

OCTUBRE 2025

Situación España

Mensajes principales. Global

Preocupación creciente por las políticas de EE. UU. Los aranceles han subido más de lo previsto y tanto las medidas migratorias como los ataques a la Fed han sido más duros de lo esperado. Pese a los signos de moderación, la economía global sigue resiliente. El crecimiento ha superado las expectativas y la inflación ha sorprendido a la baja en EE. UU. Los mercados han exhibido un tono favorable, apoyados en la expectativa de recortes adicionales de la Fed.



Se prevé que el crecimiento mundial se modere, de 3,3 % en 2024 a 3,0 % en 2025 y 3,1 % en 2026. Pese al apoyo fiscal, condiciones monetarias más laxas y el auge de la IA, la actividad se verá afectada por un mayor proteccionismo, los límites a la inmigración, la incertidumbre, las tensiones geopolíticas, etc.. Aún así, los datos recientes sugieren que su impacto será más gradual de lo previsto.



Los aranceles mantendrán la inflación de EE. UU. relativamente alta, cerca del 3 % en 2025-26. No obstante, la desaceleración del crecimiento permitirá a la Fed bajar los tipos de interés hasta 3 % en 2026.

En Europa, la inflación se mantendrá cerca del objetivo y los tipos de interés en el 2 %.



Aumentan los riesgos de escenarios más negativos en un entorno de alta incertidumbre, choques recurrentes, menor cooperación global y posibles interrupciones. Junto con las políticas comerciales y migratorias, las amenazas a la autonomía de la Fed están entre las mayores preocupaciones.



Mensajes principales. España

Se revisa al alza la previsión de crecimiento del PIB hasta el 3,0% (+0,5 pp) en 2025 y al 2,3% (+0,6 pp) en 2026.

La mejora refleja la resiliencia ante el aumento de los aranceles, la reducción de la incertidumbre sobre la política arancelaria y un mayor impacto de los fondos NGEU. También influye la revisión de la serie histórica hecha por el INE. Esto se da a pesar del aumento reciente en el coste de la electricidad, la depreciación del tipo de cambio y el impacto de los incendios.



Se espera que la recuperación continúe, apoyada en una contribución positiva, aunque menguante, de la demanda externa. Las exportaciones de servicios seguirán creciendo por encima del PIB, gracias al aumento de la inversión, las mejoras de competitividad, y el incremento de la inmigración.



La demanda interna continuará siendo la principal fuente del crecimiento. La inflación y los tipos de interés caen, lo que permitirá recuperar poder adquisitivo y acceso a financiación en términos más atractivos. La aceleración de los fondos NGEU y el mayor gasto en defensa también impulsarán el gasto.



Persisten cuellos de botella que pueden ralentizar el avance.

Destacan la falta de inversión y/o mano de obra en algunos sectores clave, el estancamiento en la industria automotriz, el déficit de vivienda, el bajo crecimiento de la productividad por trabajador o la falta de consensos para resolver algunos de estos problemas.



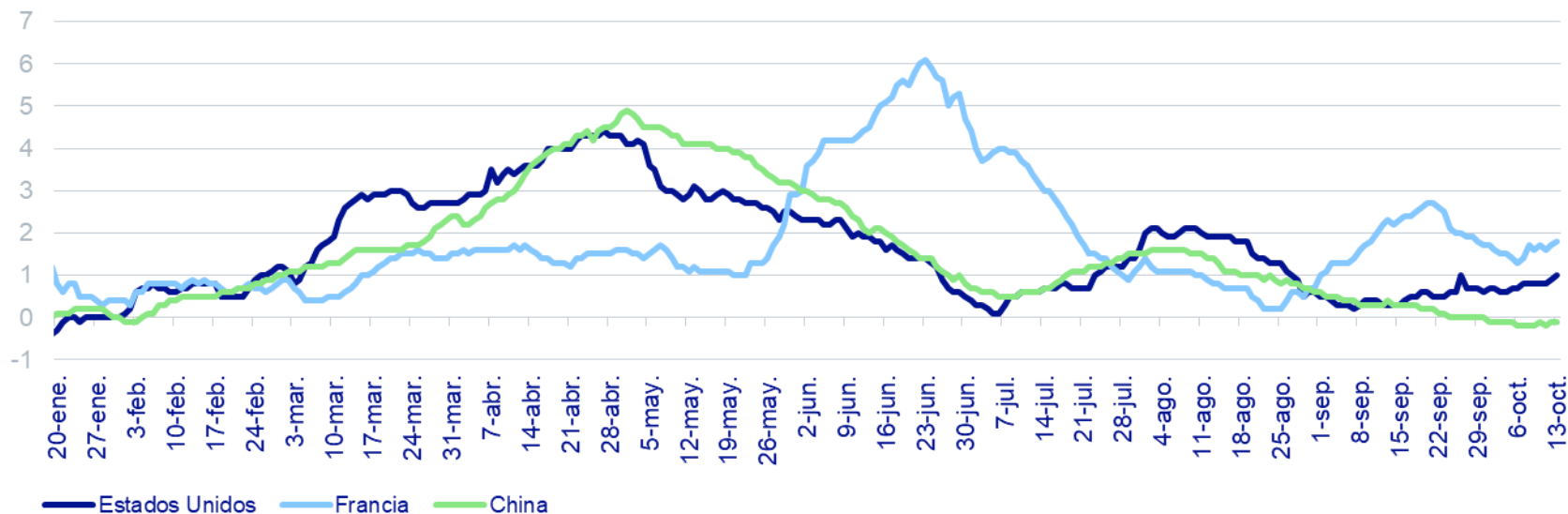
1. Octubre 2025

Global

Incertidumbre persistente: aranceles, presiones sobre la Fed, políticas migratorias, geopolítica, deuda pública...

ÍNDICE DE INCERTIDUMBRE DE POLÍTICA ECONÓMICA (2025): ESTADOS UNIDOS, FRANCIA Y CHINA (*)

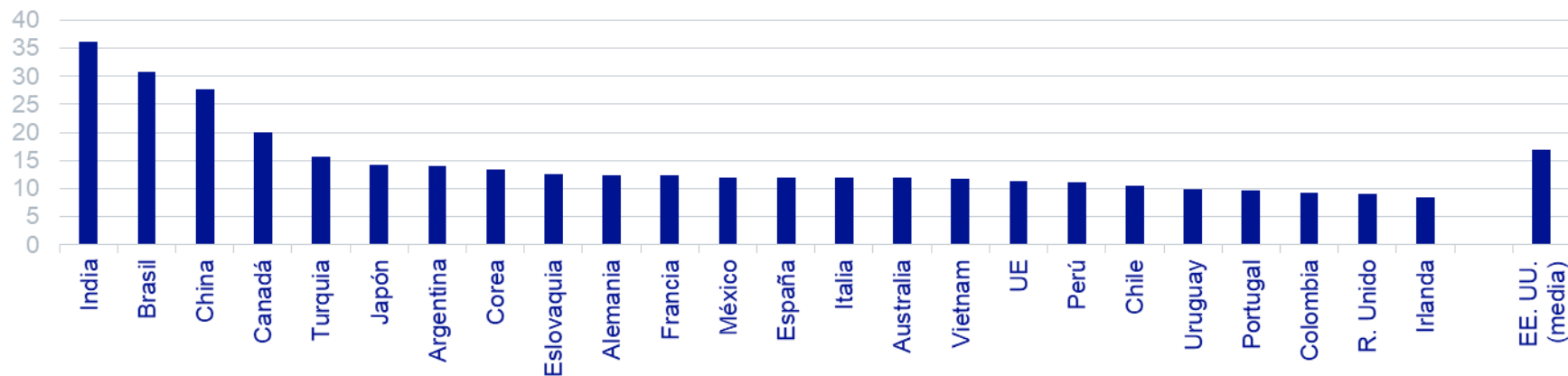
(ÍNDICE: MEDIA HISTÓRICA = 0; MEDIA MÓVIL DE 28 DÍAS)



(*) Último dato disponible: 13 de octubre de 2025
Fuente: BBVA Research

Proteccionismo comercial: los aranceles estadounidenses han alcanzado niveles elevados

ARANCELES DE EE. UU.: INCREMENTO ESTIMADO DESDE PRINCIPIOS DE 2025 HASTA EL 17 DE OCTUBRE (*)
(PP)



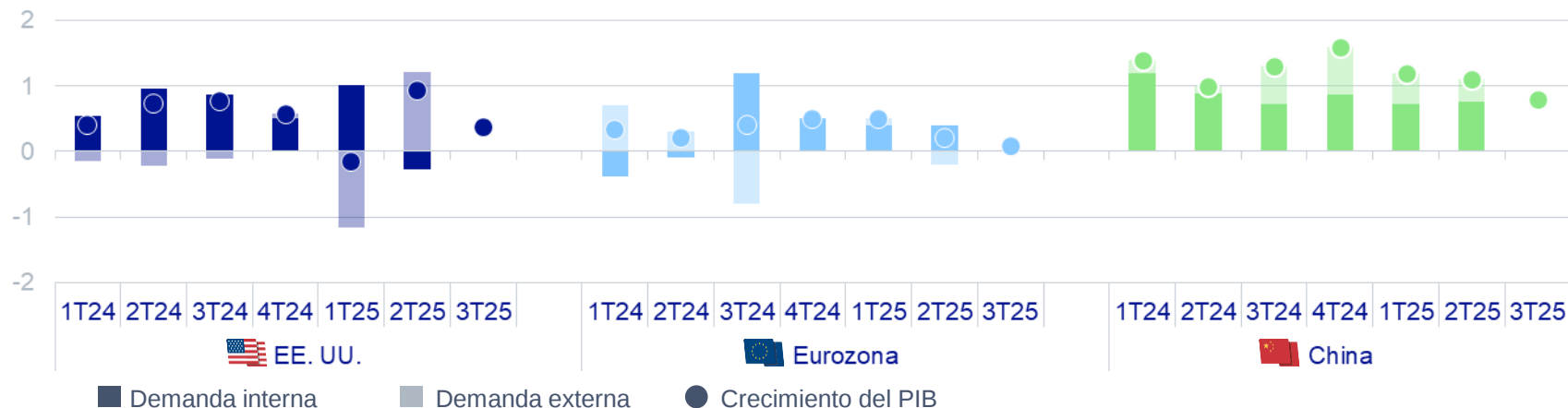
(*) A partir de los recientes acuerdos comerciales y anuncios unilaterales de Estados Unidos. Basado en los aranceles generales establecidos para cada país (recíprocos y/o fentanilo), en los específicos por sector (acero, aluminio, automóviles, autopartes...), y en los bienes exentos (electrónica, petróleo...). El peso de cada sector está calculado a partir de los flujos comerciales de 2024.
Fuente: BBVA Research.

Pese a los acuerdos comerciales de EE. UU. con la UE, Reino Unido, Japón, etc., persiste la incertidumbre por las negociaciones aún abiertas, los litigios en curso y la percepción de que las tarifas son ya parte del arsenal de políticas de EE. UU.; la evidencia preliminar sugiere unos aranceles efectivos inferiores a los nominales.

El crecimiento del PIB se ha mantenido resiliente durante el primer trimestre, pese a señales de desaceleración

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

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



(*) Datos del 3T25: estimados por BBVA Research.
Fuente: BBVA Research a partir de datos de Haver y NBS de China.

Los datos del PIB sorprendieron al alza en el 1S25; el consumo se desaceleró, aunque se mantuvo sólido; la inversión estuvo impulsada por el gasto en IA y las exportaciones permanecieron resilientes.

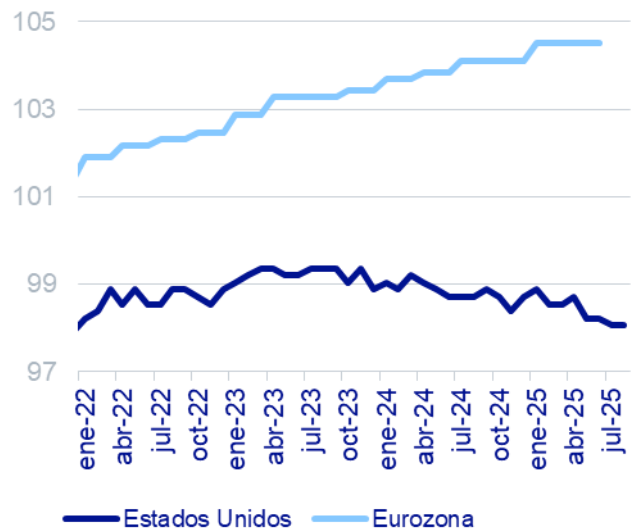
El comercio global pierde ímpetu tras subir con fuerza antes de los aranceles; el mercado laboral se modera en EE. UU.

