

JUNIO 2025

Situación España

Mensajes principales. Global

Incertidumbre económica

Los aranceles de EE. UU. han subido con fuerza.

Aunque los gravámenes a China rondan el 30%, por debajo del 60% esperado y del pico del 145% tras el “Día de la Liberación”, son históricamente altos y una fuente persistente de riesgo. En este contexto, y ante la perspectiva de grandes déficits fiscales, la prima de riesgo de EE. UU. ha subido. El crecimiento sigue firme y la inflación ha cedido, pese a señales iniciales de deterioro.



Perspectivas: crecimiento

El proteccionismo y la incertidumbre lastrarán la actividad. El crecimiento se desacelerará más de lo previsto en EE. UU., pero no necesariamente en China y en la eurozona. En el primer caso, unas tarifas de EE. UU. menores que lo esperado apoyan una revisión al alza del crecimiento. En el segundo, el impacto de los aranceles se verá mitigado por el gasto fiscal, sobre todo, en defensa.



Perspectivas: inflación y tipos

Los aranceles aumentarán la inflación en EE. UU., llevando a la Fed a mantener los tipos inalterados por más tiempo. La relajación monetaria podría reanudarse a fines de 2025 si las presiones de precios son transitorias. El ciclo de recortes está cerca de su fin en la eurozona, pero sigue en China.



Riesgos

La prolongada incertidumbre y la mayor prima de riesgo en EE. UU. preocupan. El riesgo relacionado con los aranceles sigue aumentando, pero ahora parece más equilibrado.



Mensajes principales. España

Desaceleración, pero con un crecimiento todavía sólido.



El INE revisó a la baja el PIB del segundo semestre de 2024. El crecimiento en 1T25 fue 0,1 pp menor de lo que se estimaba. La moderación en el crecimiento de la demanda se explica por un menor avance del consumo. Las exportaciones de servicios también se moderan, aunque siguen aumentando más que el PIB. La inversión se acelera por el impacto de las medidas para apoyar a los afectados por la DANA.

El crecimiento del PIB podría situarse alrededor del 2,5% en 2025 y del 1,7% en 2026.



Entre los factores que apoyarán el crecimiento estarán la caída en los precios del petróleo y del gas, el tono más expansivo de la política económica en Europa, y una mayor capacidad de crecimiento del sector servicios (por la inmigración y los aumentos de la productividad por hora). Se espera un incremento de los salarios superior al de los precios; la inversión en vivienda aumentará su contribución al crecimiento de la demanda; habrá un mayor gasto en defensa.

Se espera que la expansión vaya perdiendo impulso.



El apagón habría tenido un impacto negativo, pero temporal. El aumento de los aranceles y de la incertidumbre afectarán a los flujos comerciales y a la inversión. Se perciben cuellos de botella 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.

Es necesario un consenso alrededor de medidas que aumenten el crecimiento a largo plazo.



La productividad por persona ocupada crece incluso por debajo del promedio histórico, hay que elevar la participación en el mercado laboral, reducir la precariedad del empleo y aumentar la rentabilidad de la inversión. Las finanzas públicas son vulnerables a escenarios menos favorables. Es necesario acelerar la ejecución de los fondos NGEU.

1. Junio 2025

Situación Global

La economía global, presionada por las políticas de EE. UU.

Aranceles altos; aunque menores para China, superan lo previsto en otros países y generan más incertidumbre.



Crecimiento resiliente; la confianza se ha deteriorado, pero el efecto de las tarifas en inflación y actividad sigue siendo limitado.



Mayor riesgo en EE. UU. ante crecientes dudas fiscales y la incertidumbre sobre su política económica.



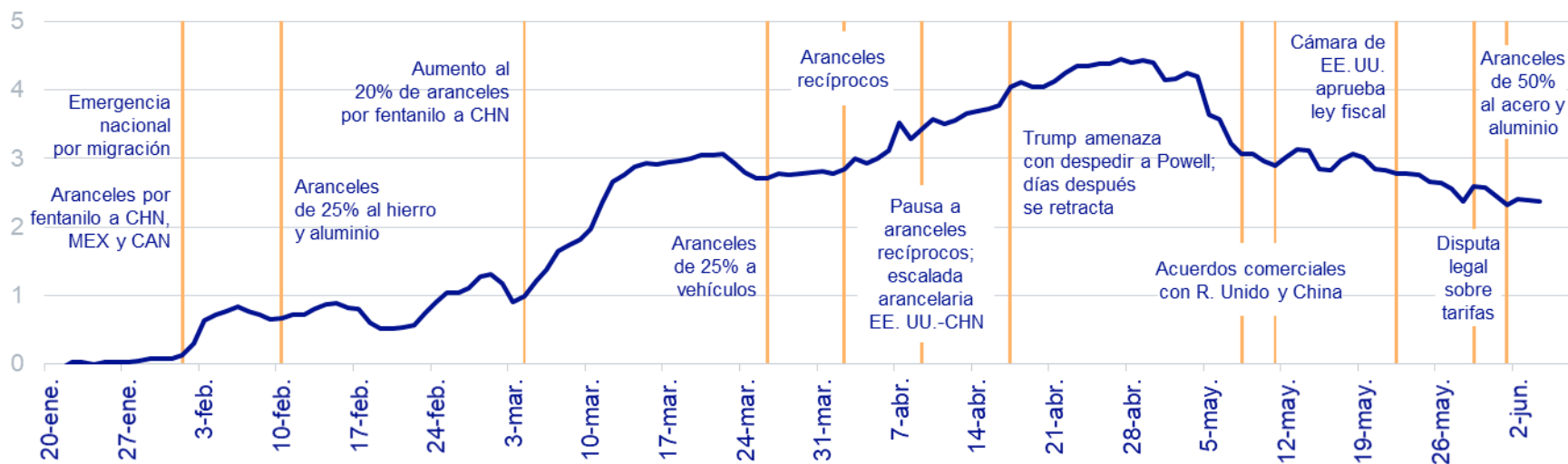
Dólar más débil, mayores rendimientos a largo plazo y una Fed cauta; más recortes de tipos en China y Europa.



La incertidumbre se prolonga

ÍNDICE DE INCERTIDUMBRE DE POLÍTICA ECONÓMICA DE BBVA RESEARCH: ESTADOS UNIDOS *

(MEDIA DESDE 2017 IGUAL A 0; MEDIA MÓVIL DE 28 DÍAS)

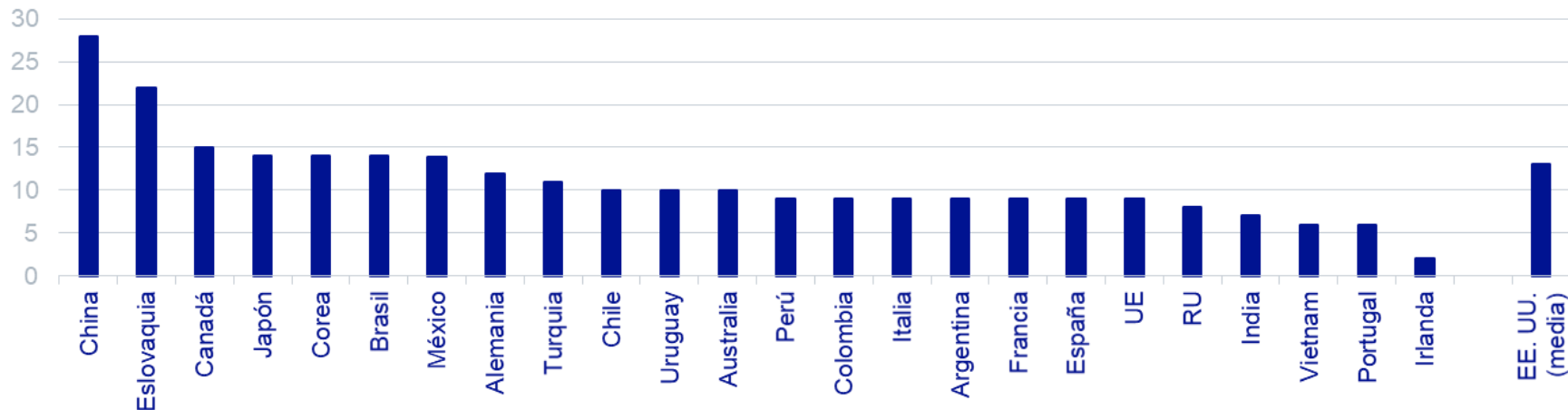


* Último dato disponible: 4 de junio de 2025.

Fuente: BBVA Research.

Los aranceles de EE. UU. han subido con fuerza y de forma errática

ARANCELES DE EE.UU.: AUMENTO ESTIMADO DESDE PRINCIPIOS DE 2025 HASTA EL 9 DE JUNIO DE 2025 *
(PP)



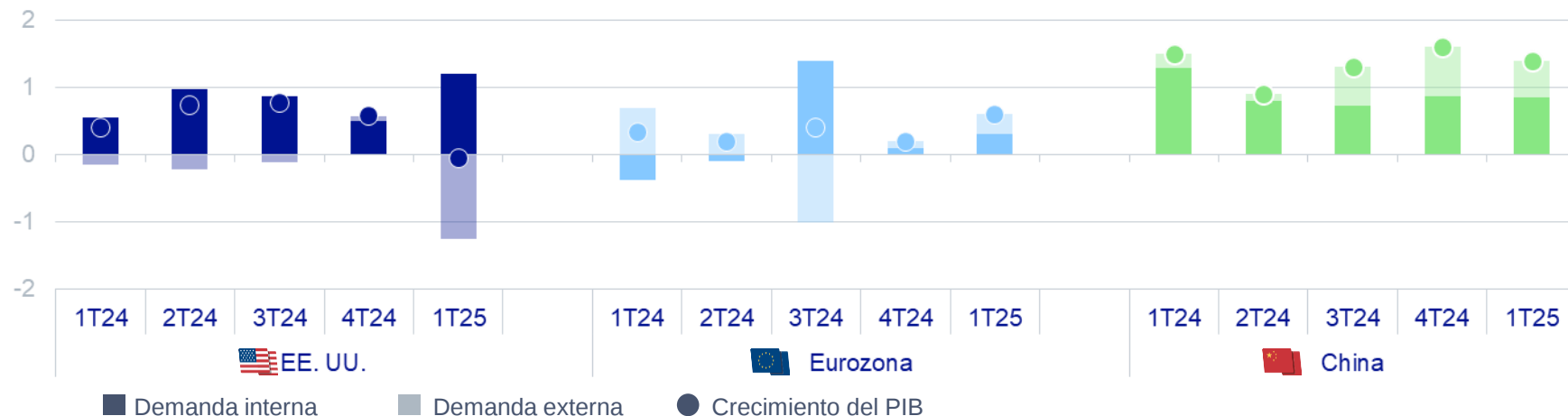
*Basado en: i) aranceles del 25% sobre vehículos y autopartes, y del 50% sobre aluminio y acero (tarifas más bajas para Reino Unido, México y Canadá); ii) aranceles del 0% sobre productos farmacéuticos, petróleo, cobre y ciertos bienes electrónicos; iii) aranceles al fentanilo para China, México y Canadá; y iv) aranceles recíprocos del 10%.
Fuente: BBVA Research.

Tras cierta distensión, EE. UU. volvió a subir aranceles a finales de mayo, con gravámenes al acero y aluminio del 50%; siguen las negociaciones y persisten las disputas sobre la validez legal de los aranceles.

El PIB se estancó en EE. UU. y creció más de lo previsto en la eurozona y en China

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

(CRECIMIENTO TRIMESTRAL DEL PIB EN PORCENTAJE; CONTRIBUCIÓN AL CRECIMIENTO: PUNTOS PORCENTUALES)

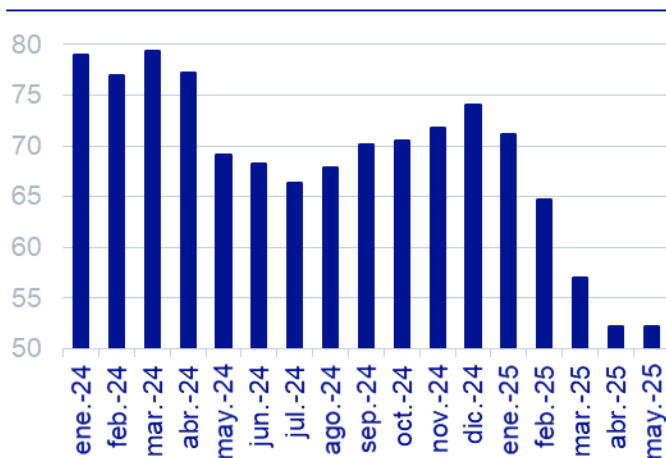


Fuente: BBVA Research a partir de datos de Haver y NBS de China.

Antes de la introducción de los aranceles, las importaciones y los inventarios subieron con fuerza y el consumo privado se debilitó algo en EE. UU.; el buen desempeño exportador ayudó a sostener el crecimiento en China y la eurozona.

