéneo aumento de la renta de las familias, el elevado déficit público o la inmigración podrían estar sesgando al alza esta variable. Otro determinante que puede estar cobrando importancia es el incremento que se observa en el ahorro por edades, con los más jóvenes teniendo que acumular cada vez más recursos para poder acceder a una vivienda y el de los más mayores, con propensiones marginales a consumir más bajas.

El precio de la vivienda continuará aumentando (7,3 % en 2025 y 5,3 % en 2026) dada la persistencia del desequilibrio entre la demanda y la oferta. Entre 2021 y 2024 la construcción de vivienda nueva ha sido equivalente a un 45 % del número de hogares creados. Esto ha hecho que el déficit de vivienda entre esos años haya alcanzado las 550.000 unidades. La falta de sensibilidad de la oferta al incremento del precio, junto con el aumento de los costes como consecuencia del encarecimiento de los insumos y la escasez de mano de obra, seguirán presionando al alza los precios. En todo caso, la situación es más dramática en el mercado del alquiler donde el porcentaje de renta salarial necesaria para poder acceder a una vivienda supera el 50% en algunas comunidades autónomas. Aunque en el caso de la compra estos números se reducen hasta un 30%, sobre todo en un entorno de bajos tipos de interés, el acceso al crédito hipotecario está condicionado por la capacidad de ahorro para hacer frente a una entrada: de acuerdo a Eurostat, el 25% de los hogares con mayor renta son los que han incrementado notablemente su intención de comprar una vivienda, respecto al promedio histórico. La mitad de los hogares con menos renta ha mantenido su intención de

11: Rentabilidad sobre el patrimonio neto, en sus siglas en inglés.

12: Véase la diapositiva 43 en [BBVA Research \(2025\)](#) para los resultados de la actualización del modelo sobre determinantes de la tasa de ahorro que se explica en [BBVA Research \(2021\)](#), "El ahorro de los hogares españoles en tiempos de pandemia", BBVA.

compra prácticamente por debajo de su promedio histórico. La persistencia de esta situación llevará a restricciones en el crecimiento de la demanda interna y aumenta el riesgo de un entorno de insatisfacción y tensión social.

Se mantiene la incertidumbre sobre un posible aumento de los costes laborales asociado con la reducción de jornada. Sin medidas compensatorias que alivien esta situación, en caso de producirse, el recorte del tiempo de trabajo restaría en torno a seis décimas al crecimiento medio anual del PIB durante el próximo bienio y ocho décimas al del empleo, de acuerdo a las estimaciones de BBVA Research.¹³ A este respecto, sería recomendable introducir la flexibilidad necesaria para que las empresas puedan adaptarse progresivamente al cambio, sin que esto suponga una disrupción que lleve a ajustes violentos. A esto último puede contribuir el que la transición del empleo al desempleo sigue siendo elevada en España, a pesar de la reducción de la tasa de temporalidad. En algunas comunidades autónomas, el porcentaje de ocupados que pierden su puesto de trabajo es entre tres y cuatro veces superior al del promedio de la UE27. Cambios en el entorno nacional e internacional que desencadenen ajustes internos dentro de las empresas pueden seguir teniendo mayor repercusión en el empleo.

El crecimiento hacia delante puede verse lastrado por la tendencia que muestra la evolución de la productividad por ocupado equivalente a tiempo completo y de la tasa de actividad. Alcanzar incrementos relativamente elevados y sostenidos de la primera es una de las tareas pendientes para la economía española. Recientemente, después de la recuperación observada en los años posteriores a la pandemia, este indicador ha enlazado un par de años con avances por debajo (o alrededor de) su promedio histórico. En 2023, disminuyó un 0,5 %, mientras que en 2024 creció un 0,7 %, frente a la tendencia de los últimos treinta años de aumentar a un 0,6 % anual. Las perspectivas hacia delante es que este débil comportamiento continúe en 2025 (-0,2 %) y 2026 (0,3 %). Si bien es cierto que la productividad por hora ha tenido un comportamiento más positivo, es necesario ahondar en las causas de esta divergencia y alcanzar un diagnóstico sobre su permanencia en el tiempo. Para ello, será clave estudiar la caída en el número de horas trabajadas y la contribución de la composición sectorial, de la inmigración, del envejecimiento (y su efecto sobre las bajas laborales), del aumento del Salario Mínimo Interprofesional, o su complementariedad con otras políticas públicas.