**EXPORTACIONES MUNDIALES DE BIENES:
VOLUMEN** (4T19=100; MEDIA MÓVIL TRIMESTRAL)



Fuente: BBVA Research a partir de datos de Haver.

RATIO EMPLEO-POBLACIÓN
(ÍNDICE: MEDIA DE 2019= 100)

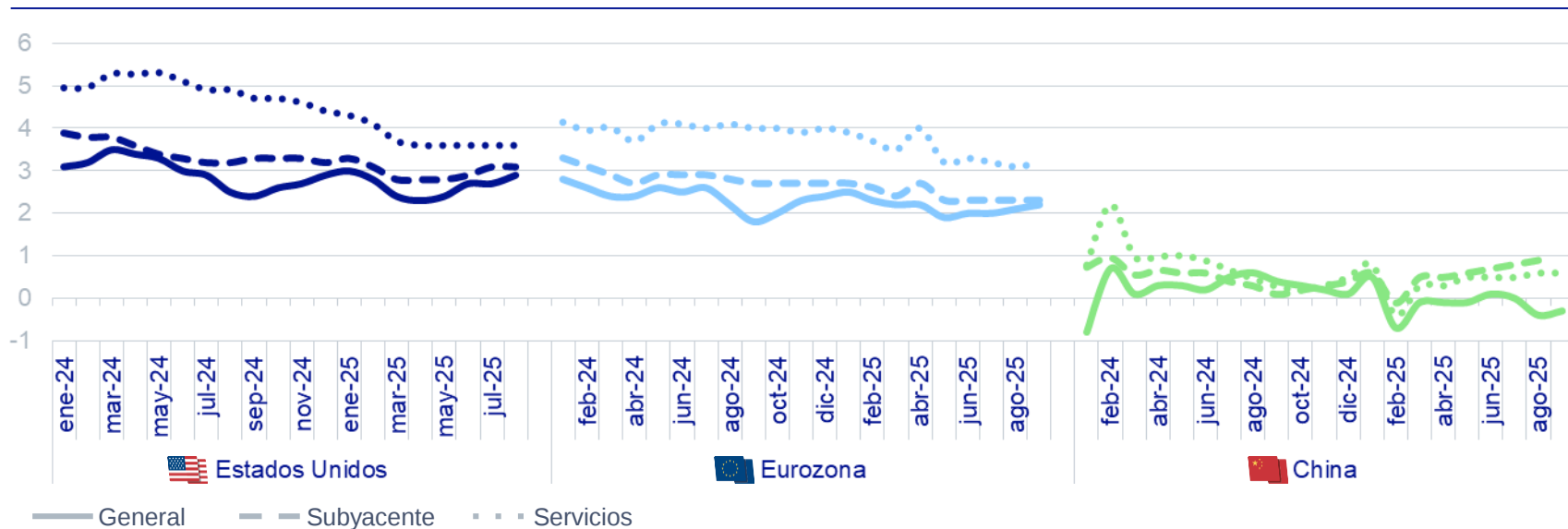


Fuente: BBVA Research a partir de datos de Fred y Eurostat.

La inflación ha subido (menos de lo esperado) en EE. UU.; sigue cerca del 2% en la Eurozona y muy baja en China

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

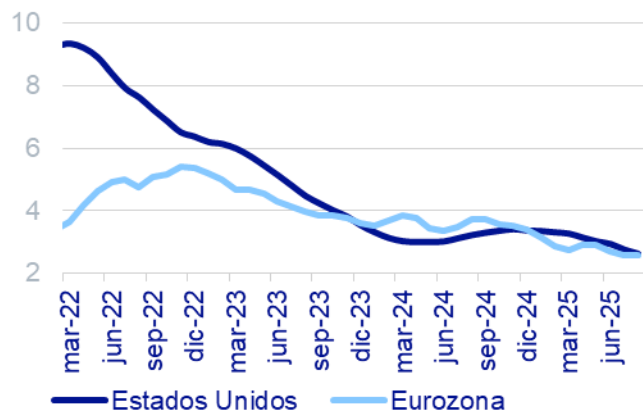
(A/A %)



La moderación salarial y la caída de los precios energéticos han aliviado las presiones inflacionarias

SALARIOS NOMINALES

(A/A %, MEDIA MÓVIL TRIMESTRAL)



Fuente: BBVA Research a partir de datos de Indeed.

PRECIOS DEL BRENT(*)

(DÓLAR POR BARRIL DE BRENT)

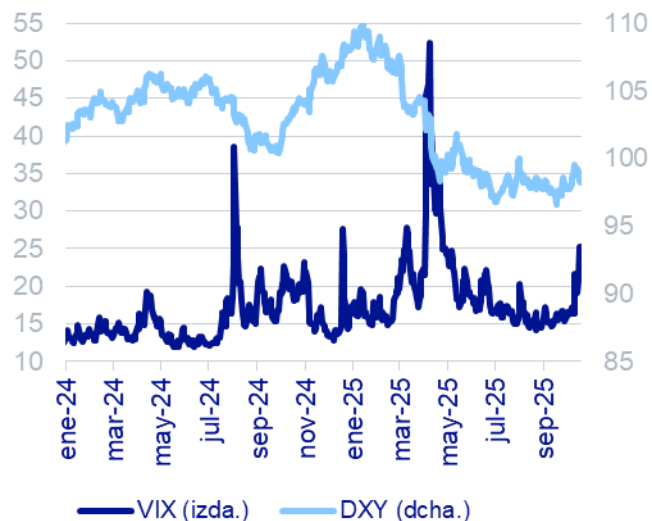


(*) Último dato disponible: 17 de octubre de 2025.
Fuente: BBVA Research a partir de datos de Haver.

El crecimiento salarial se ha moderado, mientras que los precios del petróleo se han mantenido bajos; sus efectos han ayudado a compensar el impacto inicial de los aranceles.

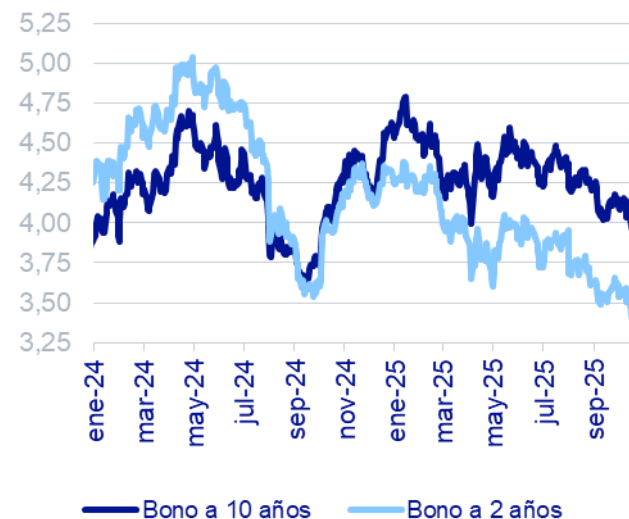
Los mercados financieros mantienen un tono optimista, a pesar de la reciente volatilidad

VOLATILIDAD (VIX); DÓLAR (DXY)
(ÍNDICES)



(*) Un DXY más bajo equivale a un dólar más débil. Último dato disponible: 17 de octubre de 2025.
Fuente: BBVA Research a partir de datos de Haver.

RENDIMIENTOS SOBERANOS: EE. UU.
(%)



(*) Último dato disponible: 17 de octubre de 2025.
Fuente: BBVA Research a partir de datos de Haver.

Las nuevas políticas de EE. UU. afectarán a la economía global, aunque de forma más gradual de lo anticipado

Resiliencia global, por el estímulo fiscal, la IA, unas condiciones monetarias más laxas, un dólar más débil, unas exportaciones preventivas, unos aranceles efectivos inferiores a los nominales, etc.



Políticas disruptivas en EE. UU.: tarifas más altas que esperado, presiones a la Fed y políticas migratorias más duras de lo previsto, altos déficits fiscales, conflictos geopolíticos aún no resueltos.



Crecimiento global se desacelerará; previsión de que tipos converjan al 3 % en EE. UU. y sigan en 2 % en Europa; la inflación se mantendrá alta en EE. UU., controlada en Europa y baja en China.

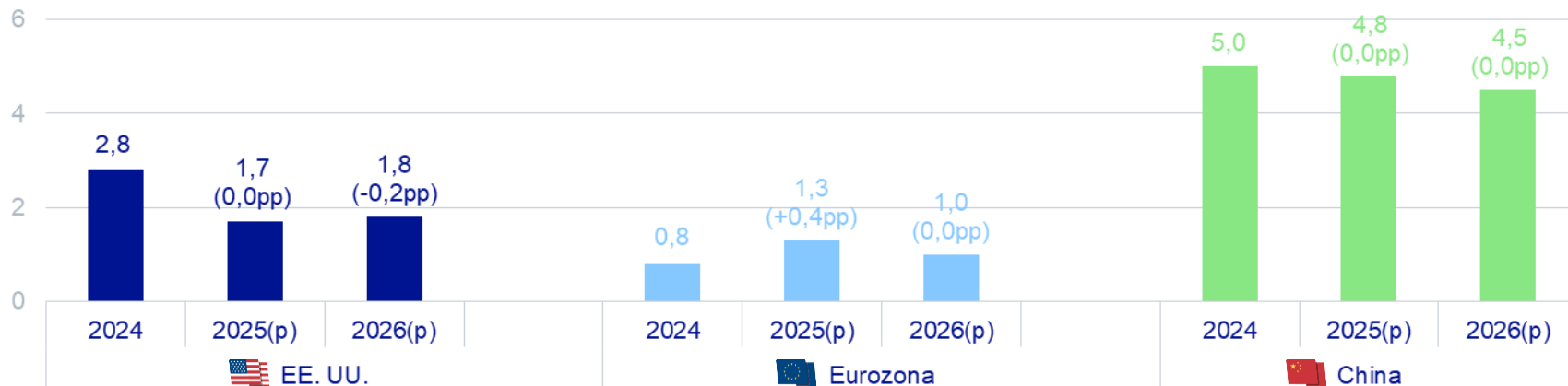


Riesgos al alza: nuevos choques de oferta negativos (aranceles, políticas migratoria), tensiones por las presiones sobre la Fed y volatilidad financiera; y, como riesgo positivo, la IA.



Se prevé que el crecimiento mundial se modere gradualmente, de un 3,3 % en 2024 al 3,0 % en 2025 y al 3,1 % en 2026

CRECIMIENTO DEL PIB (*) (% , CAMBIO CON RESPECTO A LA PREVISIÓN ANTERIOR ENTRE PARÉNTESIS)



(*) El PIB global creció un 3.3 % en 2024 y se prevé que aumente un 3,0 % en 2025 y un 3,1 % en 2026, sin cambios respecto a la previsión anterior.

(p): previsión.

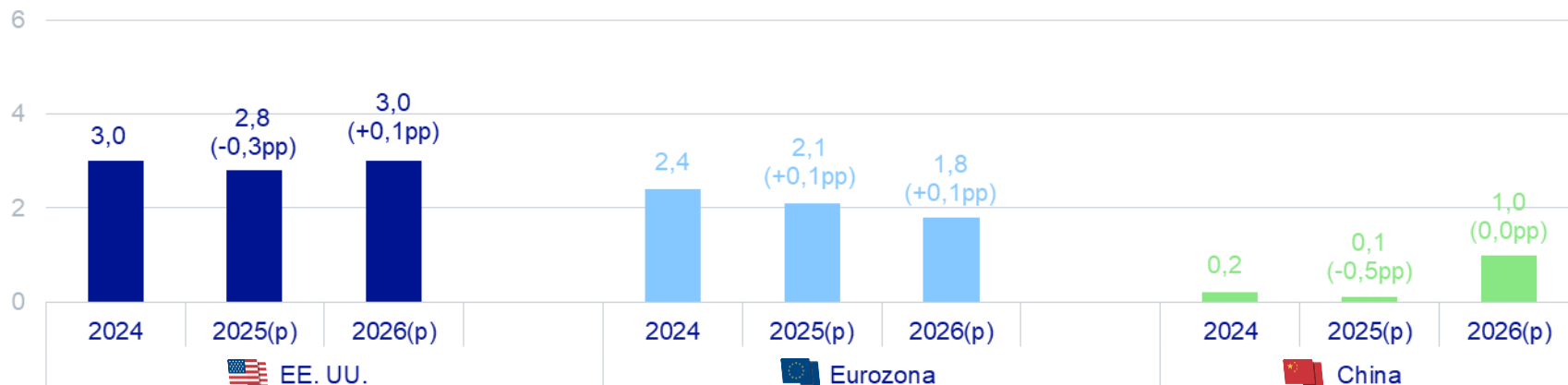
Fuente: BBVA Research.