El crecimiento sigue resiliente, pero hay señales incipientes del efecto de los aranceles en la actividad

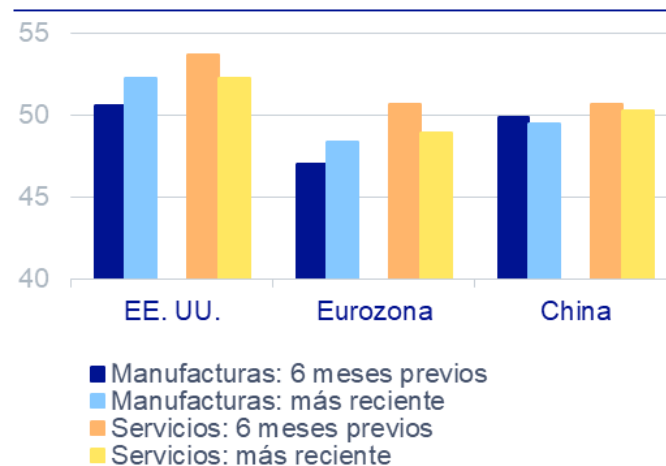
SENTIMIENTO DEL CONSUMIDOR EN EE. UU.
(ÍNDICE)



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

INDICADORES PMI *

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



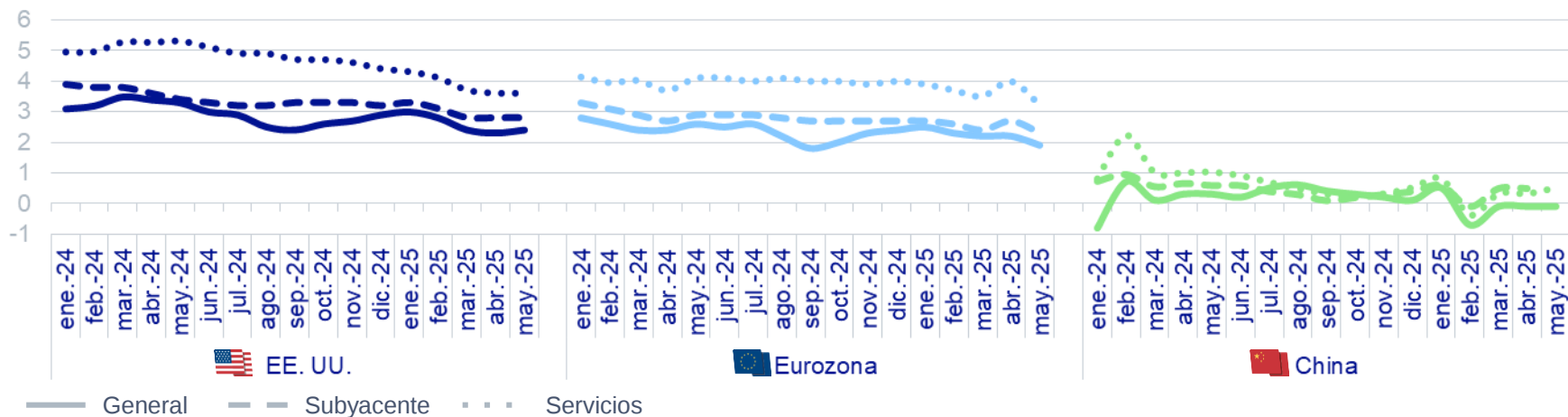
* Dato más reciente: mayo 2025.

Fuente: BBVA Research a partir de datos de Haver.

La confianza se ha deteriorado y los servicios se han debilitado, mientras la industria se ha beneficiado de tasas de interés más bajas y del aumento de los flujos comerciales previos a los aranceles; los mercados laborales pierden algo de dinamismo, pero siguen sólidos.

La inflación ha cedido más de lo previsto últimamente; efectos limitados de los aranceles hasta ahora

INFLACIÓN GENERAL, SUBYACENTE Y DE SERVICIOS; BASADA EN EL IPC
(CRECIMIENTO INTERANUAL EN PORCENTAJE)



Fuente: BBVA Research a partir de datos de Haver.

Las menores presiones de demanda y la caída de los precios energéticos han moderado la inflación, que sigue sobre el 2 % en EE. UU. (ya no en la eurozona), en parte por los precios de los servicios.

La prima de riesgo de EE. UU. ha subido, presionando los rendimientos a largo plazo y al dólar

RENDIMIENTO DEL BONO SOBERANO DE EE. UU. A 30 AÑOS *

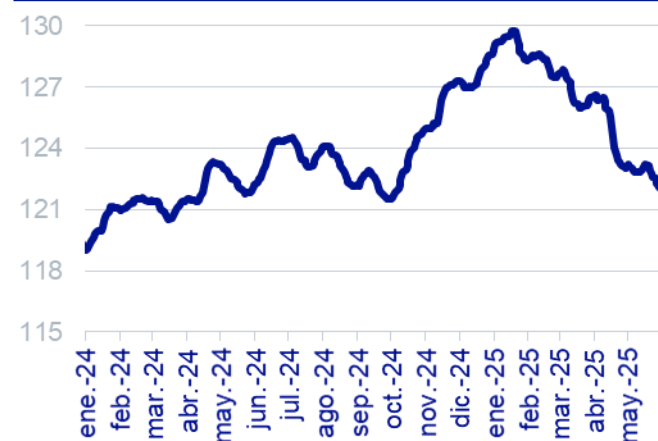
(%, PROMEDIO MÓVIL DE 7 DÍAS)



* Último dato disponible: 5 de junio de 2025.
Fuente: BBVA Research a partir de datos de la Fed.

ÍNDICE NOMINAL AMPLIO DEL DÓLAR *

(ÍNDICE: ENE-06=100; PROMEDIO MÓVIL DE 7 DÍAS)



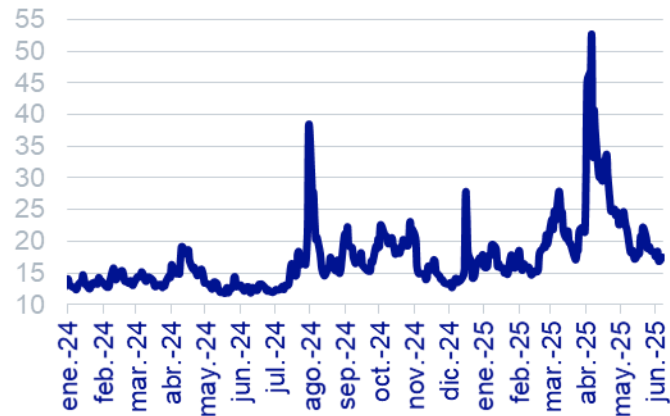
* Un promedio ponderado del valor del dólar frente a las monedas de un amplio grupo de los principales socios comerciales de EE. UU. Último dato disponible: 30 de mayo de 2025.
Fuente: BBVA Research a partir de datos de la Fed.

La incertidumbre sobre las políticas, el riesgo de mayores déficits fiscales, las amenazas a la Fed, los rumores sobre una devaluación del dólar y un posible impuesto a inversores extranjeros, entre otros, han elevado el riesgo de EE. UU.

La volatilidad financiera se ha moderado recientemente, tras dispararse en abril, pero sigue elevada

VOLATILIDAD BURSÁTIL: VIX *

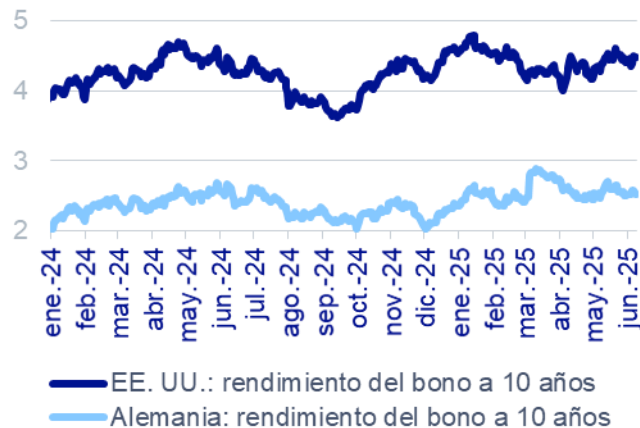
(%)



* Último dato disponible: 9 de junio de 2025.
Fuente: BBVA Research a partir de datos de Haver.

RENDIMIENTOS SOBERANOS *

(%)



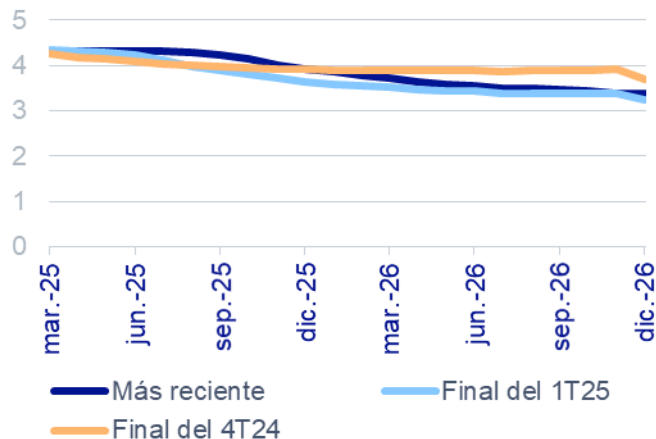
* Último dato disponible: 9 de junio de 2025.
Fuente: BBVA Research a partir de datos de Haver.

Presión al alza sobre los rendimientos soberanos a 10 años por la mayor prima de riesgo en EE. UU. y el gasto fiscal en la eurozona, parcialmente compensada por las dudas sobre el crecimiento económico, sobre todo en la eurozona.

Pese a la menor inflación, la Fed se mantiene cauta y los mercados ven poco margen para recortes en el corto plazo

EE. UU.: TIPOS DE INTERÉS IMPLÍCITOS EN LOS CONTRATOS FUTUROS *

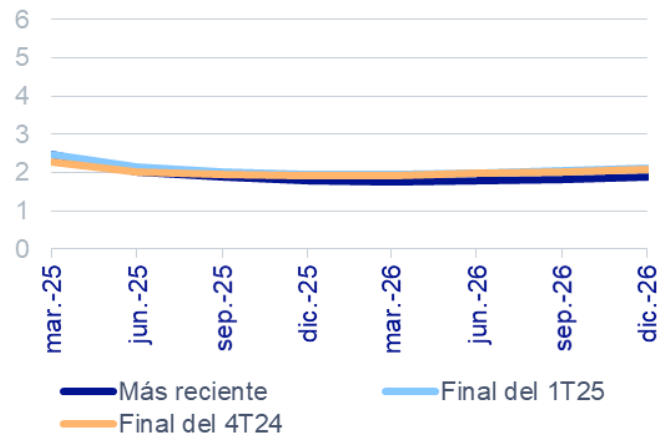
(%)



* Último dato disponible: 9 de junio de 2025.
Fuente: BBVA Research a partir de datos de Haver.

EUROZONA: TIPOS DE INTERÉS IMPLÍCITOS EN LOS CONTRATOS FUTUROS *

(%)



* Último dato disponible: 9 de junio de 2025.
Fuente: BBVA Research a partir de datos de Haver.

El probable impacto de los aranceles en la inflación ha respaldado la reciente decisión de la Fed de mantener tipos; en la eurozona, persiste la duda sobre el nivel final: ¿2 % o menos?

El proteccionismo y la incertidumbre afectarán a la economía global

El crecimiento se moderará más de lo previsto en EE. UU., aunque las tarifas podrían ser menores a lo esperado; los estímulos apoyarán a China y Europa.



La inflación repuntará en EE. UU., al menos en el corto plazo, por los aranceles; rondará el 2 % en la eurozona y seguirá baja en China.



La Fed mantendrá los tipos sin cambios hasta fin de año; el ciclo de relajación del BCE parece cerrado, pero recortes extra dependen de los aranceles.



La volatilidad probablemente persistirá ante la incertidumbre prolongada y el mayor riesgo en EE. UU., lo que podría afectar al dólar.



Perspectivas sobre las políticas de EE. UU.: supuestos del escenario base

Escenario base de BBVA Research

Aranceles

Mayor incertidumbre por más tiempo, aunque tarifas más bajas a China implicarían un arancel promedio menor al previsto para EE. UU. Supuesto de trabajo: 30% a China, 10% a México/Canadá, y promedio entre tarifas actuales (fines de mayo) y las recíprocas del Día de la Liberación para los demás, en línea con un alza de 13 pp en las tarifas de EE. UU. (vs. 60% a China y 10% al resto, en línea con un alza de 17 pp, asumida en 1T25).

Política Fiscal

Déficits fiscales potencialmente mayores, por recortes de impuestos e insuficientes ingresos compensatorios, presionarán los rendimientos soberanos y al dólar en EE. UU.

Política Monetaria

Un ruido mayor al previsto mantendrá la volatilidad y los activos de EE. UU. bajo presión. Aun así, se espera que la Fed conserve su independencia y el dólar siga siendo la principal moneda de reserva global.