Buena parte del incremento reciente en la tasa de actividad parece ser cíclico. Desde 1992 y hasta 2008, la participación de las personas en edad de trabajar en el mercado laboral fue aumentando desde poco más del 50% hasta el entorno del 60%. La crisis financiera global y el envejecimiento de la población hicieron que este indicador cayera durante los años anteriores a la pandemia. Sin embargo, esta tendencia se ha revertido recientemente y la tasa de actividad parece haberse estabilizado e incluso ha registrado un leve aumento en los últimos años. De acuerdo a BBVA Research, esto refleja principalmente factores temporales, relacionados con la buena marcha de la economía y su capacidad para atraer trabajadores desde la inactividad. La tendencia de fondo continúa siendo decreciente, provocada por el

13: Véase BBVA Research (2023), "Propuesta de reducción de la jornada laboral: incidencia e impacto potencial", disponible [aquí](#).

envejecimiento de la población, lo que supone una presión adicional sobre la capacidad de crecimiento y las finanzas públicas.

Los incrementos anunciados en el gasto público suponen un nuevo riesgo sobre la sostenibilidad de las cuentas a medio y largo plazo. Las medidas destinadas a incrementar la inversión pública en defensa y vivienda no han incluido anuncios que garanticen su financiación durante los próximos años. En principio, la mejora del ciclo económico, junto con la reducción de tipos de interés y el consenso con el que se han tomado las decisiones a nivel europeo, aportan el espacio para poder realizar este gasto sin consecuencias mayores. Sin embargo, esto solo aumenta y retrasa el necesario ajuste que se tiene que producir durante los próximos años. Para garantizar un proceso ordenado y minimizar los efectos negativos sobre la actividad económica, además de la provisión de servicios, sería recomendable hacer pública una planificación detallada de las medidas que serán necesarias para reducir el déficit presupuestario. Para ello, sería deseable un consenso transversal, que incluyera reformas de calado, particularmente para asegurar la sostenibilidad del sistema de pensiones; para abordar las presiones que supondrá el envejecimiento sobre el sistema de salud; y que mejore las instituciones y regulación alrededor del sistema de financiación autonómica.

Tablas

CUADRO 1.1 PRODUCTO INTERIOR BRUTO (PROMEDIO ANUAL, %)

	2021	2022	2023	2024	2025	2026
EE. UU.	3,7	2,5	2,9	2,8	1,7	2,0
Eurozona	6,3	3,6	0,5	0,8	0,9	1,0
China	8,6	3,1	5,4	5,0	4,8	4,5
Mundo	6,9	3,6	3,5	3,3	3,0	3,1

Fecha de cierre de previsiones: 4 junio 2025.

Fuente: BBVA Research y FMI.

CUADRO 1.2 INFLACIÓN (PROMEDIO ANUAL, %)

	2021	2022	2023	2024	2025	2026
EE. UU.	4,7	8,0	4,1	3,0	3,1	2,9
Eurozona	2,6	8,4	5,4	2,4	2,0	1,7
China	0,9	2,0	0,2	0,2	0,6	1,0
Mundo	5,1	9,2	7,5	7,0	4,7	4,1

Fecha de cierre de previsiones: 4 junio 2025.

Fuente: BBVA Research y FMI.

CUADRO 1.3 TIPO DE INTERÉS DE LA DEUDA PÚBLICA A 10 AÑOS (PROMEDIO ANUAL, %)

	2021	2022	2023	2024	2025	2026
EE. UU.	1,4	3,0	4,0	4,2	4,5	4,6
Alemania	-0,3	1,2	2,5	2,3	2,6	2,7

Fecha de cierre de previsiones: 4 junio 2025.

Fuente: BBVA Research y FMI.

CUADRO 1.4 TIPOS DE CAMBIO (PROMEDIO ANUAL)

	2021	2022	2023	2024	2025	2026
EUR-USD	0,84	0,95	0,92	0,92	0,89	0,85
USD-EUR	1,18	1,05	1,08	1,08	1,12	1,17

Fecha de cierre de previsiones: 4 junio 2025.

Fuente: BBVA Research y FMI.

CUADRO 1.5 TIPOS DE INTERÉS OFICIALES (FIN DE PERIODO, %)

	2021	2022	2023	2024	2025	2026
EE. UU.	0,25	4,50	5,50	4,50	4,25	3,25
Eurozona (*)	-0,50	2,00	4,00	3,00	2,00	2,00
China	3,80	3,65	3,45	3,10	2,50	2,50

(*) Tipo de facilidad de depósito.

Fecha de cierre de previsiones: 4 junio 2025.

Fuente: BBVA Research y FMI.