EE. UU.: menor crecimiento por unas políticas más disruptivas, pese a los datos recientes y los efectos de la IA. **Europa:** los datos del 1S25 apuntan a un mayor crecimiento en 2025, pero la previsión para 2026 se mantiene (el gasto en defensa compensará impacto de los aranceles). **China:** persisten las perspectivas de desaceleración.

Inflación: aún se esperan efectos de los aranceles; perspectivas casi sin cambios en Europa; riesgo de deflación en China

INFLACIÓN GENERAL (IPC)

(A/A %, PROMEDIO DEL PERIODO, CAMBIO CON RESPECTO A LA PREVISIÓN ANTERIOR EN PARÉNTESIS)



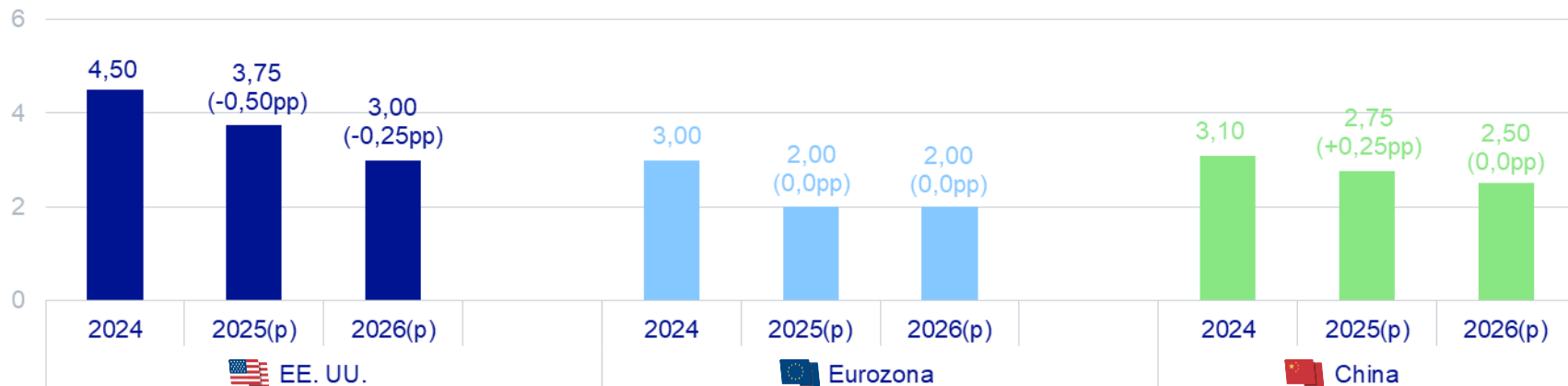
(p): previsión..
Fuente: BBVA Research.

La inflación en EE. UU. ha sorprendido a la baja, pero los aranceles y las restricciones migratorias la mantendrán en torno al 3 %; en la Eurozona probablemente supere las previsiones previas, aunque seguirá cerca del 2 %; y, en China, permanece el desafío de escapar del régimen de baja inflación.

Una Fed más *dovish* seguirá relajando las condiciones monetarias, con probables recortes de tipos al 3 % en 2026

TIPOS DE INTERÉS DE POLÍTICA MONETARIA (*)

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



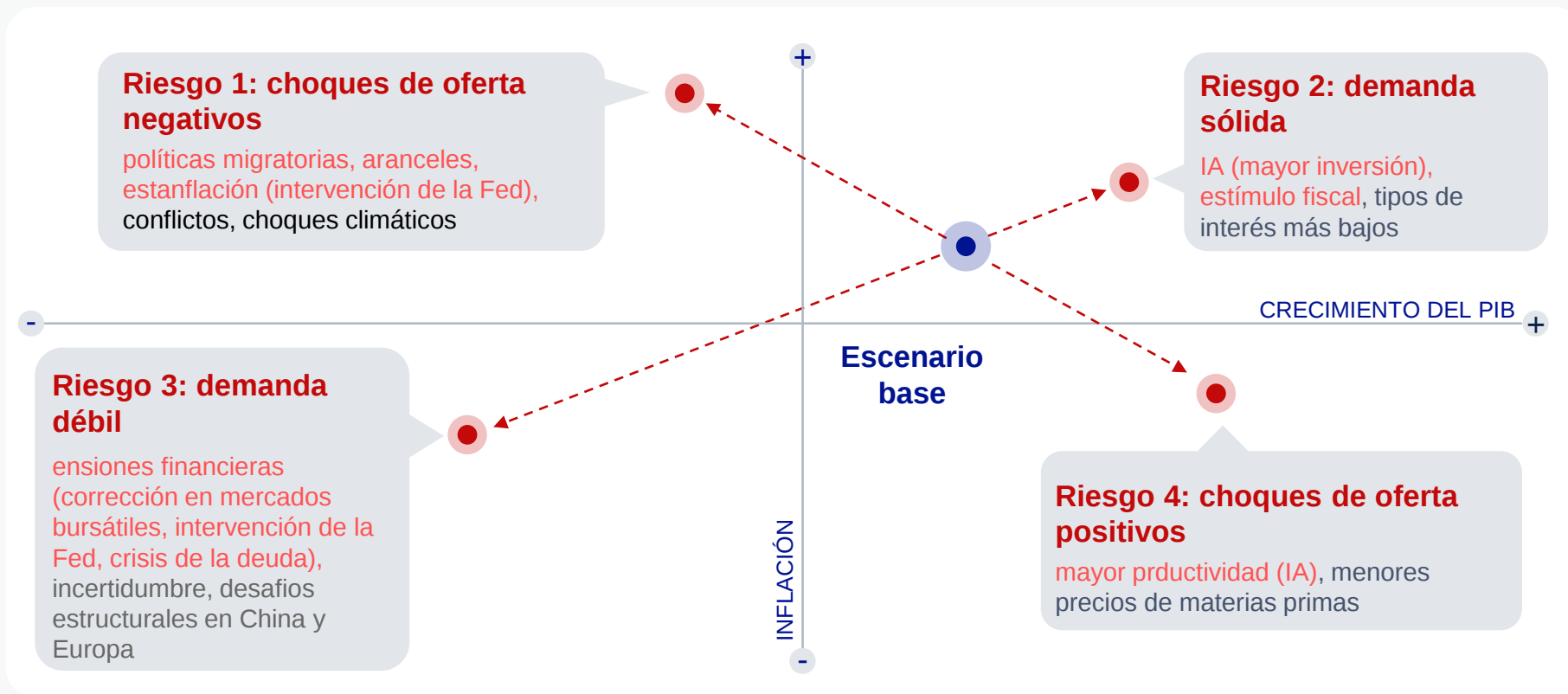
(p): previsión.

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

Fuente: BBVA Research.

La senda de relajación monetaria de la Fed hacia 3 % en 2026 dependerá de la inflación y del mercado laboral; se prevé que el BCE mantenga los tipos en 2 %, con riesgo de un recorte extra por un bajo crecimiento, la incertidumbre y la apreciación del euro.

Riesgos al alza por mayor incertidumbre, menor cooperación global, choques recurrentes y posibles “no linealidades”

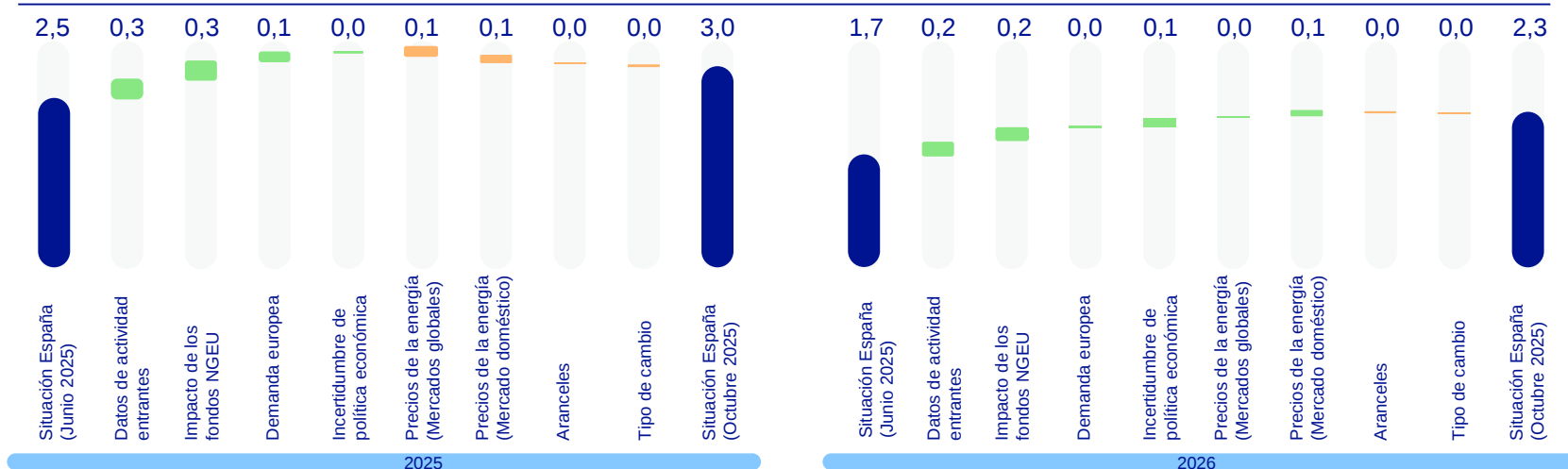


2. Octubre 2025

España

El saldo neto de las novedades económicas del último trimestre es positivo para el crecimiento

CAMBIO DE LAS PREVISIONES DE CRECIMIENTO DEL PIB Y CONTRIBUCIONES POR FACTORES (PUNTOS PORCENTUALES y PORCENTAJE)



Fuente: BBVA Research a partir de INE.

La mejora del entorno —con menor incertidumbre, mayor demanda europea y datos recientes favorables— compensa con creces el encarecimiento reciente de la energía.

2.1 España

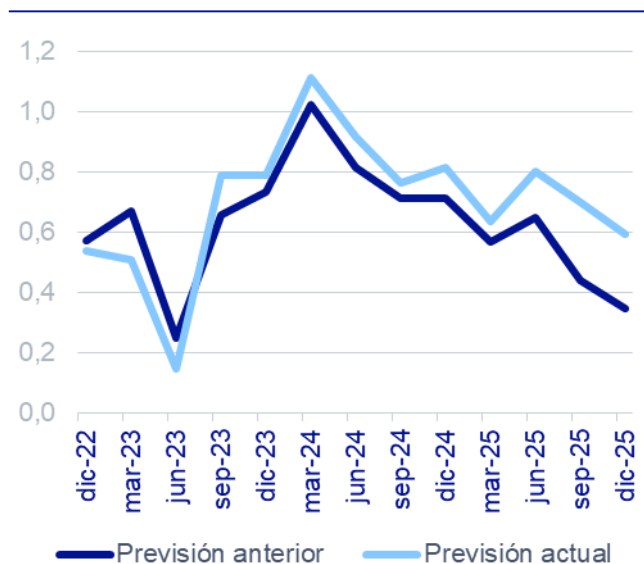
Novedades

Novedades del escenario

La economía crece más de lo previsto y la inercia positiva se mantiene

- **El PIB creció el 0,8% t/t en el 2T25, sorprendiendo al alza.** El INE ha revisado al alza la evolución del PIB los últimos años, lo que también contribuye a la mejora de la previsión en 2025.
- **Las estimaciones en tiempo real apuntan a un crecimiento promedio trimestral de entre el 0,6% y el 0,7% para el 2S25** (Previsión anterior: 0,4%).
- **La ausencia de una desaceleración** más intensa se explica por el relativamente mejor comportamiento de las exportaciones, particularmente las de bienes, y el sólido avance de la demanda interna.