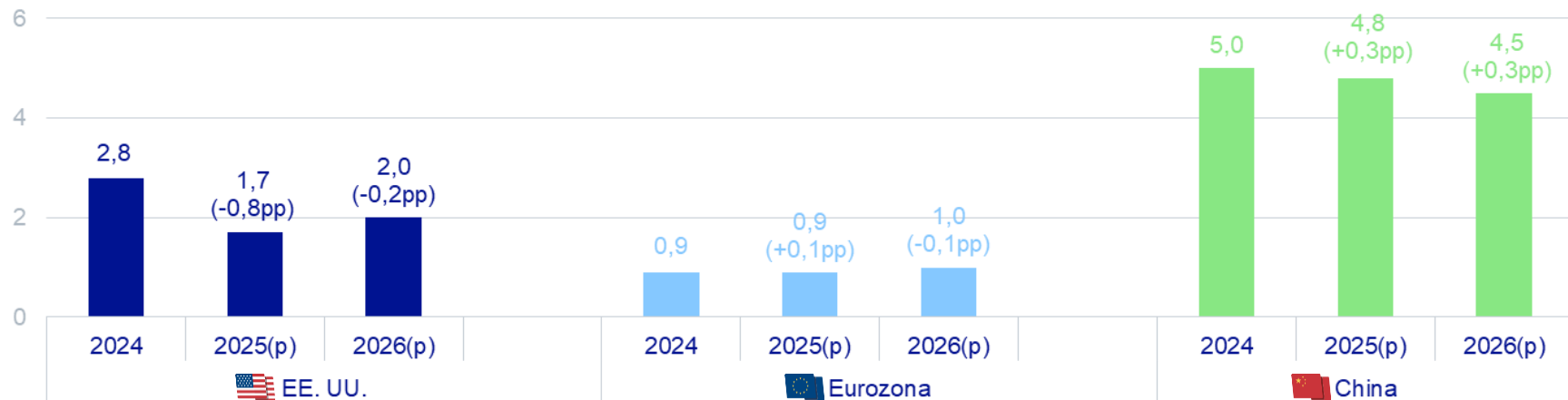
Otras políticas

Se espera que las políticas migratorias no tengan un impacto significativo en los mercados laborales en el horizonte de previsión. No se asumen shocks vinculados a políticas exteriores ni regulatorias.

Las perspectivas de crecimiento se han deteriorado en EE. UU., pero no en China ni en la eurozona

CRECIMIENTO DEL PIB *

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



* El PIB global creció 3,4% en 2024 y se prevé que aumente 3,0% en 2025 y 3,1% en 2026, respectivamente tres y dos décimas por debajo de lo esperado en el 1T25.

(p): previsión.

Fuente: BBVA Research.

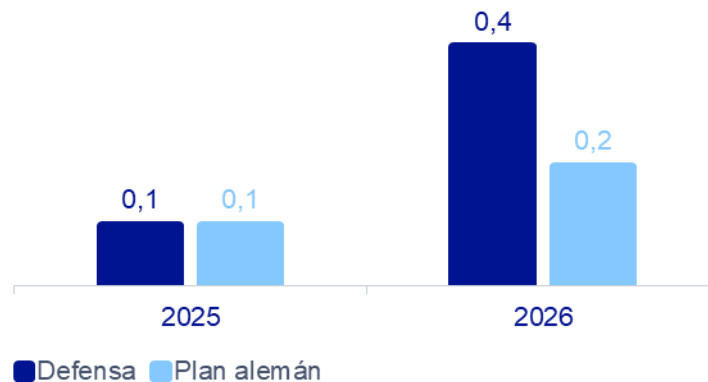
Menor crecimiento en EE. UU. por la mayor incertidumbre y datos débiles en el 1T25 (potencialmente compensados por un repunte en 2T25); el crecimiento se apoyará en tarifas más bajas de lo previsto y estímulos en China, así como mayor gasto fiscal, menor inflación y tipos más bajos en Europa.

El gasto en defensa y el estímulo a la infraestructura en Alemania apoyarán cada vez más el crecimiento de la UE

Sobre el gasto en defensa:

- Los shocks en el gasto en defensa de la UE implican **multiplicadores de corto plazo superiores a 1**, mientras que el impacto sobre el PIB desaparece en el mediano plazo.
- **En qué se gasta el dinero es importante:** el **gasto intensivo en capital** genera multiplicadores más altos y persistentes que los salarios y los consumos intermedios.
- **La efectividad es mayor** cuando la economía parte de un **punto bajo en el ciclo**.
- **Una mayor capacidad fiscal y una menor dependencia de las importaciones** aumentan la efectividad del estímulo fiscal.

IMPACTO ESTIMADO EN EL PIB DE LA EUROZONA * (PUNTOS PORCENTUALES)



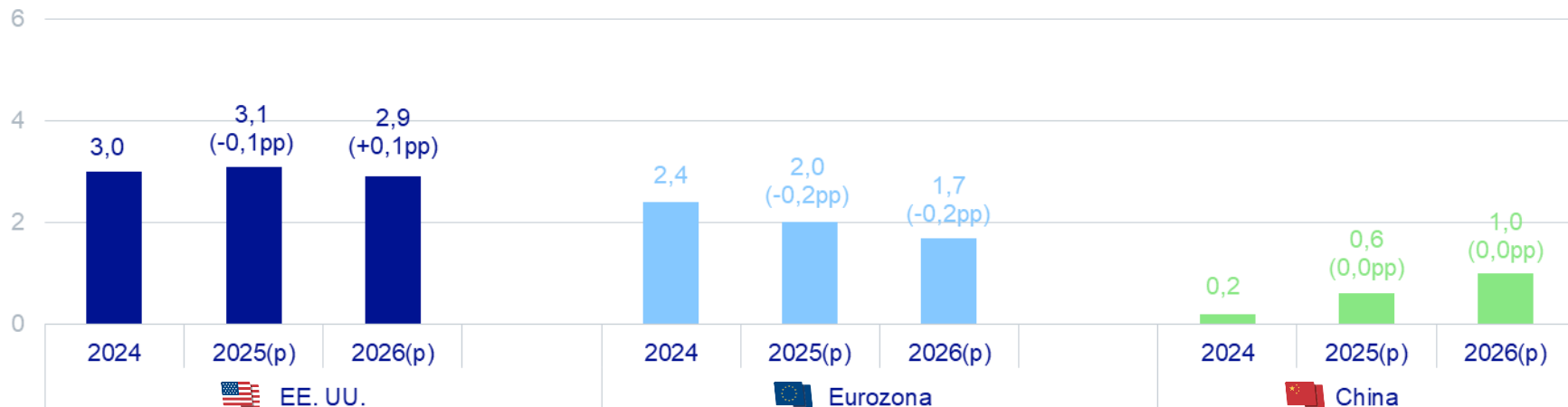
* Rango del multiplicador fiscal del gasto en defensa entre 1,0 y 1,4; el multiplicador de la inversión crece a lo largo del tiempo desde el 0,4 hasta el 0,6.
Fuente: BBVA Research.

Plan “Readiness 2030”: aumento del gasto en defensa del 1,5 % del PIB en cuatro años, con impulsos fiscales del 0,1 % en 2025 y 0,35 % en 2026. **Plan de Infraestructura de Alemania** (500.000 millones de euros): durante los próximos 12 años, inversión anual del 1 % del PIB, lo que equivale al 11 % del PIB alemán de 2024.

La inflación repuntará en EE. UU. tras la subida de aranceles, y seguirá contenida en la eurozona y China

INFLACIÓN GENERAL, BASADA EN EL IPC

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



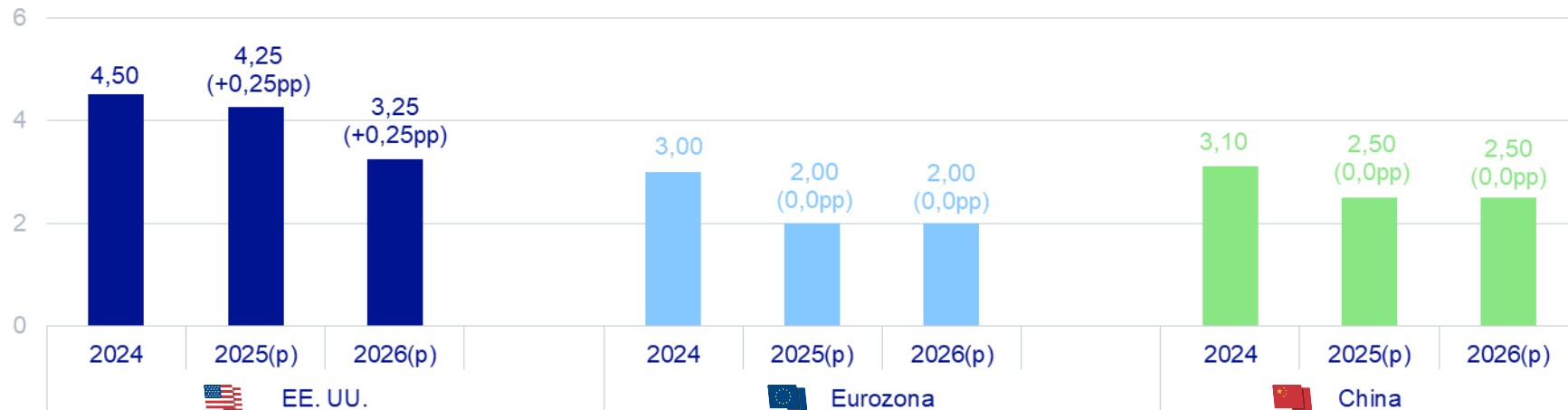
(p): previsión.
Fuente: BBVA Research.

Los menores precios de la energía y la débil demanda apoyan una inflación contenida, salvo en EE. UU., donde los aranceles aumentarán los costes de producción. Un euro más fuerte también limitará las presiones de precios en Europa.

La Fed mantendrá los tipos sin cambios por más tiempo; el ciclo de recortes del BCE (probablemente) ha terminado

TIPOS DE INTERÉS DE POLÍTICA MONETARIA *

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



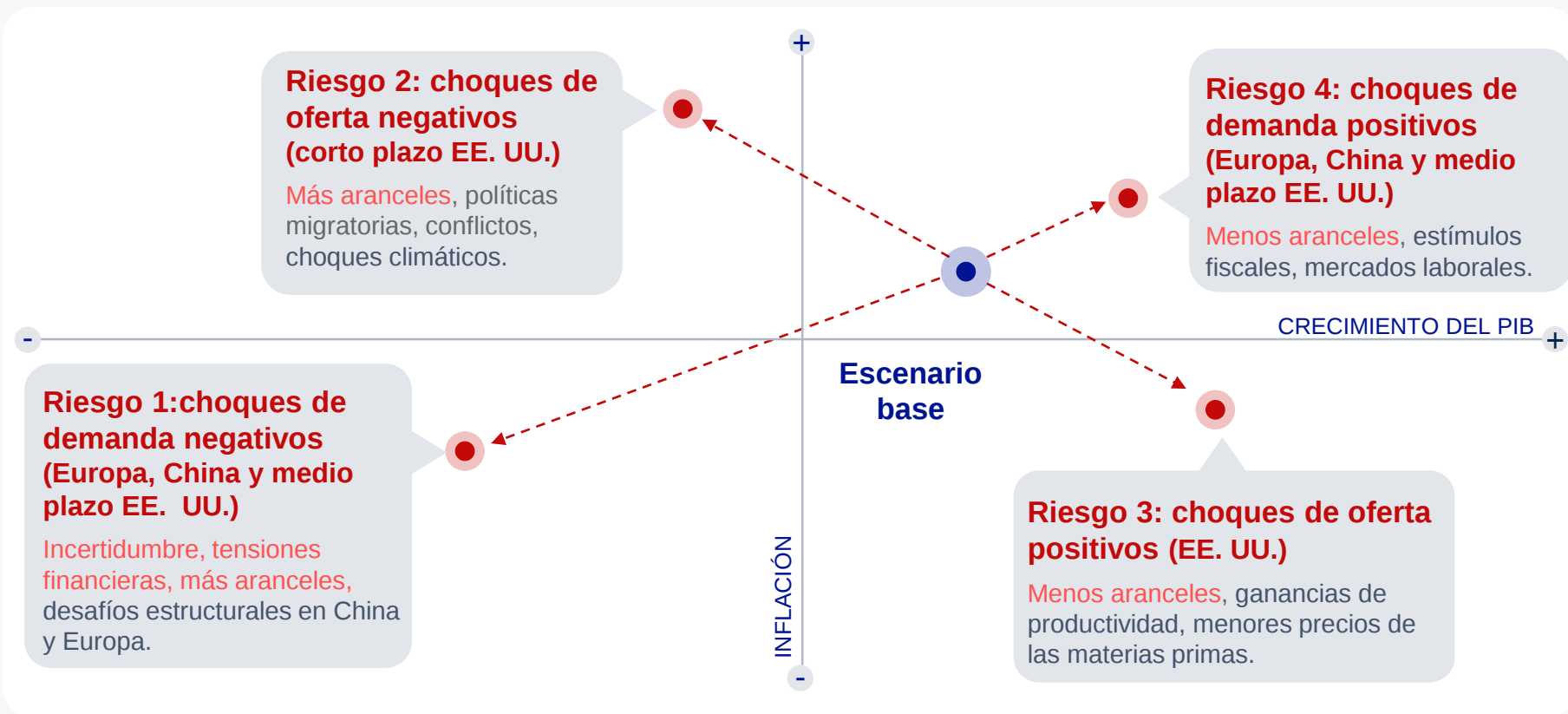
(p): previsión.