CUADRO 1.6. RESUMEN DE PREVISIONES EUROZONA (a/a)

	2021	2022	2023	2024	2025	2026
PIB a precios constantes	6,3	3,6	0,5	0,8	0,9	1,0
Consumo privado	4,7	5,0	0,6	1,0	1,4	1,4
Consumo público	4,3	1,1	1,4	2,7	1,3	1,0
Formación bruta de capital fijo	3,7	2,1	1,9	-1,9	1,6	1,5
Inventarios (*)	0,6	0,4	-0,8	-0,3	0,1	0,0
Demanda interna (*)	4,9	3,7	0,2	0,4	1,4	1,3
Exportaciones (bienes y servicios)	11,4	7,5	-0,6	1,0	0,1	0,6
Importaciones (bienes y servicios)	9,0	8,6	-1,3	0,3	1,4	1,2
Demanda externa (*)	1,4	-0,1	0,3	0,4	-0,5	-0,2
Precios						
IPC	2,6	8,4	5,4	2,4	2,0	1,7
IPC subyacente	1,5	3,9	4,9	2,8	2,4	2,1
Mercado laboral						
Empleo	1,6	2,4	1,4	1,0	0,6	0,3
Tasa desempleo (% población activa)	7,8	6,7	6,6	6,4	6,3	6,3
Sector público						
Déficit (% PIB)	-5,1	-3,5	-3,5	3,1	-3,2	-3,2
Deuda (% PIB)	93,9	89,5	87,3	87,4	88,4	89,1
Sector exterior						
Balanza por cuenta corriente (% PIB)	2,5	-0,1	1,6	2,8	2,1	2,2

Tasa de variación anual en %, salvo indicación expresa.

Fecha de cierre de previsiones: 4 junio 2025.

(*) Excluyendo ayudas a las entidades financieras españolas.

Fuente: BBVA Research.

CUADRO 1.7. ESPAÑA: PREVISIONES MACROECONÓMICAS
 (TASAS DE VARIACIÓN ANUAL EN %, SALVO INDICACIÓN CONTRARIA)

(Promedio anual, %)	2022	2023	2024	2025	2026
Actividad					
PIB real	6,2	2,7	3,2	2,5	1,7
Consumo privado	4,8	1,8	2,9	2,8	1,9
Consumo público	0,6	5,2	4,1	2,5	2,0
Formación Bruta de Capital Fijo	3,3	2,1	3,0	5,5	5,0
Equipo y Maquinaria	2,9	1,1	2,8	6,3	2,6
Construcción	2,2	3,0	3,5	5,3	5,8
Vivienda	8,4	2,1	1,7	4,1	6,8
Demanda Interna (contribución al crecimiento)	3,9	1,7	2,8	3,0	2,4
Exportaciones	14,3	2,8	3,1	1,3	1,9
Importaciones	7,7	0,3	2,4	3,0	4,4
Demanda Externa (contribución al crecimiento)	2,3	1,0	0,3	-0,5	-0,8
PIB nominal	11,2	9,1	6,2	4,7	3,4
(Miles de millones de euros)	1373,6	1498,3	1591,6	1667,2	1724,4
Mercado de trabajo					
Empleo, EPA	3,6	3,1	2,2	2,3	1,8
Tasa de paro (% población activa)	13,0	12,2	11,3	10,6	10,2
Empleo CNTR (equivalente a tiempo completo)	4,1	3,2	2,4	2,7	1,4
Productividad aparente del factor trabajo	2,1	-0,5	0,7	-0,2	0,3
Precios y costes					
IPC (media anual)	8,4	3,5	2,8	2,1	2,0
IPC (fin de periodo)	5,7	3,1	2,8	1,8	2,1
Deflactor del PIB	5,0	6,4	3,1	2,3	1,8
Remuneración por asalariado	3,9	5,6	4,7	2,9	2,8
Coste laboral unitario	1,8	6,1	4,0	3,2	2,5
Sector exterior					
Balanza por Cuenta Corriente (% del PIB)	0,4	2,8	3,3	2,5	2,1
Sector público (*)					
Deuda (% PIB)	109,5	105,1	101,9	101,3	101,1
Saldo AA.PP. (% PIB)	-4,5	-3,5	-3,2	-2,7	-2,5
Hogares					
Renta bruta disponible	5,3	10,7	8,7	5,8	4,0
Tasa de ahorro (% renta bruta disponible)	9,0	12,0	13,6	13,7	14,0

Tasa de variación anual en %, salvo indicación expresa

Fecha de cierre de previsiones: 4 junio 2025.

(*) Excluyendo ayudas a las entidades financieras españolas.

Fuente: BBVA Research..

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.