CRECIMIENTO TRIMESTRAL DEL PIB
(%)

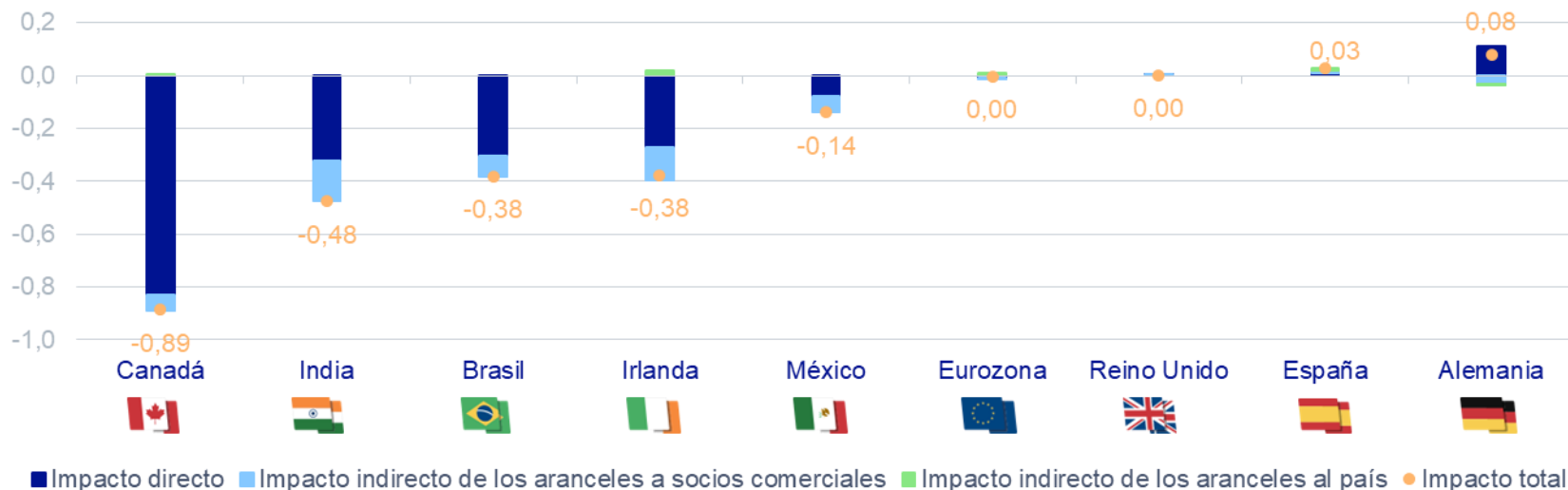


Fuente: BBVA Research.

Novedades del escenario

El acuerdo comercial con EE. UU. trae aranceles en línea con lo esperado y menor incertidumbre

IMPACTO SOBRE EL PIB DEL CAMBIO EN EL ESCENARIO COMO RESULTADO DE LOS ARANCELES ESPERADOS EN JUNIO Y LOS FINALMENTE ACORDADOS* (PUNTOS PORCENTUALES, AÑO 2022)



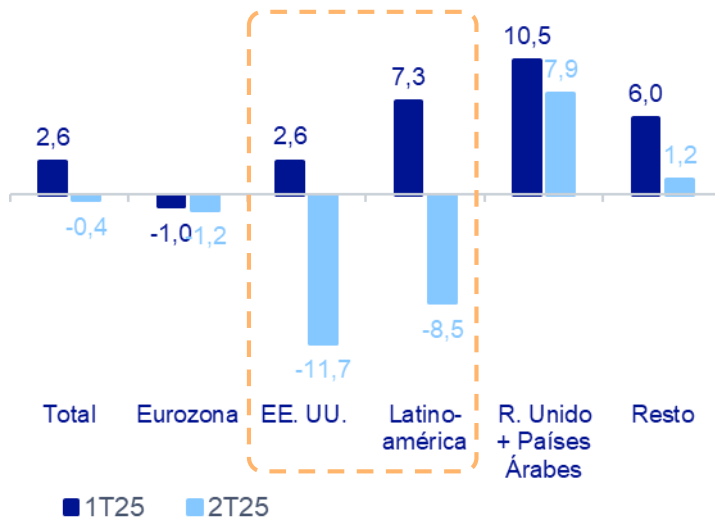
*Simulaciones realizadas suponiendo una elasticidad de la demanda de importaciones del 0,8.
Fuente: BBVA Research a partir de la base de datos UNCTAD GVC Input-Output.

Novedades del escenario

El aumento en el comercio con otras zonas compensa el impacto de aranceles más altos

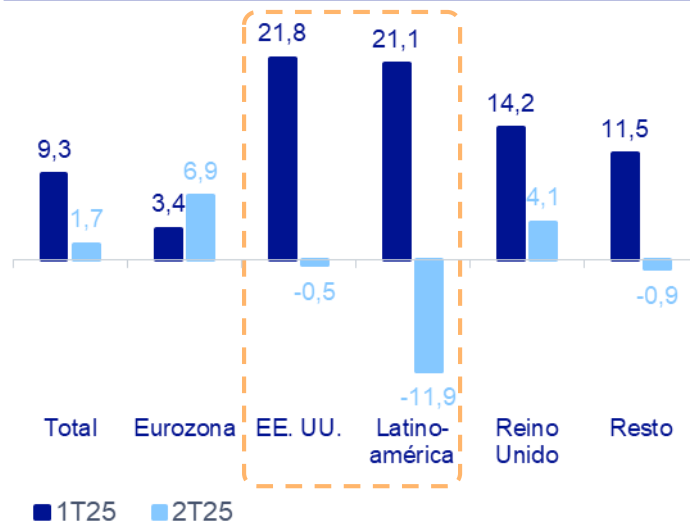
EXPORTACIONES ESPAÑOLAS DE BIENES

(VARIACIÓN TOTAL % A/A)



IMPORTACIONES ESPAÑOLAS DE BIENES

(VARIACIÓN TOTAL % A/A)



Nota: Países árabes agrega, Marruecos, Argelia, Túnez, Libia, Egipto, Sudán, Mauritania, Djibouti, Somalia, Comoras, Líbano, Siria, Irak, Jordania, Arabia Saudí, Kuwait, Bahrein, Qatar, Emiratos Árabes Unidos, Omán, Yemen.

Fuente: BBVA Research a partir de Haver.

Novedades del escenario

El crecimiento de la UEM se revisa al alza, aunque más por datos pasados

- **El PIB de la zona del euro aumentará un 1,3 % este año, por encima de lo esperado** en julio dado el avance en el primer semestre, y un 1,0 % el próximo si el estímulo del gasto en defensa llegara a compensar el efecto de la subida arancelaria.
- **Esta revisión explica en parte la resiliencia que muestran las exportaciones.** Sólo el aumento en la expectativa de crecimiento del PIB supondría un impulso adicional sobre el crecimiento de las exportaciones de un 0,9 %.

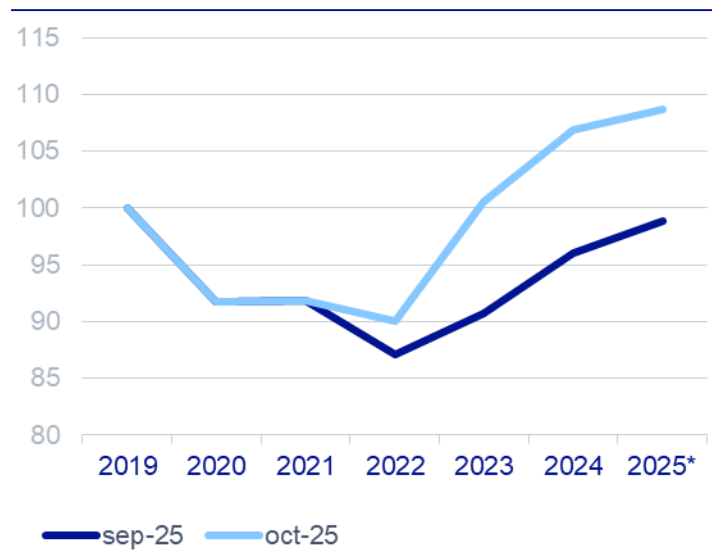
IMPACTO DE LA REVISIÓN DE LA DEMANDA EUROPEA (PP)



Novedades del escenario

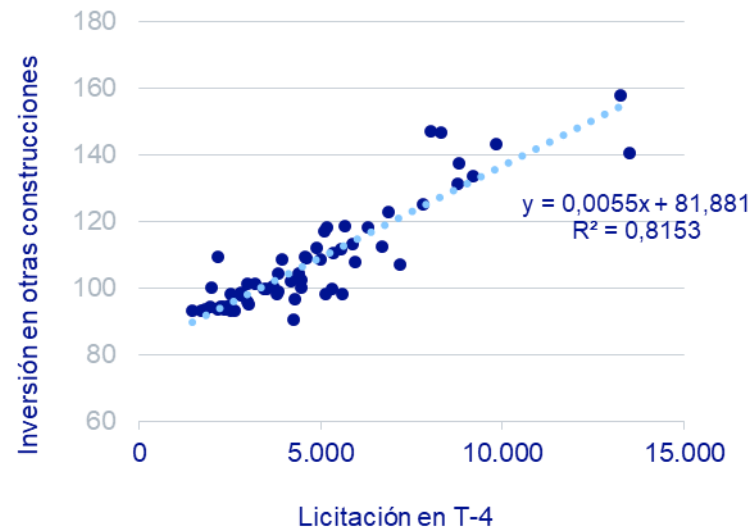
La revisión del INE mejora la evolución de la inversión y la percepción de impacto de los fondos ligados al NGEU

INVERSIÓN EN OTRAS CONSTRUCCIONES
(2019=100)



* Dato al cierre del 1S25.
Fuente: BBVA Research a partir de INE.

**INVERSIÓN EN OTRAS CONSTRUCCIONES Y
LICITACIÓN DE OBRA PÚBLICA**
(ÍNDICE 2020=100 Y MILLONES DE EUROS REALES)



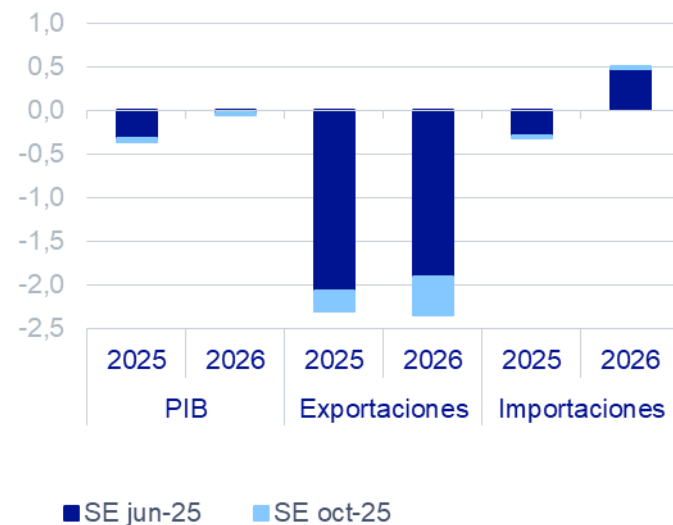
Fuente: BBVA Research a partir de INE y SEOPAN.

Novedades del escenario

El euro se ha apreciado más de lo que se preveía, lo que puede afectar la competitividad

- La **significativa apreciación del euro** frente al dólar podría restar más 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 EURO FRENTE AL DÓLAR (PP)



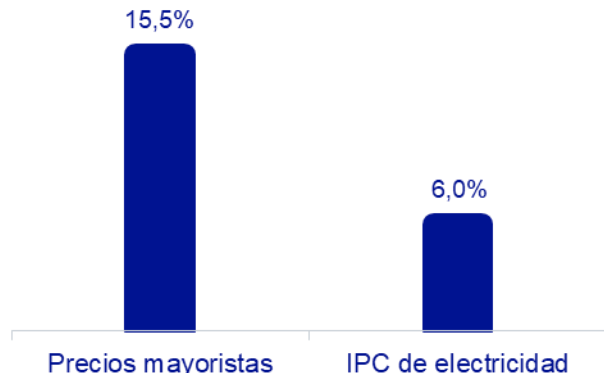
Fuente: BBVA Research.