* En el caso de la eurozona, tipos de interés de la facilidad de depósitos.

Fuente: BBVA Research.

Se prevé que la Fed reduzca los tipos una vez este año (en 4T25), pero el ciclo de recortes seguiría en 2026, al menos, si las presiones por aranceles son temporales. En la eurozona, se espera que los tipos sigan en 2 %, pero las dudas sobre el crecimiento y la inflación contenida podrían causar recortes extra.

Riesgos crecientes, por incertidumbre, tarifas y mayor prima de riesgo en EE. UU.



2. Junio 2025

Situación España

El PIB crecerá en un contexto de desaceleración

3,2%



2024

2,5%



2025 (p)

▼ -0,3 pp

1,7%



2026 (p)

▼ -0,1 pp

(p): previsión.

Fuente: BBVA Research a partir de INE.



Previsión
revisada al alza



Previsión sin
cambios



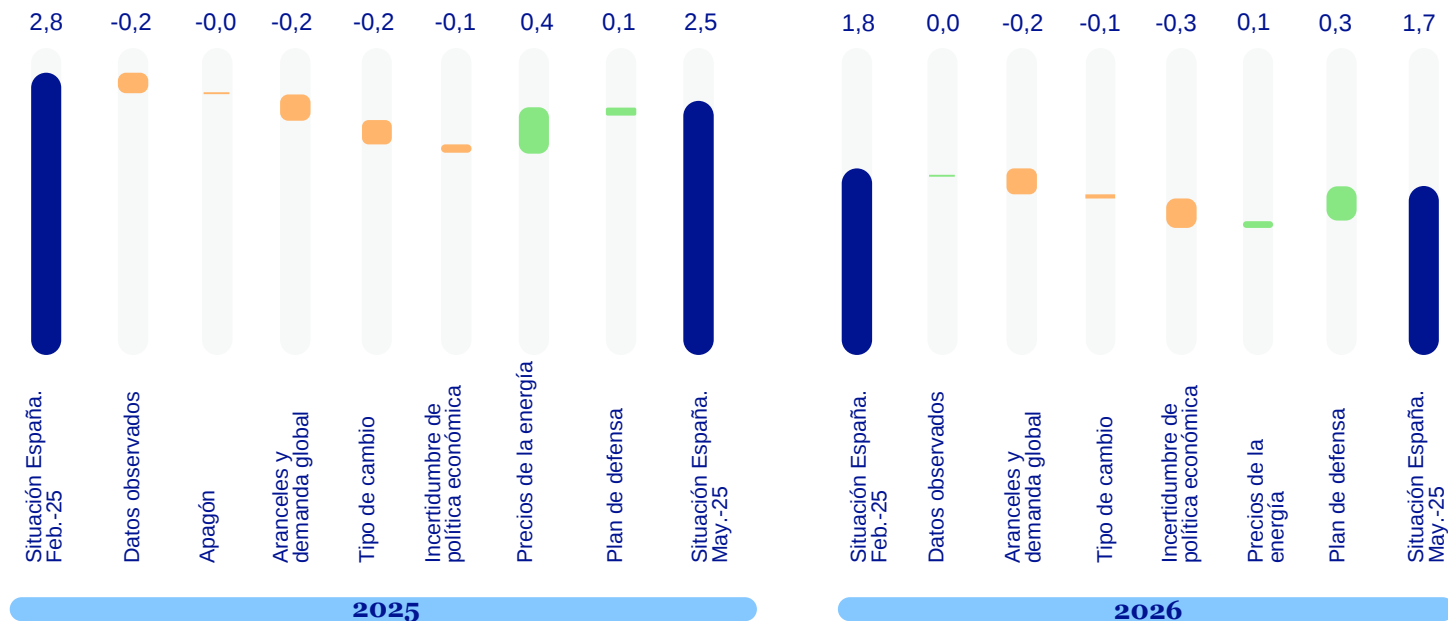
Previsión revisada
a la baja



El PIB crecerá en un contexto de desaceleración

Revisión a la baja, menos tracción interna y un impacto negativo de la incertidumbre

CAMBIO EN LAS PREVISIONES DE CRECIMIENTO DEL PIB Y CONTRIBUCIONES POR FACTORES (PORCENTAJE)

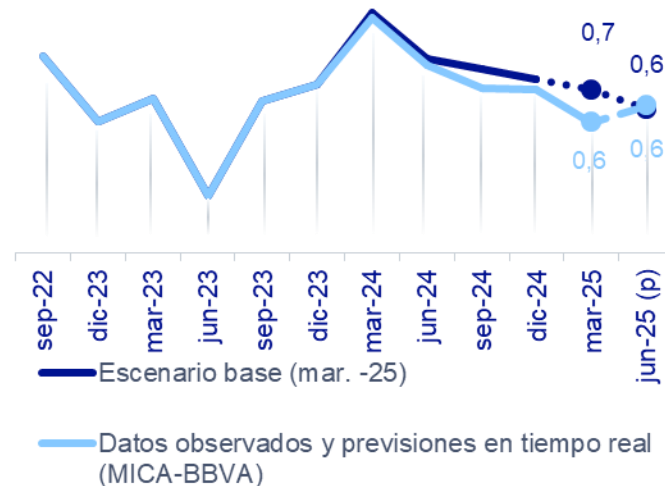


El crecimiento se ralentiza, pero sigue siendo sólido

El ajuste a la baja en 2025 es en buena parte consecuencia de las revisiones estadísticas

- El Instituto Nacional de Estadística (INE) **revisó a la baja los datos del PIB correspondientes al tercer y cuarto trimestre de 2024**. Esta corrección explica aproximadamente dos tercios del ajuste en las previsiones de crecimiento para 2025 respecto a las publicadas en abril, que situaban el avance en un 2,8 %.
- 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 esperado por BBVA Research hace tres meses (0,6 % trimestral, frente a 0,7 %).

CRECIMIENTO TRIMESTRAL DEL PIB
(PORCENTAJE)



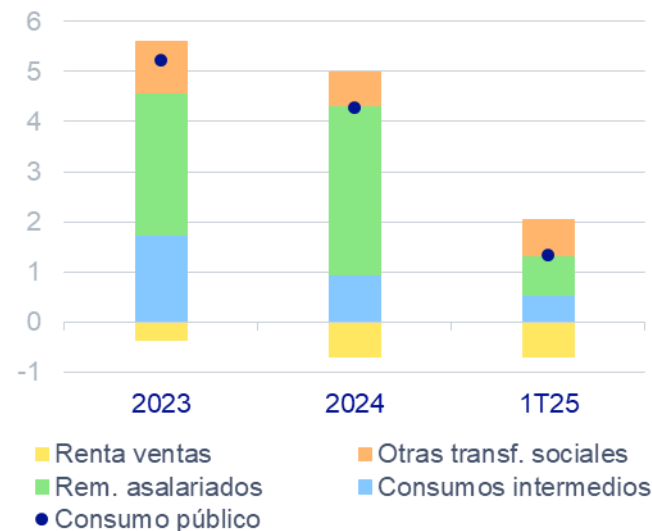
(p): previsión.
Fuente: BBVA Research a partir de INE.

El crecimiento se ralentiza, pero sigue siendo sólido

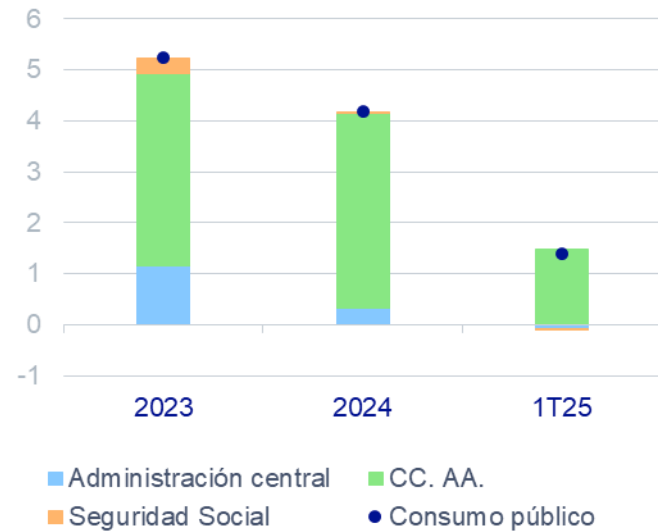
La moderación refleja una menor contribución del consumo público

CONTRIBUCIÓN A LA VARIACIÓN INTERANUAL DEL GASTO EN CONSUMO FINAL DE LAS AA. PP.* (CVEC. EN TÉRMINOS REALES. CRECIMIENTO PROMEDIO INTERANUAL, PORCENTAJE)

POR PARTIDAS



POR SUBSECTORES



* Excluidas las corporaciones locales.
Fuente: BBVA Research a partir de INE y Ministerio de Hacienda.

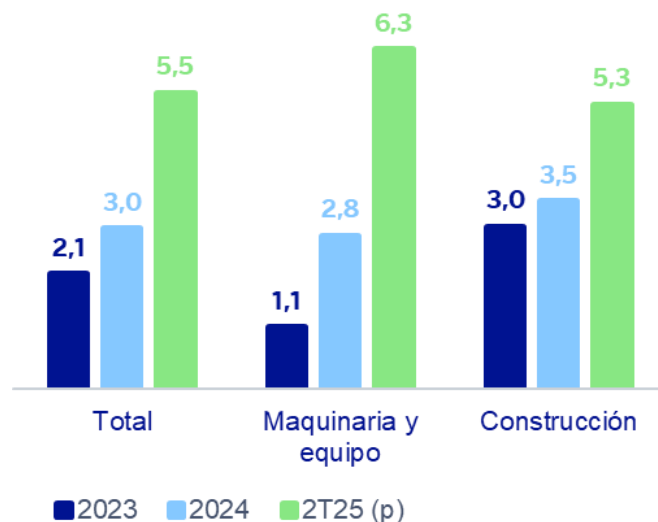
El crecimiento se ralentiza, pero sigue siendo sólido

La inversión se acelera apoyada por el impulso fiscal

- La inversión en material de transporte registró un fuerte aumento en 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 paliar los efectos de la DANA en Valencia** y el impacto de algunos **proyectos financiados por el Mecanismo de Recuperación y Resiliencia (MRR)**.
- Estos fondos también estarían detrás del buen comportamiento de la inversión en **construcción no residencial**, que se prevé continúe avanzando con fuerza en los primeros meses del año (3,2 y 2,7 % en el 1T25 y 2T25, respectivamente).

INVERSIÓN

(VARIACIÓN INTERANUAL, PORCENTAJE)

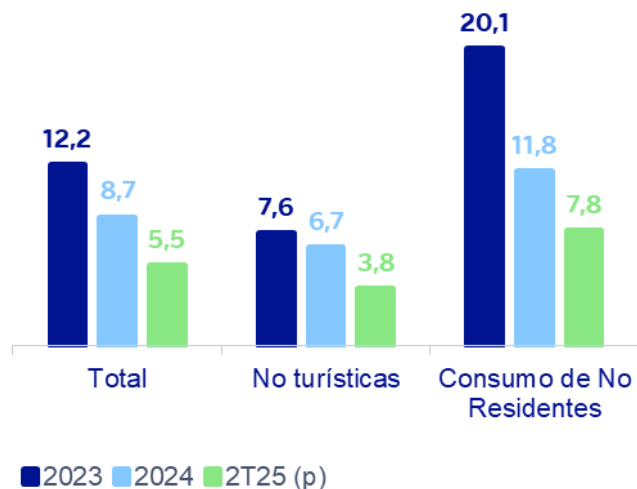


(p): previsión.
Fuente: BBVA Research a partir de INE.

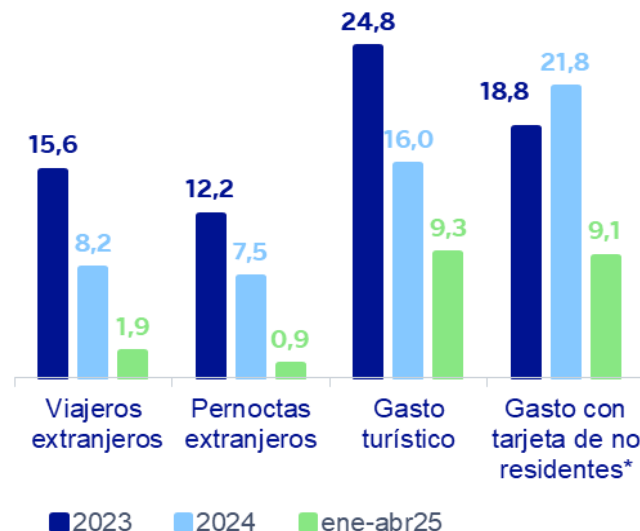
El crecimiento se ralentiza, pero sigue siendo sólido

Las exportaciones de servicios se moderan, pero son el principal motor del crecimiento

EXPORTACIONES DE SERVICIOS (VARIACIÓN INTERANUAL, PORCENTAJE)



VARIACIÓN DE LOS VIAJEROS, PERNOCTAS Y GASTO TURÍSTICO (VARIACIÓN INTERANUAL, PORCENTAJE)

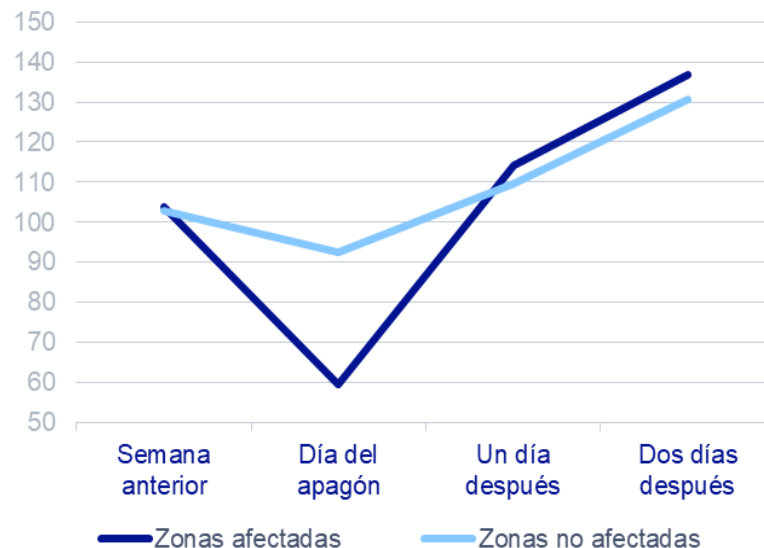


El crecimiento se ralentiza, pero sigue siendo sólido

El apagón del 28 de abril no habría tenido efectos permanentes en el PIB

- El corte de suministro eléctrico tuvo un **impacto notable, aunque temporal, en el gasto**. El apagón provocó una fuerte caída en el gasto con tarjetas de clientes BBVA en las zonas afectadas (-41 pp), mientras que las no afectadas registraron un retroceso menor (-7 pp).
- Por sectores, **los mayores descensos se registraron en moda, salud y electrónica, seguidos de caídas en supermercados y alimentación**. Por regiones, **las provincias costeras y las limítrofes con Madrid fueron las más afectadas**.
- La recuperación en los días posteriores fue notable, lo que sugiere que **el impacto final en la demanda será limitado**.

**GASTO TOTAL CON TARJETA DE CLIENTES BBVA
SEGÚN SU ZONA DE RESIDENCIA (BASE 100) ***



* La semana anterior incluye los días que van desde el 21 hasta el 27 de abril de 2025. Zonas no afectadas incluye Illes Balears, Canarias, Ceuta y Melilla. Zonas afectadas incluye el resto de regiones. Base 100 corresponde a misma semana de 2024 para "la semana anterior"; lunes no festivos de abril de 2024 (días 8, 15, 22 y 29) para el "día del apagón"; martes no festivos de abril de 2024 (días 2, 9, 16, 23 y 30) para "el día después"; miércoles no festivos de abril de 2024 (días 3, 10, 17 y 24) para "dos días después". Fuente: BBVA Research a partir de BBVA.

Factores que apoyarán la actividad económica

Hay una mejora en los términos de intercambio por caída en el precio de la energía

- De consolidarse **la caída en los precios del petróleo y el gas**, BBVA Research estima que **podría aportar 0,5 pp al crecimiento del PIB entre 2025 y 2026**.
- Dado que el deterioro en las perspectivas de la economía mundial es moderado, **buena parte de la caída parece responder a una mayor oferta de crudo**, lo que es consistente con un impacto positivo y significativo en la economía española.
- Aunque hay dudas sobre el impacto del apagón en la inversión energética, un clima favorable y un mayor peso de las renovables han contenido el alza en el precio de la electricidad. Esto ha **beneficiado al conjunto de la industria española** frente a otros países europeos.

IMPACTO EN EL CRECIMIENTO DEL PIB PROCEDENTE DE LA REVISIÓN A LA BAJA EN EL PRECIO DEL PETRÓLEO Y EL GAS

(PUNTOS PORCENTUALES DE LA TASA DE CRECIMIENTO ANUAL)



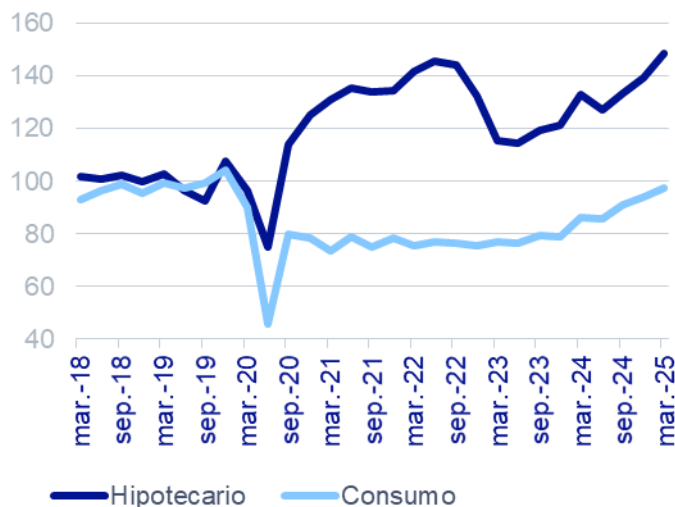
Factores que apoyarán la actividad económica

La política monetaria será moderadamente expansiva

- 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 en el impacto de las medidas arancelarias y fiscales.
- El número de hipotecas habría registrado un crecimiento interanual del 27 % en el 1T25, favorecidas por los menores costes financieros.
- Aunque se espera que la reducción de tipos de interés haya llegado a su fin en este ciclo, permanecerán en niveles relativamente bajos, lo que podría seguir impulsando el crecimiento de las nuevas operaciones de crédito.

NUEVO CRÉDITO A FAMILIAS

(ÍNDICE 2020 = 100 EN TÉRMINOS REALES*)



* Deflactados con el deflactor del consumo y el precio de la vivienda, respectivamente.
Fuente: BBVA Research a partir de BDE, INE y MIVAU.

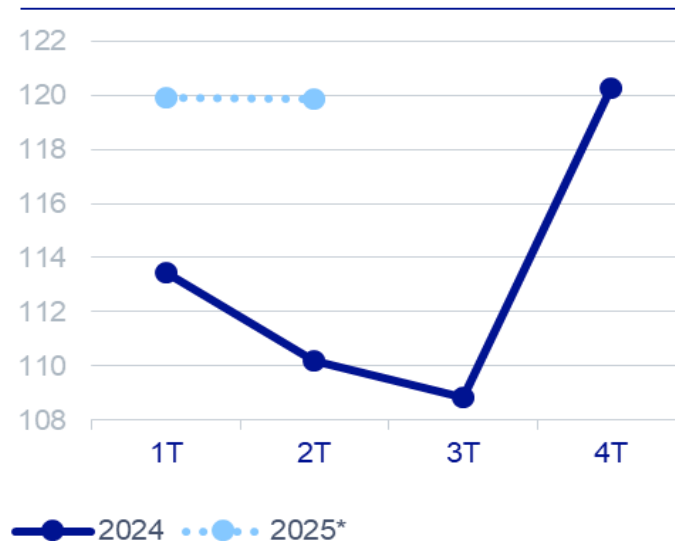
Factores que apoyarán la actividad económica

Las exportaciones de servicios siguen aumentando

- **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 capacidad de crecimiento continuará en la medida en que existe espacio para intensificar el proceso de desestacionalización que se viene produciendo en el turismo.

ENTRADA DE TURISTAS

(MISMO TRIMESTRE 2019 = 100, DATOS BRUTOS)

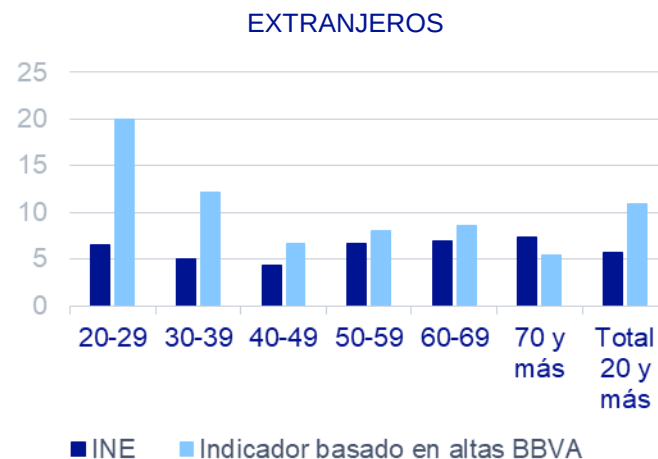
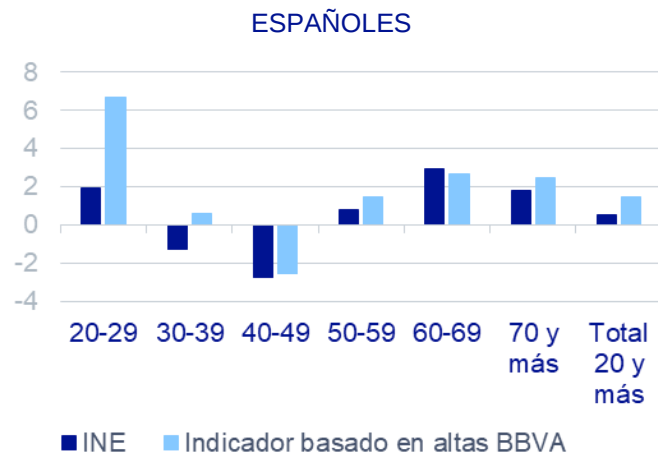


(*) 2T25 previsión.
Fuente: BBVA Research a partir de INE.

Factores que apoyarán la actividad económica

La inmigración continuará apoyando el crecimiento del empleo

POBLACIÓN DE 20 AÑOS O MÁS POR NACIONALIDAD Y GRUPO DE EDAD (CAMBIO PORCENTUAL. 2024 - 2025*)



*El cambio porcentual del INE corresponde al mes de abril de 2025 con respecto al mismo mes del año previo. El de BBVA es de mayo de 2025 con respecto al mismo mes de 2024.

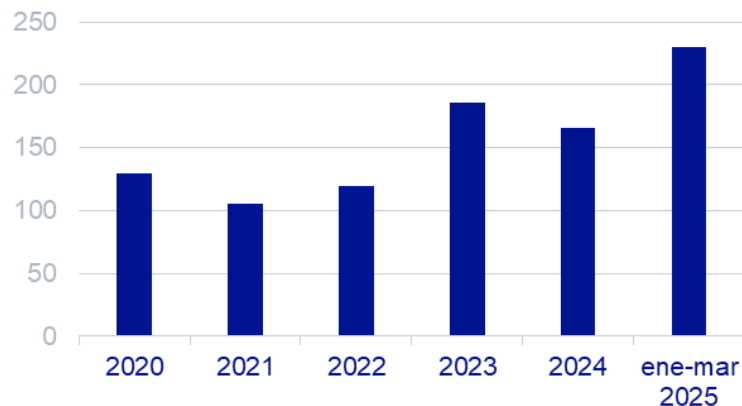
Fuente: BBVA Research a partir de INE (Estadística Continua de Población) y BBVA.

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).

Factores que apoyarán la actividad económica

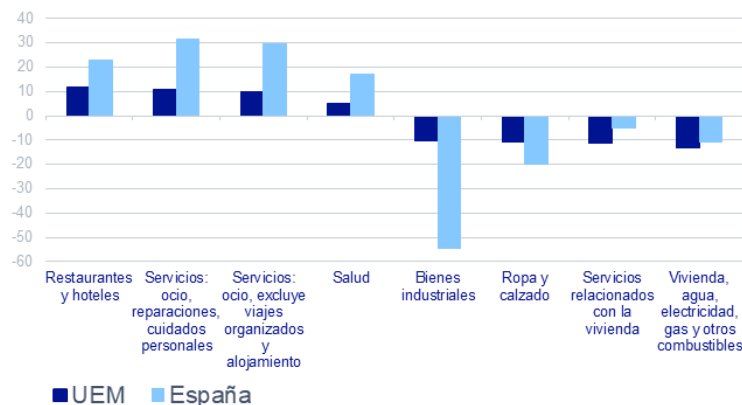
Las exportaciones de servicios siguen aumentando

PRESUPUESTO DE LOS VISADOS DE OBRA DE EDIFICACIONES LIGADAS A TURISMO Y OCIO
(PROMEDIO 2014-2019 = 100 EN TÉRMINOS REALES)



* Serie deflactada con el deflactor de la inversión en otras construcciones.
Fuente: BBVA Research a partir de MITMA.