Novedades del escenario

El precio de la electricidad repunta desde abril, lo que puede afectar la competitividad de las empresas y el poder adquisitivo de la renta de las familias

AUMENTO DEL PRECIO DE LA ELECTRICIDAD DESDE ABRIL

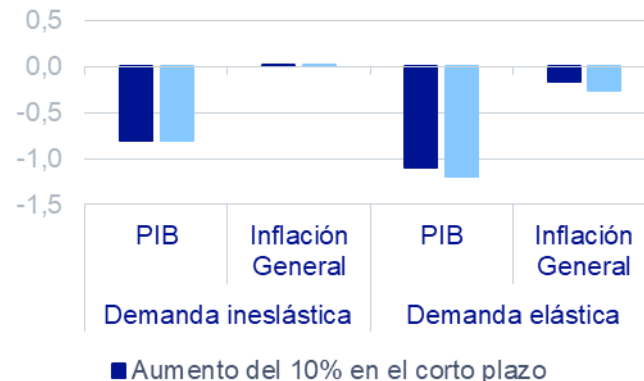
(DATOS CVEC, %)



Fuente: BBVA Research a partir de Red eléctrica e INE.

IMPACTO DE UN AUMENTO DEL PRECIO FINAL DE LA ELECTRICIDAD DEL 10%

(PUNTOS PORCENTUALES)



Fuente: BBVA Research.

Desde abril, el IPC de la electricidad ha subido un 6,0 % (vs. 2,8 % en la energía total). Aunque el repunte es mucho menor que el del mercado mayorista (15,5 %), de mantenerse en el tiempo podría explicar 0,3 pp de inflación residual y podría restar hasta más de 1 pp al crecimiento del PIB en 2025.

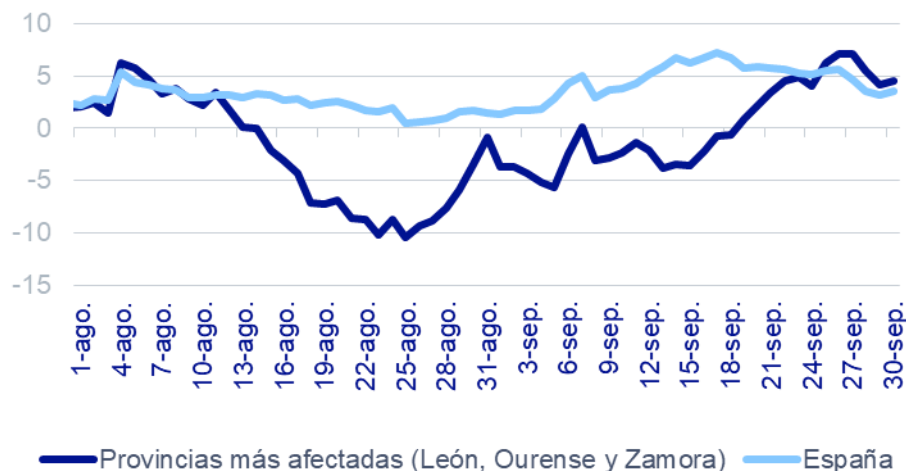
Novedades del escenario

Los incendios tuvieron un impacto negativo pero temporal y acotado a las provincias afectadas

- Los incendios de mediados de agosto y las interrupciones de las líneas ferroviarias como consecuencia de los fuegos afectaron el gasto realizado por españoles en las provincias impactadas.
- En particular, Ourense, León y Zamora acusaron el mayor golpe, registrando caídas de hasta el 10% en términos anuales en el gasto turístico nacional con tarjeta.

GASTO TURÍSTICO PRESENCIAL CON TARJETA REALIZADO POR ESPAÑOLES FUERA DE LA PROVINCIA HABITUAL DE RESIDENCIA SEGÚN PROVINCIA DE DESTINO*

(MEDIA MÓVIL SEMANAL, VARIACIÓN INTERANUAL, %)



*Gasto con tarjetas emitidas por BBVA (Incluye retiradas de efectivo y el gasto realizado por españoles en el extranjero).
Fuente: BBVA Research a partir de BBVA.

2.2 España

Escenario

El PIB crecerá en un contexto de desaceleración



3,5%



2024

▲ +0,3 pp

3,0%



2025 (p)

▲ +0,5 pp

2,3%



2026 (p)

▲ +0,6 pp

(p): previsión.

Fuente: BBVA Research a partir de INE.



Previsión
revisada al alza



Previsión sin
cambios



Previsión revisada
a la baja

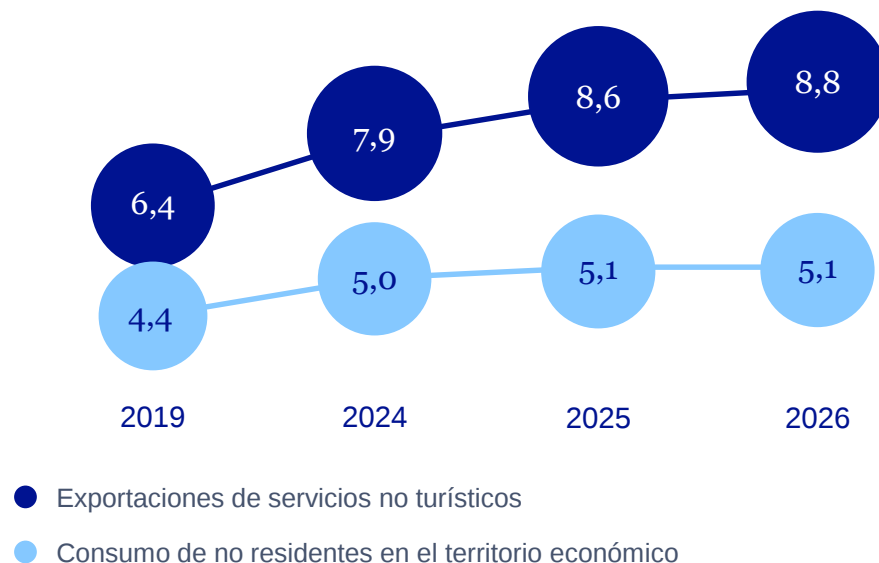


Factores que apoyarán la actividad económica

Las exportaciones de servicios se desaceleran, pero su crecimiento será similar al del PIB

- **Este dinamismo seguirá sustentado** por el cambio en las preferencias de los hogares europeos (que priorizan el gasto en servicios), la desestacionalización del turismo, la mayor inversión y el incremento en la población activa causado por la inmigración y el avance de la tasa de participación.
- Estos últimos factores apoyarán también la expansión que mantienen las exportaciones de servicios no turísticos.

EXPORTACIONES DE SERVICIOS COMO PORCENTAJE DEL PIB

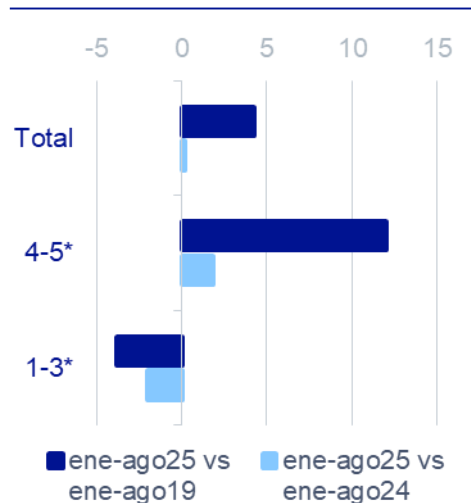


Fuente: BBVA Research a partir de INE.

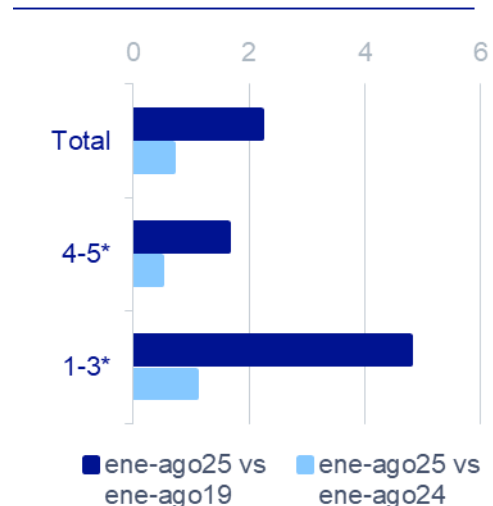
Factores que apoyarán la actividad económica

Las exportaciones de servicios se desaceleran, pero su crecimiento será similar al del PIB

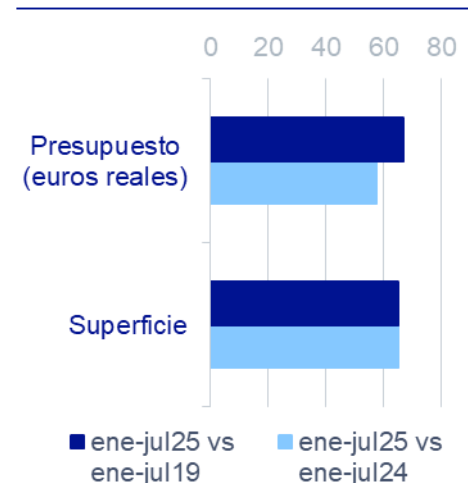
VARIACIÓN DEL NÚMERO DE PLAZAS HOTELERAS ESTIMADAS (%)



VARIACIÓN DEL GRADO DE OCUPACIÓN POR PLAZAS HOTELERAS (pp)



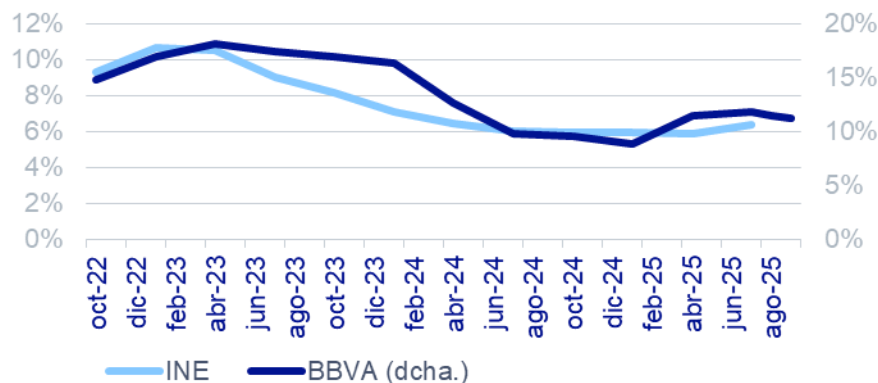
VISADOS DE OBRA NUEVA EDIFICIOS DESTINADOS A TURISMO, RECREO Y DEPORTES VARIACIÓN (%)



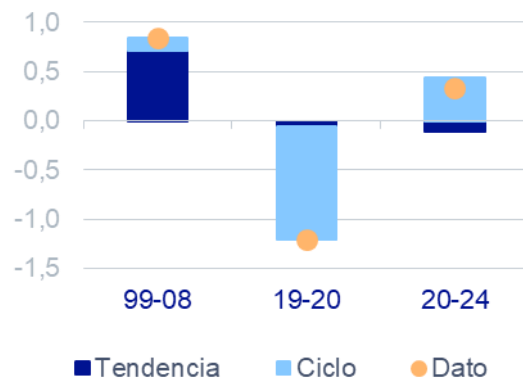
Factores que apoyarán la actividad económica

La inmigración continúa, mientras que la participación en el mercado laboral aumenta

POBLACIÓN EXTRANJERA DE 20 AÑOS O MÁS
(VARIACIÓN INTERANUAL EN PORCENTAJE)



CONTRIBUCIONES A LA VARIACIÓN ANUAL DE LA TASA DE ACTIVIDAD
(PORCENTAJE Y PUNTOS PORCENTUALES)



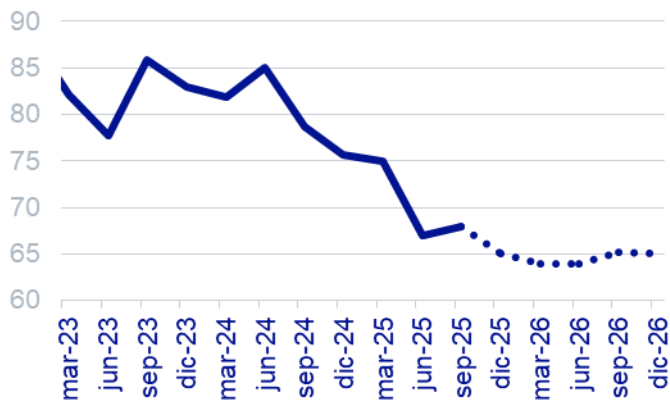
El indicador de BBVA se construye a partir del número de clientes con nacionalidad extranjera o doble nacionalidad. La nacionalidad se determina con el país de origen y el tipo de documento (DNI o NIE).
Fuente: BBVA Research con datos del INE y BBVA.