CAMBIOS EN LA COMPOSICIÓN DE LA CESTA DE CONSUMO DE LOS HOGARES (VARIACIÓN DEL PESO NOMINAL, 2025 FRENTE A 2019, TANTO POR MIL)



Fuente: BBVA Research a partir de Eurostat.

El presupuesto de los visados de obra para edificaciones ligadas a turismo y ocio se mantiene en cotas relativamente elevadas, impulsado por el crecimiento de la UEM y los cambios en las preferencias de consumo de los hogares europeos, priorizando el gasto en servicios.

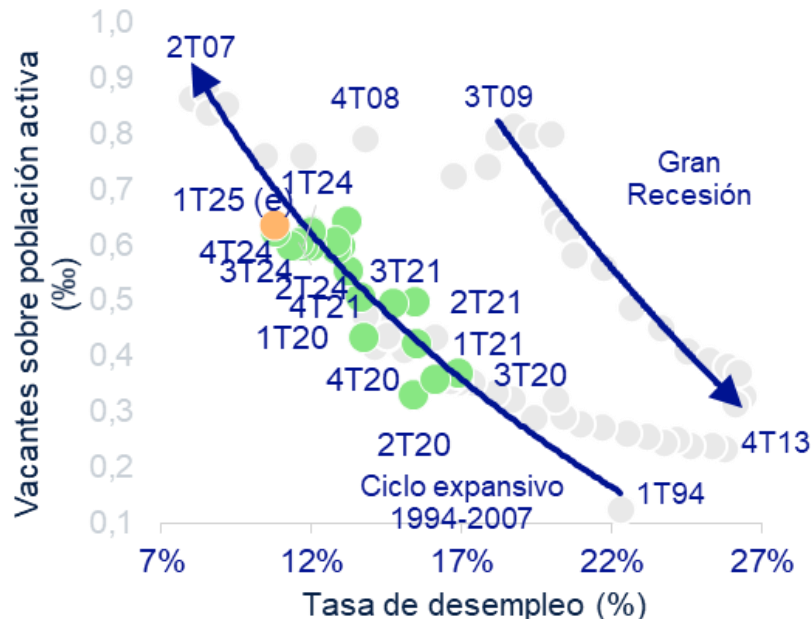
Factores que apoyarán la actividad económica

El entorno favorecerá el aumento de la renta de los asalariados

- La disminución de la inflación y de los tipos de interés, junto con el incremento de los salarios y el empleo, sostendrán el avance del consumo de los hogares (2,8 y 1,9 % en 2025 y 2026).
- 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.
- La recuperación de las rentas salariales tendrá un mayor impacto sobre el gasto que la mejora en la renta bruta disponible de los años anteriores apoyada en las transferencias, sobre todo las relacionadas con el aumento en las pensiones.

CURVA DE BEVERIDGE

(1T1994 - 1T2025(E). DATOS CVEC)



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 de la Encuesta de Población Activa.
Fuente: BBVA Research a partir de INE (ETCL y EPA).

Factores que apoyarán la actividad económica

El sector de la construcción tendrá una aportación cada vez mayor al crecimiento

- El crecimiento de la demanda y algunas de las medidas anunciadas para acelerar el aumento de la oferta permitirán que **la inversión en vivienda 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.** El incremento de los precios está actuando como catalizador de la inversión en el sector y se constata una aceleración en los visados de obra nueva
- El Gobierno ha anunciado el **PERTE de vivienda cuyo objetivo de alcanzar 15.000 viviendas industrializadas** al año es ambicioso (actualmente se producen 4.000).

CONTRIBUCIÓN DE LA INVERSIÓN EN CONSTRUCCIÓN AL CRECIMIENTO DEL PIB
(PUNTOS PORCENTUALES)

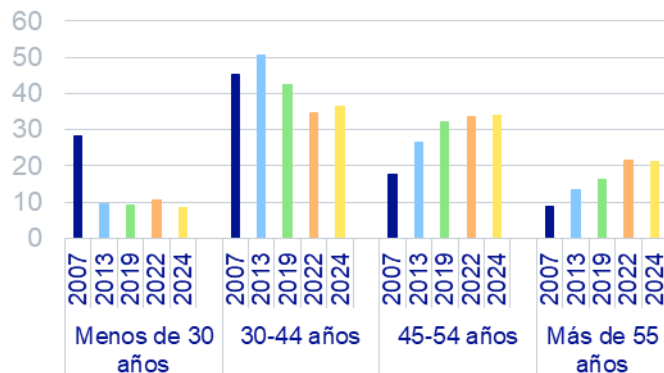


(p): previsión.
Fuente: BBVA Research a partir de INE.

Factores que apoyarán la actividad económica

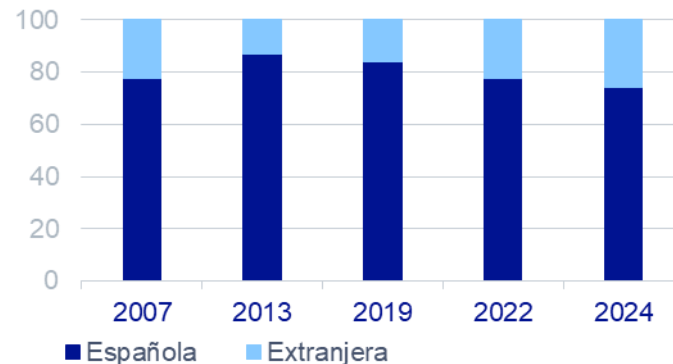
El sector de la construcción tendrá una aportación cada vez mayor al crecimiento

OCUPADOS EN LA CONSTRUCCIÓN POR GRUPO DE EDAD (PORCENTAJE DEL TOTAL)



Fuente: BBVA Research a partir de INE (EPA).

NACIONALIDAD DE OCUPADOS EN LA CONSTRUCCIÓN (PORCENTAJE DEL TOTAL)



Fuente: BBVA Research a partir de INE (EPA).

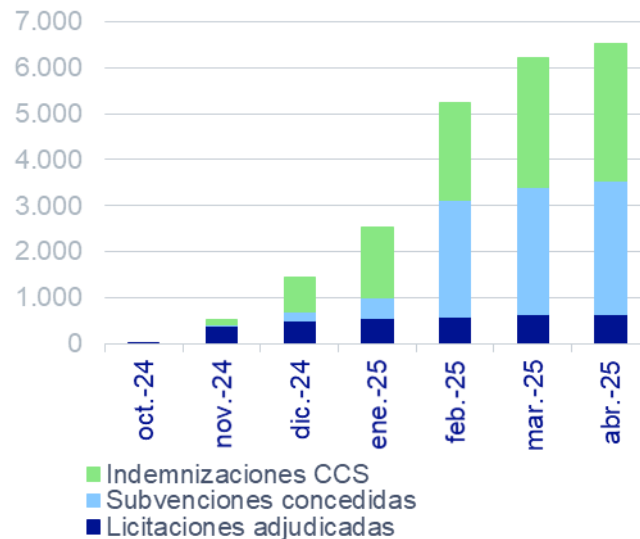
La escasez de mano de obra que ha afectado al sector durante los últimos años ha dejado de empeorar y, gracias a la inmigración, parece observarse un punto de inflexión en el envejecimiento que se observa en distintos oficios.

Factores que apoyarán la actividad económica

El impulso fiscal por la DANA continuará a corto plazo

- La política fiscal en España será expansiva, al contrario de lo que se anticipaba hace algunos meses.
- Esto se debe a las transferencias 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 adjudicados contratos por 3.526 millones de euros.
- A esto se suman los casi 2.800 millones de euros pagados como indemnizaciones por el Consorcio de Compensación de Seguros (CCS), de las cuales un 63% corresponde a indemnizaciones de vehículos y un 29% a viviendas.

GASTO PÚBLICO PARA PALIAR LOS EFECTOS DE LA DANA
(ACUMULADO. MILLONES DE EUROS)

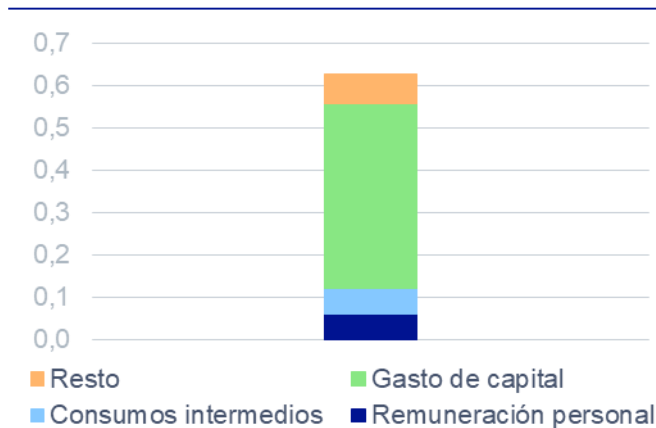


Nota: Importe adjudicado sin impuestos e importe de la ayuda equivalente.
Fuente: BBVA Research a partir de PLACSP, CCS y BDNS.

Factores que apoyarán la actividad económica

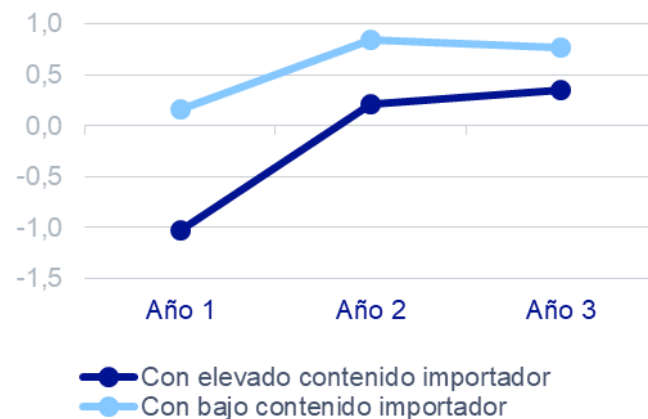
El gasto en defensa impulsará la demanda interna

DISTRIBUCIÓN DEL GASTO PREVISTO EN EL PLAN DE DEFENSA EN 2025 (% DEL PIB)



Fuente: BBVA Research a partir de La Moncloa.

MULTIPLICADOR FISCAL IMPLÍCITO* DEL GASTO EN DEFENSA (PUNTOS PORCENTUALES)



(*): Asumiendo una fase de crecimiento elevado, bajo espacio fiscal, y gasto distribuido en tres años.
Fuente: BBVA Research.

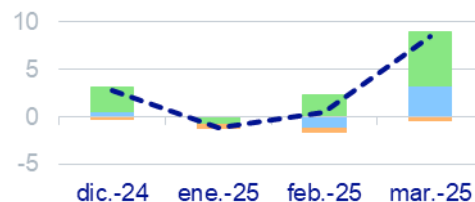
El Gobierno de España ha anunciado un Plan de 10.470 millones de euros (0,6 pp del PIB) para alcanzar un gasto en defensa del 2 % del PIB a finales de 2025. Este gasto podría suponer un impulso de 0,1 pp en 2025 y 0,3 pp en 2026 al crecimiento de la actividad en España.

Se espera que el crecimiento vaya perdiendo impulso

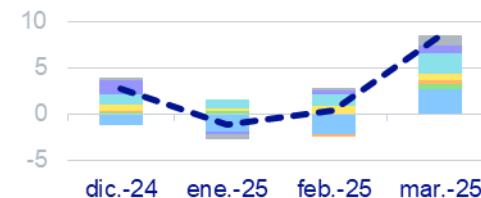
Se mantienen las dudas sobre la política arancelaria

EXPORTACIONES DE BIENES (VARIACIÓN INTERANUAL Y CONTRIBUCIONES, PRECIOS CORRIENTES, %, PP)

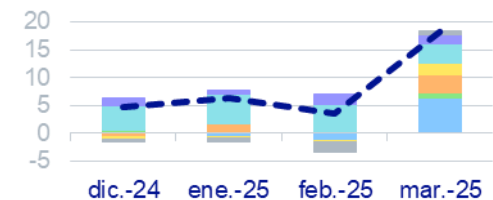
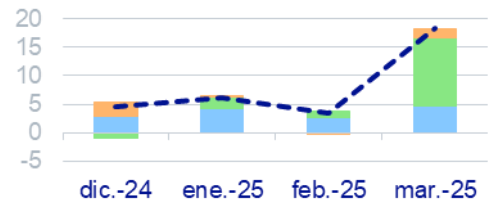
POR TIPO DE BIEN



POR REGIÓN DE DESTINO



IMPORTACIONES DE BIENES (VARIACIÓN INTERANUAL Y CONTRIBUCIONES, PRECIOS CORRIENTES, %, PP)



Bienes de consumo Bienes de capital Bienes intermedios Total

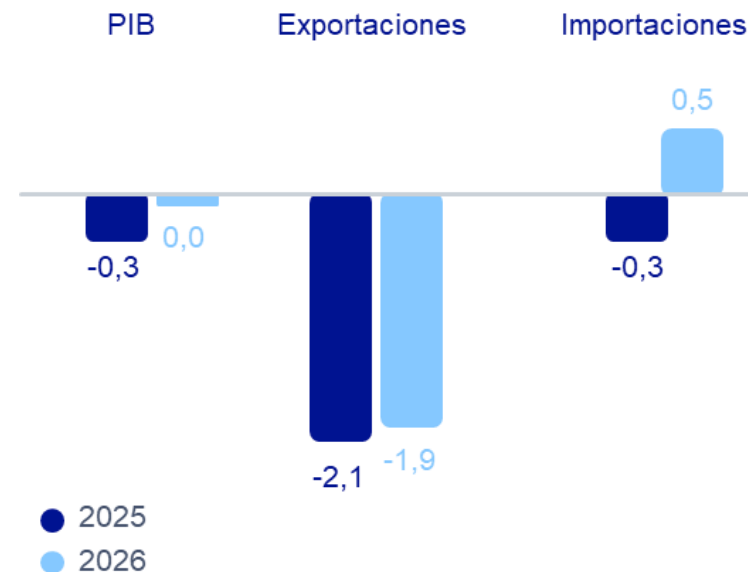
Euroarea Asia Latam Resto Africa EE. UU.

Se espera que el crecimiento vaya perdiendo impulso

La apreciación del euro supondrá un deterioro de la competitividad

- La **desaceleración prevista vendrá determinada en buena medida por el cambio en la política comercial de EE. UU.**
- La **significativa apreciación del euro** frente al dólar podría restar alrededor de 2,0 pp al crecimiento de las exportaciones españolas en 2025 y 2026 respectivamente.
- Se consolida la percepción de que **el coste de exportar a EE. UU. será mucho mayor** a partir de ahora, lo que supondría una reducción de los flujos comerciales con este país.
- 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.

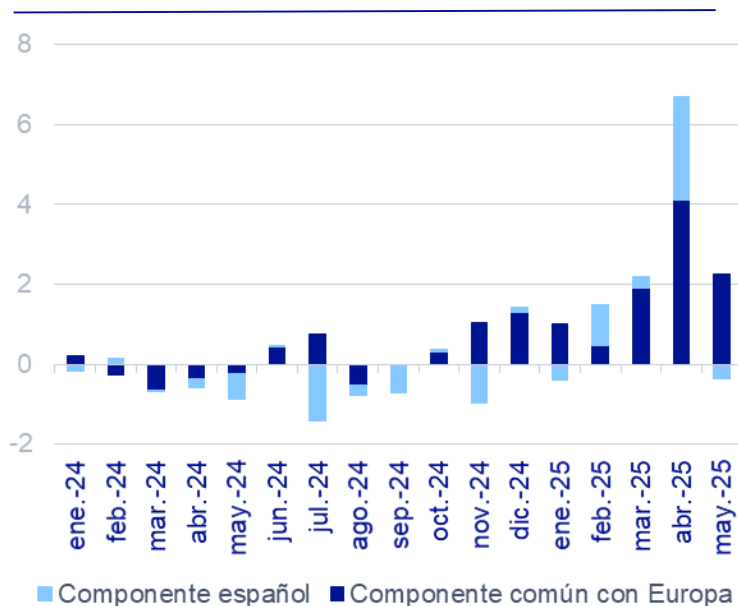
IMPACTO DE LA APRECIACIÓN DEL 10% DEL EURO FRENTE AL DÓLAR (PP)



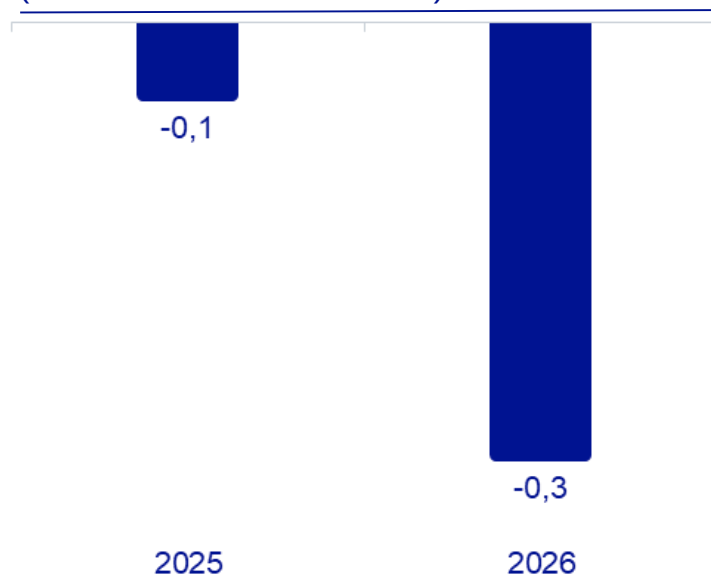
Se espera que el crecimiento vaya perdiendo impulso

A la incertidumbre externa, se añade también la interna

ESPAÑA: DESCOMPOSICIÓN DEL EPU
(DATOS NORMALIZADOS)



IMPACTO EN EL PIB DEL AUMENTO DE LA INCERTIDUMBRE DESDE MARZO
(PUNTOS PORCENTUALES)



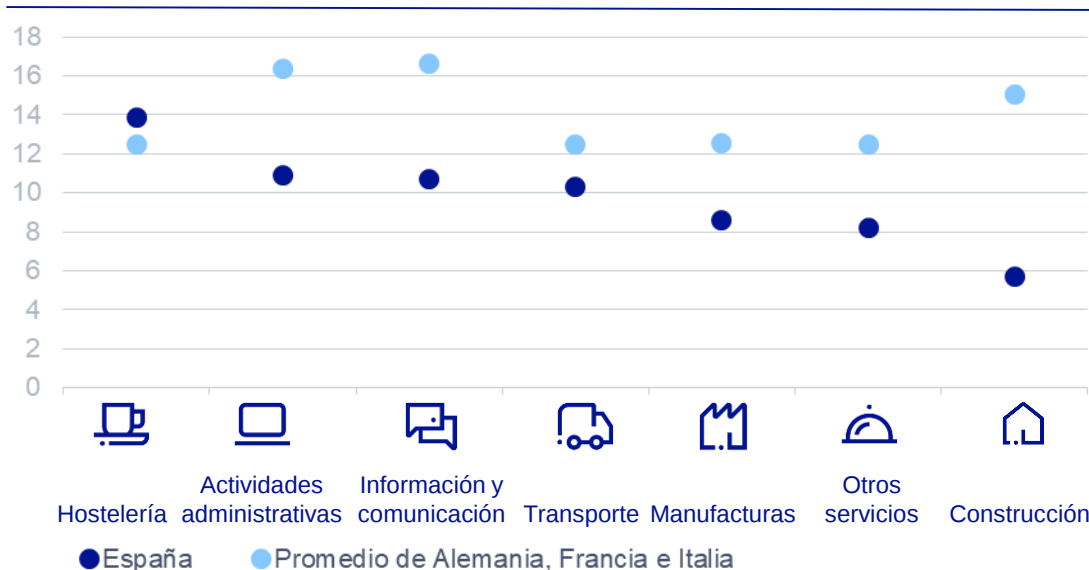
Persisten cuellos de botella para el crecimiento

La falta de inversión puede ser consecuencia de la baja rentabilidad

Aunque hay factores cíclicos que pueden explicar parte de la atonía, como el aumento en los tipos de interés, la prolongación del problema parece apuntar a factores estructurales. Uno de los más evidentes es la **escasa rentabilidad de las empresas españolas** respecto a otras economías europeas.

Esta menor rentabilidad está asociada al ya conocido diferencial de productividad, debida a múltiples factores, que limita el proceso de convergencia de la economía española con los países más ricos de la eurozona.

RENTABILIDAD POR SECTORES PRODUCTIVOS EN LA UE EN 2023
(ROE EN PORCENTAJE)



Nota: se analiza la mediana del ROE (rentabilidad del patrimonio neto en sus siglas en inglés) de cada sector en cada uno de los países de la muestra.

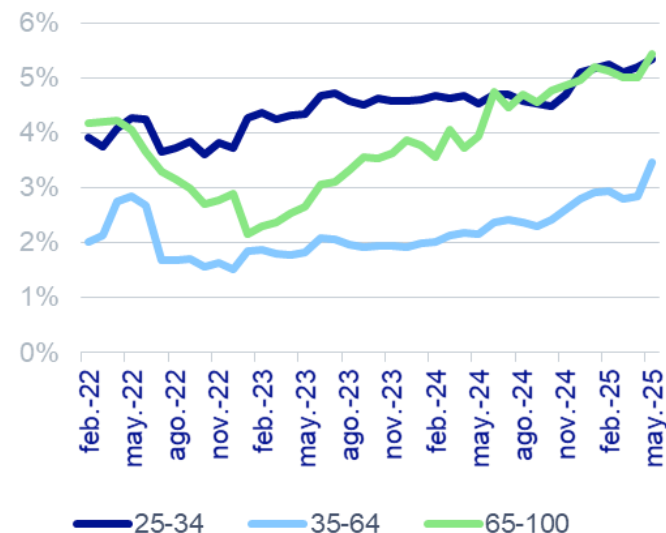
Fuente: BBVA Research a partir de BACH.

Persisten cuellos de botella para el crecimiento

El ahorro de las familias continúa en cotas relativamente elevadas

- Se estima que si el consumo de los hogares volviera a tener un comportamiento tendencial en línea con lo observado hasta 2019, podría aumentar hasta un punto porcentual más en el acumulado de 2025 y 2026.
- La prolongación del período con tasas de ahorro significativamente por encima del promedio histórico apunta a un **cambio de comportamiento estructural de los hogares**. Factores como el heterogéneo aumento de la renta de las familias, el elevado déficit público o la inmigración podrían estar sesgando al alza el ahorro.
- **Otro determinante puede ser el incremento que se observa en el ahorro por edades**, particularmente entre los más jóvenes y los grupos de mayor edad.

CAPACIDAD DE AHORRO POR EDAD
(MEDIANA, DATOS DE CLIENTES DE BBVA)



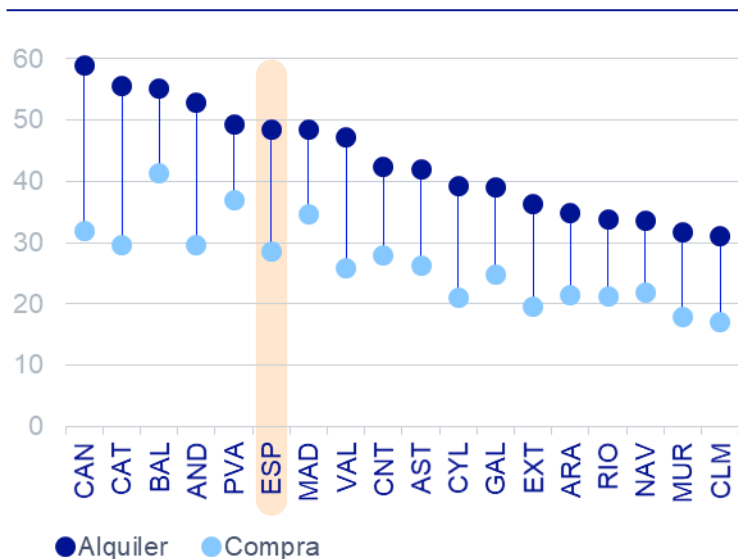
Capacidad real de ahorro: ratio de la diferencia de movimientos positivos (ingresos) y movimientos negativos (gastos) en cuenta (incluidos los financieros), dividido entre el total de movimientos positivos (ingresos).
Fuente: BBVA Research.

Persisten cuellos de botella para el crecimiento

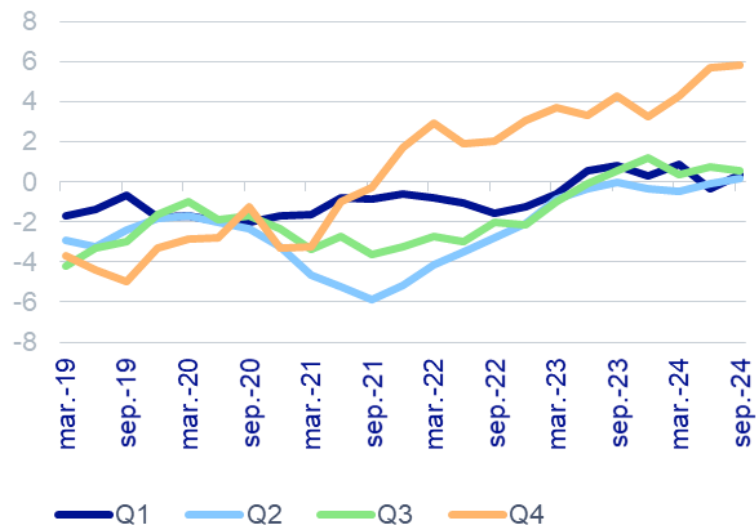
El mercado de la vivienda continuará limitando el avance de la demanda interna

ESFUERZO DE ACCESO A LA VIVIENDA EN 2024

(% RENTA SALARIAL DEL HOGAR)



INTENCIÓN DE COMPRA DE VIVIENDA POR CUARTILES DE RENTA (DATOS CVEC RESPECTO A MEDIA HISTÓRICA, PROMEDIO CUATRO TRIMESTRES)



Fuente: BBVA Research a partir de MIVAU, INE, Idealista y BdE.