La prolongación de la fase expansiva del ciclo explica el aumento de la tasa de actividad tras la pandemia, impulsado por el repunte de la propensión a participar en el mercado laboral, especialmente entre la población española con educación secundaria o superior y la extranjera entre 25 y 54 años con estudios secundarios.

Factores que apoyarán la actividad económica

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

PRECIO DEL PETRÓLEO Y PREVISIÓN
(DÓLARES POR BARRIL, PROMEDIO TRIMESTRAL)



Fuente: BBVA Research.

**IMPACTO EN EL PIB DE LA CAÍDA DEL
PRECIO DEL PETRÓLEO ENTRE 2024 Y 2025 (PP)**



Fuente: BBVA Research.

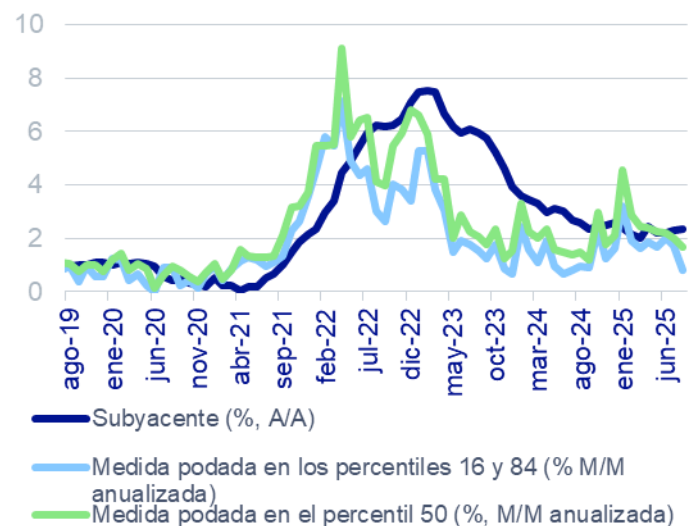
La disminución en el coste de transporte supone una mejora en la competitividad del sector exportador significativa. Asimismo, ayuda a reducir la inflación e impulsar la recuperación del poder adquisitivo de la renta de los hogares.

Factores que apoyarán la actividad económica

La inflación converge al objetivo del BCE y permitirá la progresiva recuperación del poder adquisitivo de la renta de las familias

- **La inflación se mantendrá alrededor del 2 %**, según se infiere de distintos indicadores de tendencia que excluyen los componentes más volátiles.
- **No parecen probables reducciones adicionales, dada la resistencia que muestran los precios de algunos productos.** Aunque ha disminuido el número de bienes y servicios con tasas de inflación extremas, todavía persiste una elevada proporción de productos con incrementos de precios en el rango del 2 % al 6 %.

MÉTRICAS ALTERNATIVAS DE INFLACIÓN TENDENCIAL (%)



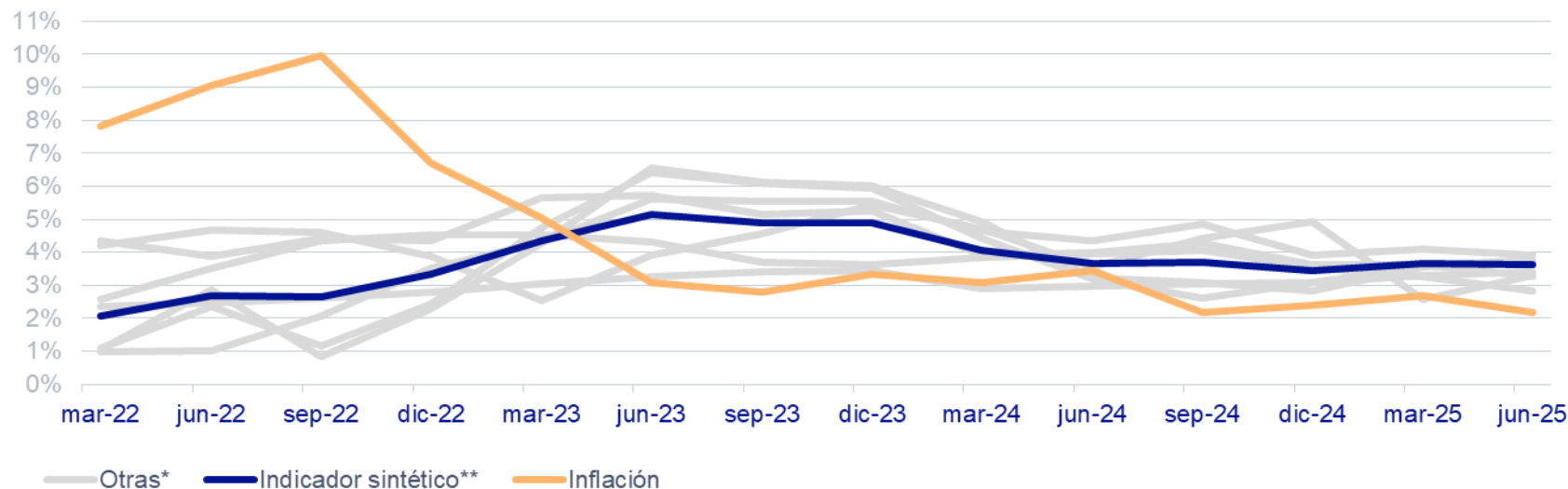
Fuente: BBVA Research a partir de INE.

Factores que apoyarán la actividad económica

El consumo doméstico continuará apoyado por la mejora de la renta salarial real

INDICADORES DE COSTE LABORAL E INFLACIÓN

(VARIACIÓN INTERANUAL EN PORCENTAJE. DATOS CVEC)



* Coste laboral unitario (CLU) por asalariado, CLU por hora trabajada, coste total por trabajador, coste total por hora trabajada, salario pactado en convenio colectivo, retribución bruta por trabajador en las grandes empresas e Indeed Wage Tracker.

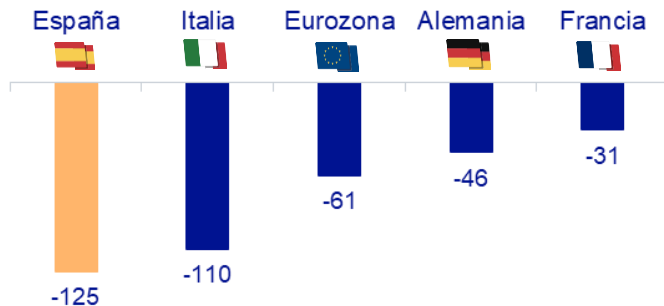
** Primer componente principal de las series de costes laborales unitarios, costes totales, salario pactado en convenio colectivo y retribución bruta por trabajador.

Fuente: BBVA Research a partir de AEAT, INE, Ministerio de Trabajo y Economía Social e Indeed Hiring Lab.

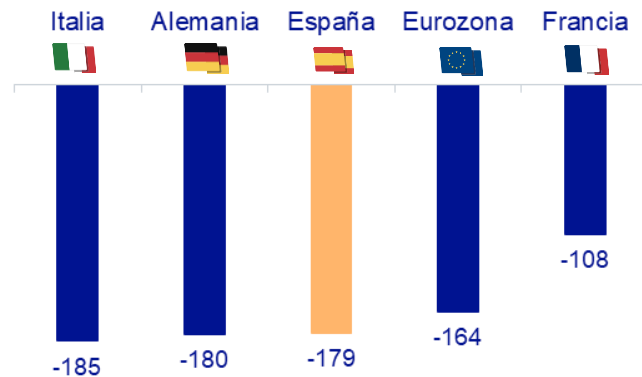
Factores que apoyarán la actividad económica

La política monetaria será moderadamente expansiva

TIPO DE INTERÉS: NUEVAS OPERACIONES DE CRÉDITO HIPOTECARIO A HOGARES (CAMBIO DE SEP-23 A SEP-25. PUNTOS BÁSICOS)



TIPO DE INTERÉS: NUEVAS OPERACIONES DE CRÉDITO A EMPRESAS (CAMBIO DE SEP-23 A SEP-25. PUNTOS BÁSICOS)



Fuente: BBVA Research a partir de BCE.

En línea con el escenario presentado por BBVA Research hace tres meses, el BCE recortó el tipo de interés de depósitos hasta el 2 % y podría iniciar una pausa prolongada, condicionada por las medidas arancelarias y fiscales. Aunque se espera que el ciclo de recortes haya llegado a su fin, los tipos permanecerán en niveles relativamente bajos, lo que podría seguir impulsando el crecimiento del nuevo crédito.

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)

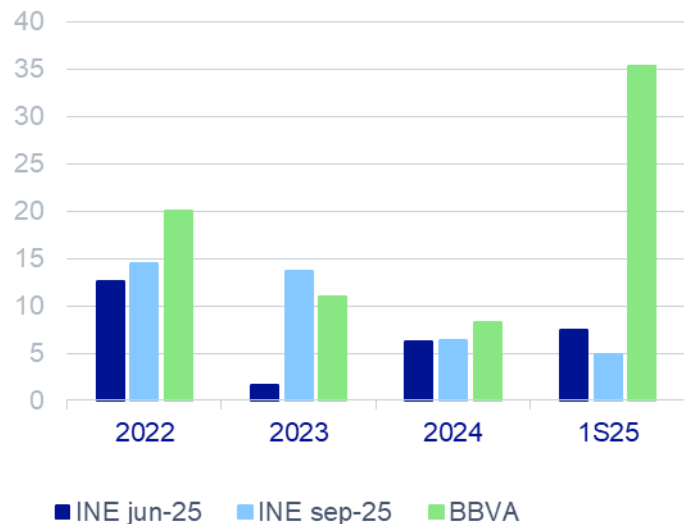


(p): previsión.
Fuente: BBVA Research a partir de INE.

Factores que apoyarán la actividad económica

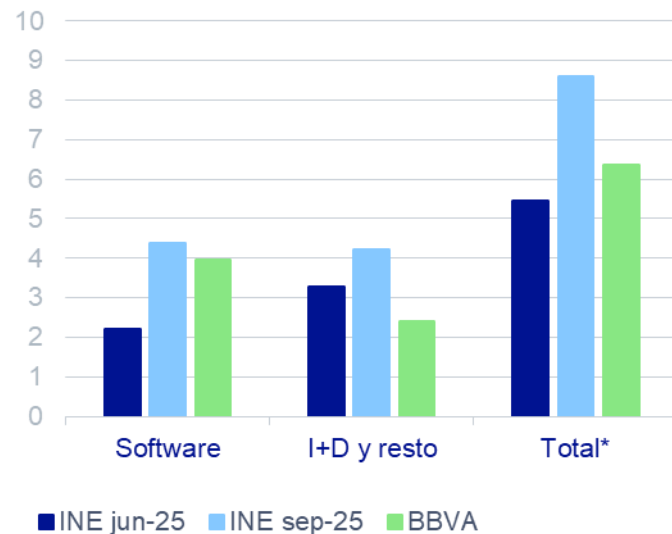
La inversión en activos intangibles se revisa al alza

INVERSIÓN EN INTANGIBLES BBVA VS INE
(CRECIMIENTO ANUAL NOMINAL, NO CVEC, PORCENTAJE)



Fuente: BBVA Research a partir de INE.

INVERSIÓN EN INTANGIBLES BBVA VS INE
(CRECIMIENTO ANUAL NOMINAL Y CONTRIBUCIÓN POR TIPO DE ACTIVO, NO CVEC, PORCENTAJE)



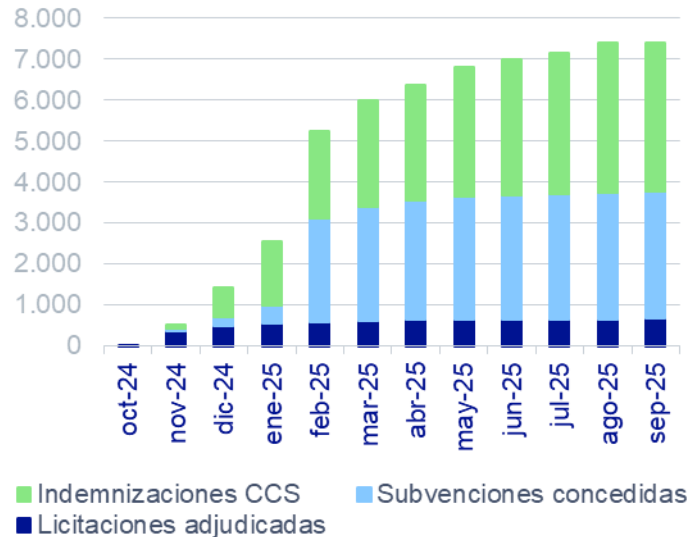
Fuente: BBVA Research a partir de INE.

Factores que apoyarán la actividad económica

El impulso fiscal por la DANA continúa, aunque se modera

- **Hasta finales de septiembre de 2025 se habrían concedido ayudas y adjudicado contratos por 3.772 millones de euros (0,2 % del PIB)**, de los cuales más de 1.750 millones son transferencias del Gobierno central a los Ayuntamientos para la reconstrucción de sus zonas afectadas.
- **A esto se suman los más de 3.645 millones de euros (0,2 % del PIB) pagados como indemnizaciones por el Consorcio de Compensación de Seguros (CCS)**, de las que un 32% corresponde a indemnizaciones de vehículos, un 29% a viviendas, y un 20 % a comercios, almacenes y otros inmuebles.
- **Los últimos datos muestran una desaceleración en las licitaciones y concesiones de las ayudas**, apuntando a que el impacto en las cuentas públicas se habría concentrado en la primera mitad de 2025.

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.

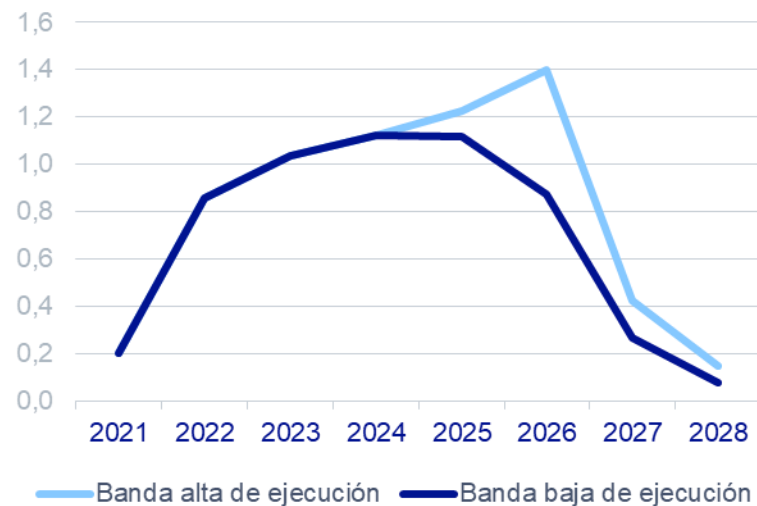


Factores que apoyarán la actividad económica

La ejecución de los fondos NGEU podría acelerarse durante los próximos meses, conforme se acerca la fecha límite establecida

- **Se contemplan dos posibles trayectorias de ejecución del Plan de recuperación.**
 - Escenario alto: la ejecución se acelera y se desplegarían el 100 % de las inversiones financiadas con las transferencias hasta ago-26.
 - Escenario bajo: se mantiene el ritmo actual de ejecución mensual —alrededor de 1.100 millones de euros— completando el 90 % de las inversiones del Plan.
- **La revisión de la inversión de la CNTR ha llevado a calibrar el multiplicador del NGEU hasta el 1,2 (antes 0,9).**
- Bajo estos supuestos se estima un impacto acumulado en el PIB (hasta 2028) de entre 5,5 pp y 6,4 pp, dependiendo del escenario de ejecución.
- En todo caso, se espera que la **ejecución de los préstamos del Plan sea reducida**, con un impacto marginal en el crecimiento.

IMPACTO DEL NGEU EN EL CRECIMIENTO ANUAL DEL PIB (PUNTOS PORCENTUALES)

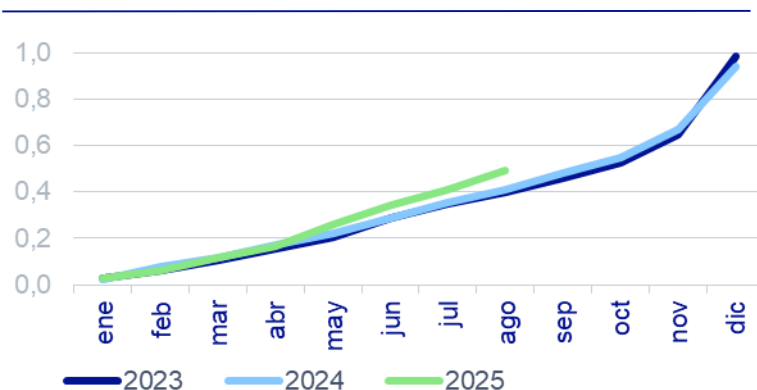


Fuente: BBVA Research.

Factores que apoyarán la actividad económica

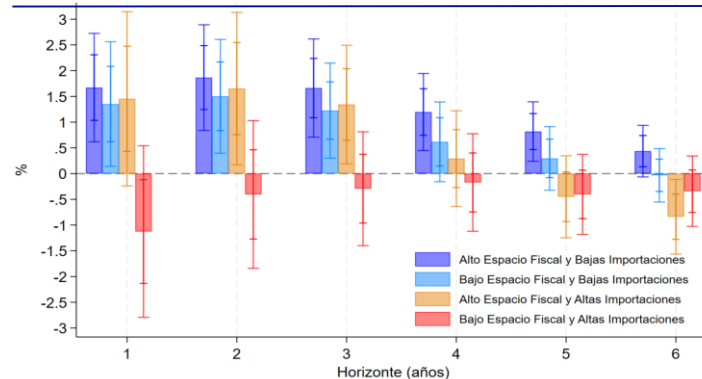
El gasto en defensa podría contribuir al crecimiento, sobre todo si termina teniendo un bajo contenido importador

PGE: GASTO EN DEFENSA
(OBLIGACIONES RECONOCIDAS. % DEL PIB)



Fuente: BBVA Research a partir del Ministerio de Hacienda.

**MULTIPLICADORES DEL GASTO DE DEFENSA
EN EUROPA SEGÚN EL GRADO DE ESPACIO
FISCAL Y EL CONTENIDO IMPORTADOR**



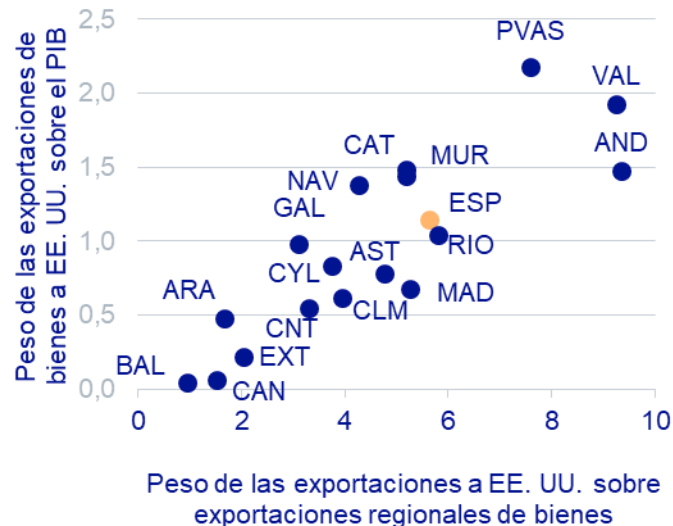
Fuente: BBVA Research.

Los datos disponibles de ejecución de los Presupuestos Generales del Estado, apuntan a cierta aceleración del gasto en defensa, particularmente desde el mes de mayo de 2025. El aumento de la remuneración del personal militar y, sobre todo, las transferencias de capital a otros organismo (y en particular al CNI o la Agencia Espacial Española, para fortalecer la ciberseguridad y la cooperación internacional) están detrás de este impulso del gasto en defensa.

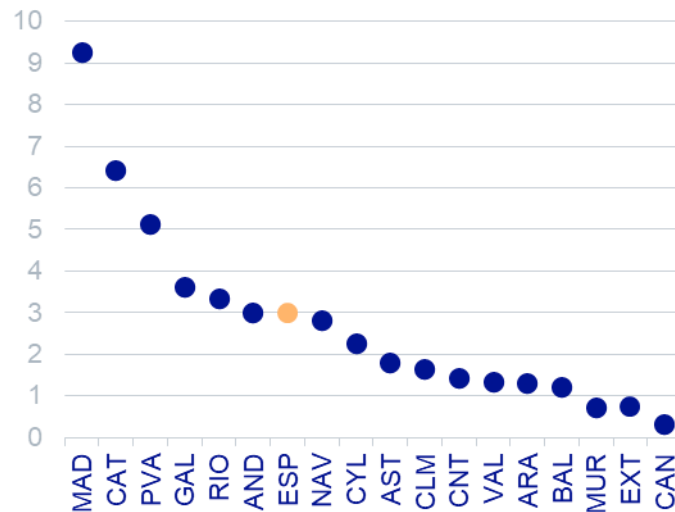
Persisten cuellos de botella para el crecimiento

El aumento de los aranceles y la apreciación del euro continuarán lastrando el avance

EXPORTACIONES DE BIENES A EE. UU. POR CC. AA. (% , 2024)



PERNOCTACIONES HOTELERAS DE RESIDENTES EN EE. UU. POR CC. AA. (% DE LAS PERNOCTACIONES HOTELERAS TOTALES, 2024)

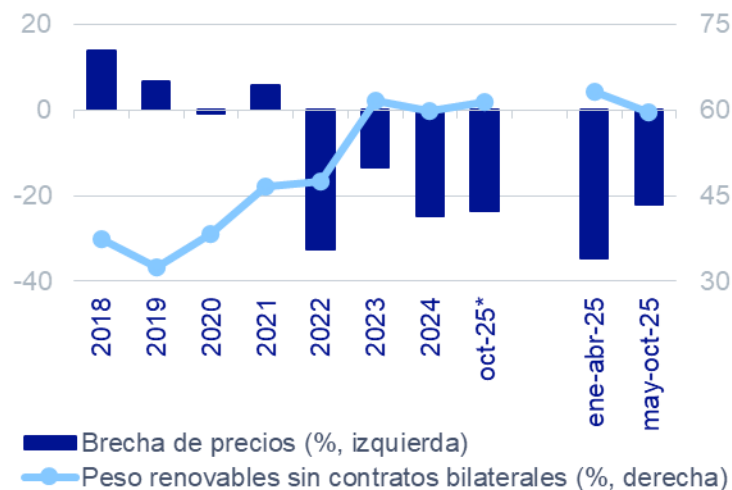


Persisten cuellos de botella para el crecimiento

Sostener las mejoras de la competitividad relacionadas con el coste de la electricidad requiere inversiones adicionales

BRECHA DE PRECIOS DE LA ELECTRICIDAD MAYORISTA Y PARTICIPACIÓN DE LA ENERGÍA EÓLICA Y SOLAR EN EL MIX ELÉCTRICO

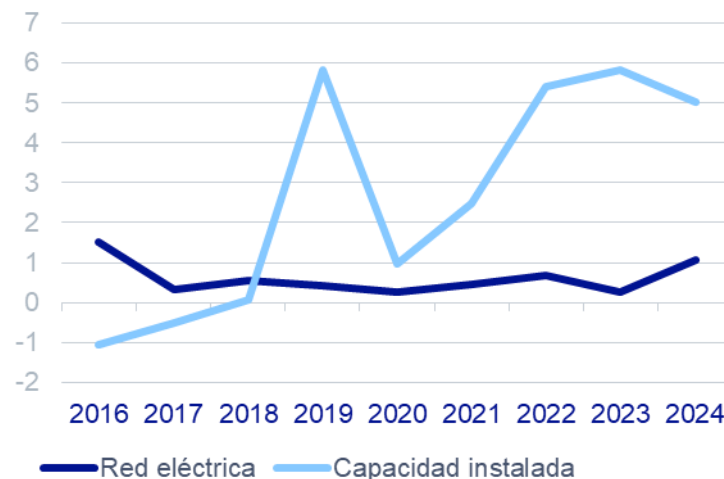
(% RESPECTO A LA MEDIANA EUROPEA, IZDA.; %, DCHA.)



*Acumulado doce meses hasta ago-25.
Fuente: BBVA Research a partir de Ember.