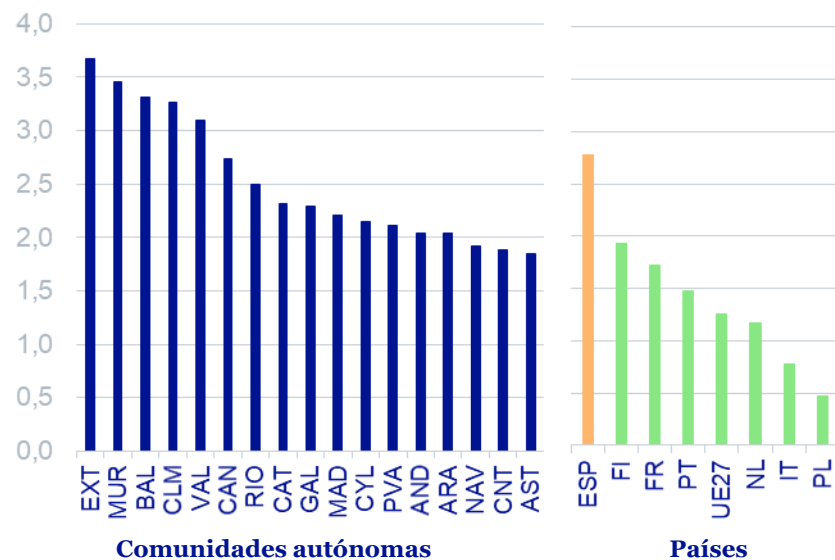
Nota: el indicador hace referencia a la intención de compra en los próximos 12 meses, por cuartil de renta, de menor (Q1) a mayor (Q4).
Fuente: BBVA Research a partir de Eurostat.

Persisten cuellos de botella para el crecimiento

La tasa de transición del empleo al desempleo sigue siendo elevada

- 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 algunos países europeos.
- 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.

TRANSICIONES TRIMESTRALES DEL EMPLEO AL DESEMPLEO (PORCENTAJE DE OCUPADOS, MEDIA 1T24 - 4T24)



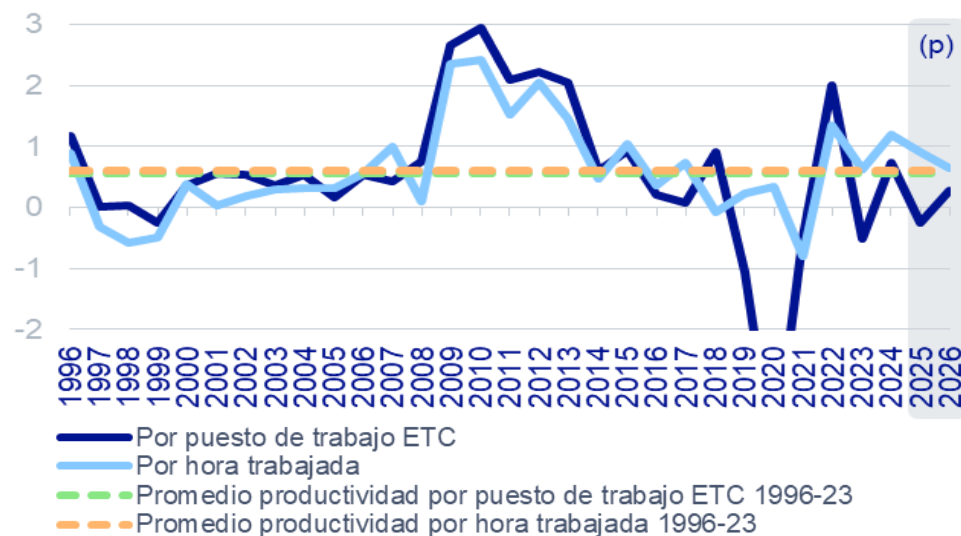
Fuente: BBVA Research a partir de INE y Eurostat.

Persisten cuellos de botella para el crecimiento

Se prevé convergencia de la productividad a sus valores históricos

- El crecimiento hacia delante puede verse lastrado por la tendencia que muestra la evolución de la productividad por trabajador y de la tasa de actividad.
- Aunque la productividad por hora ha tenido un comportamiento positivo, se espera que crezca por debajo del promedio de los últimos treinta años. **Es necesario ahondar en las causas de esta divergencia** y alcanzar un diagnóstico sobre su permanencia en el tiempo.
- Es 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 del cambio de otras políticas políticas públicas.

PRODUCTIVIDAD APARENTE DEL TRABAJO (VARIACIÓN DEL PROMEDIO ANUAL EN PORCENTAJE)



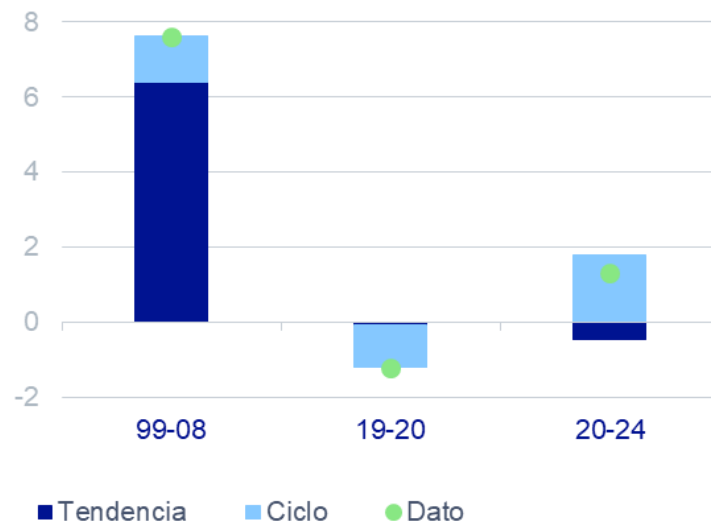
Fuente: BBVA Research a partir de INE.

Persisten cuellos de botella para el crecimiento

El aumento de tasa de actividad tras la pandemia es más cíclico que estructural

- Desde 1992 y hasta 2008, la participación de las personas en edad de trabajar en el mercado laboral aumentó desde poco más del 50% a alrededor del 60%. La crisis financiera global y el envejecimiento de la población hicieron que este indicador cayera durante los años anteriores a la pandemia.
- 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.
- Esto puede estar reflejando **factores temporales**, relacionados con la buena marcha de la economía y su capacidad para atraer trabajadores desde la inactividad.

CONTRIBUCIONES A LA VARIACIÓN DE LA TASA DE ACTIVIDAD (VARIACIÓN ACUMULADA)



Fuente: BBVA Research a partir de INE.

Persisten cuellos de botella para el crecimiento

España afronta una exigente reducción del déficit público, con necesidades crecientes de gasto



Retos de la política fiscal

NUEVAS REGLAS FISCALES

control del crecimiento del gasto y un ajuste del saldo primario estructural de

0,4_{pp}

del PIB

durante 7 años

NECESIDADES CRECIENTES DE GASTO

Envejecimiento

incremento del gasto de más de

5,0_{pp}

del PIB

Hasta 2070

(de los cuales 3,6 pp serán pensiones)

Inversión

en mínimos históricos desde la crisis financiera

2,5%

del PIB

apenas cubre las necesidades de depreciación y obsolescencia

Gasto en defensa

el cumplimiento de los compromisos requeriría entre

0,7_{pp}

y **1,5_{pp}**

del PIB de mayor gasto

DESEQUILIBRIOS EN LAS COMUNIDADES AUTÓNOMAS

Insuficiencia

del sistema de financiación autonómica

Más del

60%

de sus recursos

dependen del sistema de financiación

Condonación de la deuda autonómica

5,2_{pp}
del PIB

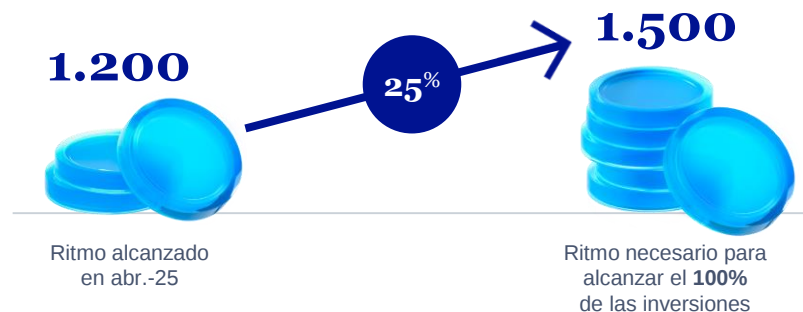
Sin eliminar el desequilibrio estructural, el problema de sostenibilidad perdurará.

Persisten cuellos de botella para el crecimiento

La ejecución del Plan de recuperación avanza, pero no es suficiente

- El **ritmo promedio mensual** de ayudas y licitaciones realizadas en el marco del Plan de recuperación **se ha situado en torno a 1.200 millones de euros en abril de 2025.**
- De mantenerse esta velocidad de realización, al cierre del Plan, a finales de 2026, se habría completado aproximadamente **el 92 % de las transferencias planificadas (alrededor de 73.800 millones de euros).**
- Para alcanzar el 100 % de la inversión comprometida, **sería necesario acelerar el ritmo un 25 %**, hasta los 1.500 millones mensuales, lo que implicaría superar en un 10 % el máximo mensual registrado a mediados de 2023.

RITMO PROMEDIO MENSUAL DE REALIZACIÓN DEL PLAN DE RECUPERACIÓN (MILLONES DE EUROS)



Fuente: BBVA Research a partir de PLACS y BDNS.

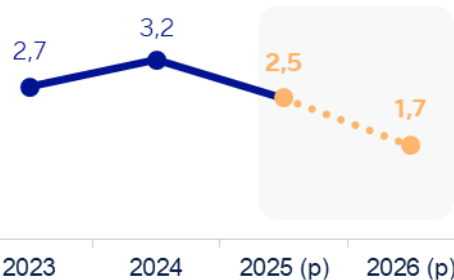
2. Junio 2025

Previsiones

Previsiones

CRECIMIENTO DEL PIB

(%)



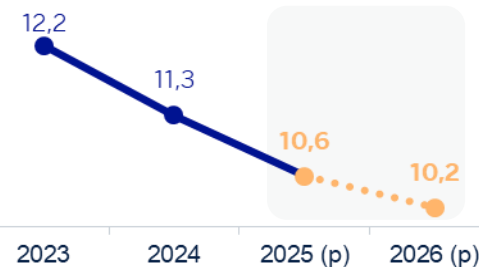
CRECIMIENTO DEL EMPLEO EPA

(%)



TASA DE PARO

(%)



INFLACIÓN MEDIA ANUAL

(MEDIA ANUAL, %)



DÉFICIT PÚBLICO

(% DEL PIB)



DEUDA PÚBLICA

(% DEL PIB)



(p): Previsión.

Fuente: BBVA Research a partir de INE y BdE.

Previsiones

% a/a	2022	2023	2024	2025 (p)	2026 (p)
Gasto en consumo final nacional	3,7	2,7	3,2	2,7	1,9
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*	3,9	1,7	2,8	3,0	2,4
Exportaciones	14,3	2,8	3,1	1,3	1,9
Exportaciones de bienes	3,5	-1,0	0,4	-1,0	1,5
Exportaciones de servicios	48,9	12,2	8,7	5,6	2,4
Servicios no turísticos	26,1	7,6	6,7	4,0	2,1
Consumo final de no residentes en el territorio económico	115,6	20,1	11,8	7,8	2,9
Importaciones	7,7	0,3	2,4	3,0	4,4
Demanda externa*	2,3	1,0	0,3	-0,5	-0,8
PIB real pm	6,2	2,7	3,2	2,5	1,7

Previsiones

% a/a	2022	2023	2024	2025 (p)	2026 (p)
Empleo CNTR (equivalente a tiempo completo)	4,1	3,2	2,4	2,7	1,4
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
IPC (media anual)	8,4	3,5	2,8	2,1	2,0
Deflactor del PIB	5,0	6,4	3,1	2,3	1,8
Déficit Público (% PIB)	-4,5	-3,5	-3,2	-2,7	-2,5
Deuda Pública (% PIB)	109,5	105,1	101,9	101,3	101,1

(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.

BBVA

Research