EVOLUCIÓN DE LA CAPACIDAD INSTALADA Y DE EXTENSIÓN DE LA RED ELÉCTRICA

(KMS DE RED Y MW/h DE POTENCIA, CRECIMIENTOS INTERANUALES EN %)

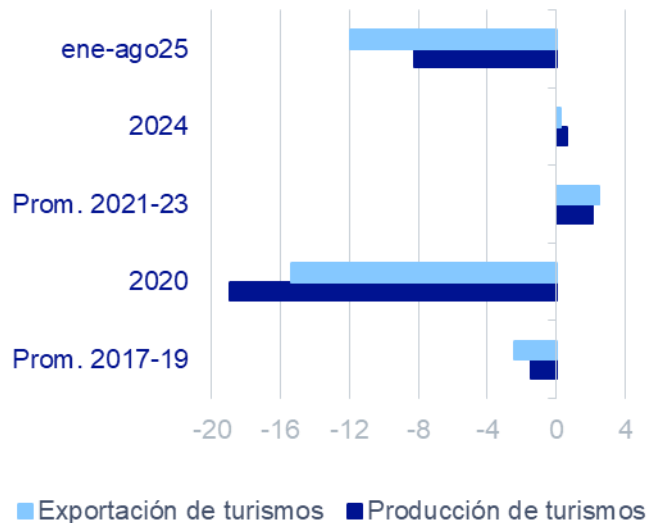


Fuente: BBVA Research a partir de datos de RE.

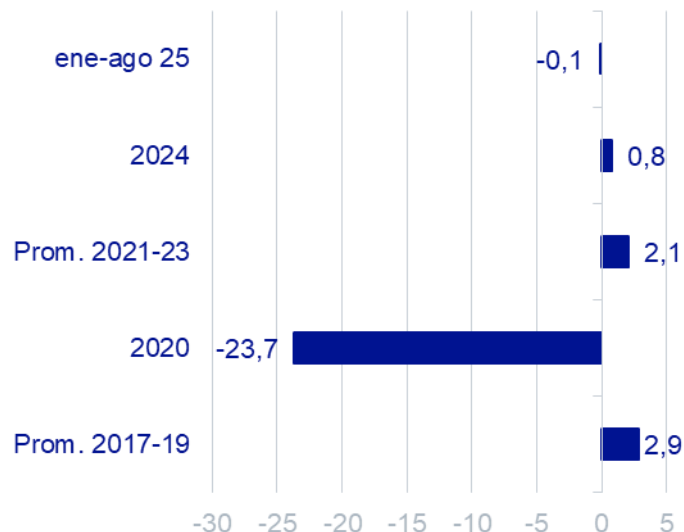
Persisten cuellos de botella para el crecimiento

Distintos factores restringen el crecimiento de la actividad en el sector de la automoción

ESPAÑA: PRODUCCIÓN Y EXPORTACIÓN DE TURISMOS (VARIACIÓN ANUAL EN %)



MATRICULACIONES DE TURISMOS EN LA UE27 (VARIACIÓN ANUAL EN %)



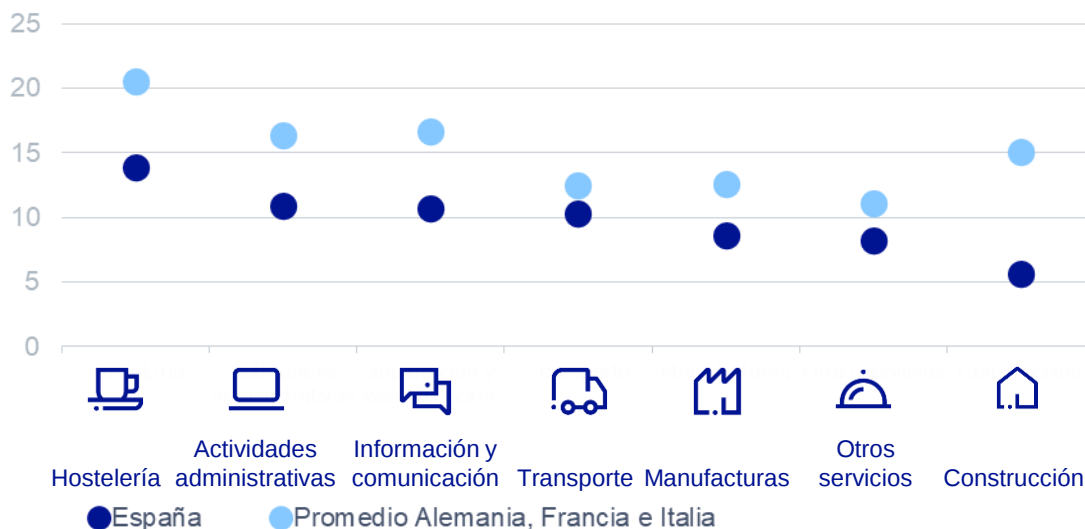
Persisten cuellos de botella para el crecimiento

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)



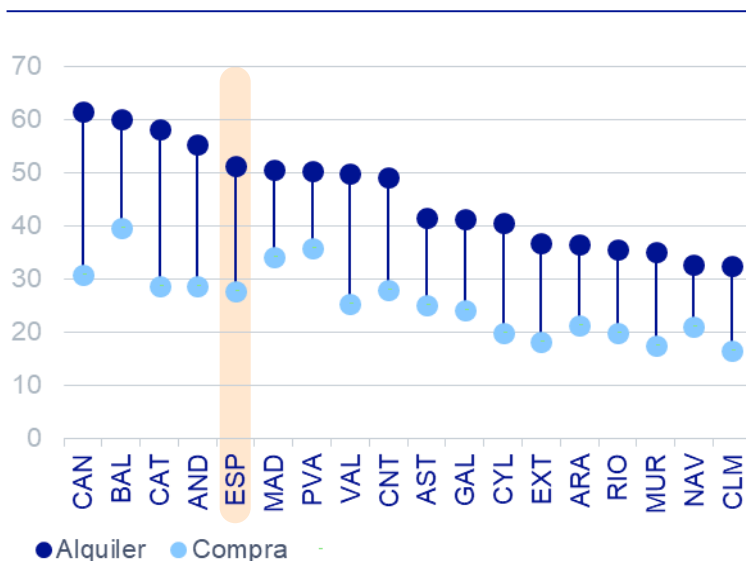
Nota: se analiza la mediana del ROE (rentabilidad del patrimonio neto en sus siglas en inglés) de cada sector en cada uno de los países de la muestra.

Fuente: BBVA Research a partir de BACH.

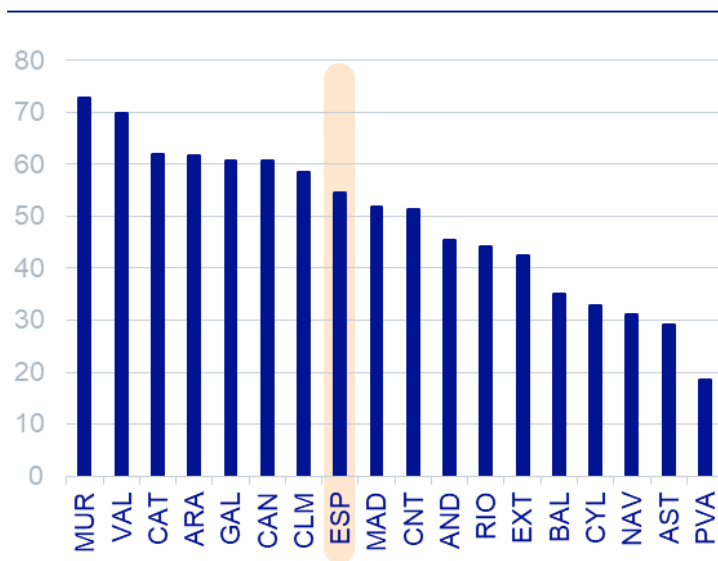
Persisten cuellos de botella para el crecimiento

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

ESFUERZO DE ACCESO A LA VIVIENDA EN 2024
(% RENTA SALARIAL DEL HOGAR)



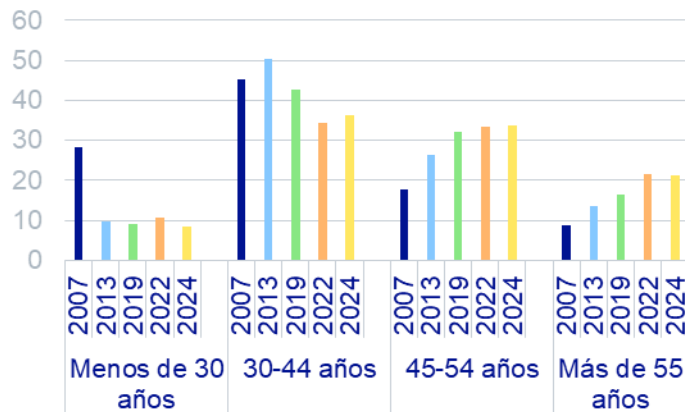
DÉFICIT DE VIVIENDA POR CC. AA. ENTRE 2021 Y 2025* (% DE HOGARES CREADOS)



Persisten cuellos de botella para el crecimiento

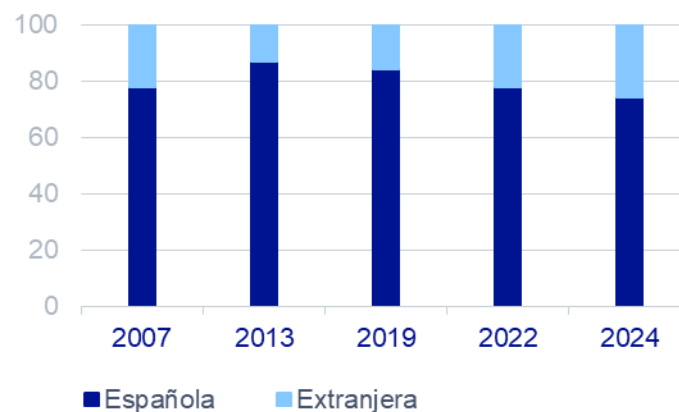
Hay una falta de mano de obra a pesar de la inmigración

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).

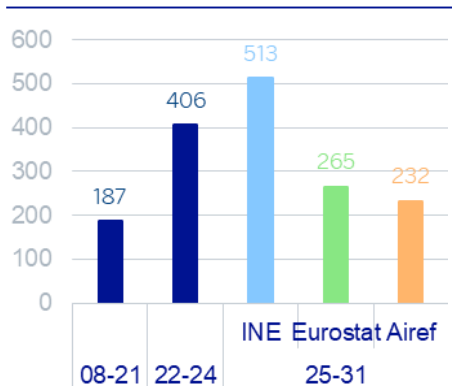
La escasez de mano de obra que ha afectado al sector durante los últimos años ha dejado de empeorar y, gracias a la inmigración, parece observarse un punto de inflexión en el envejecimiento que se observa en distintos oficios.

Persisten cuellos de botella para el crecimiento

La inmigración podría desacelerarse

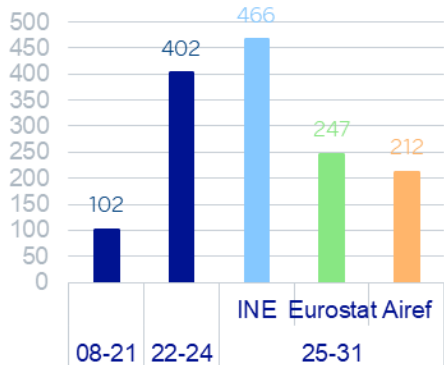
POBLACIÓN

(VARIACIÓN ANUAL EN MILES DE PERSONAS)



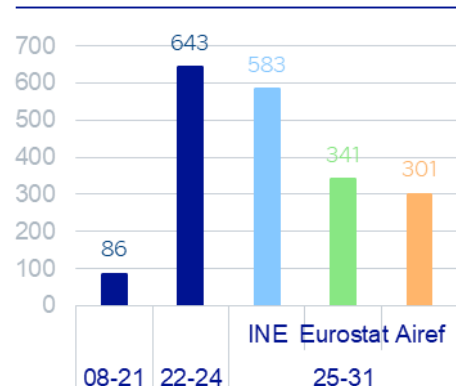
POBLACIÓN EN EDAD DE TRABAJAR

(15-74 AÑOS. VARIACIÓN ANUAL EN MILES DE PERSONAS)



SALDO MIGRATORIO (I-E)

(MILES DE PERSONAS)



Fuente: BBVA Research a partir de Eurostat e INE.

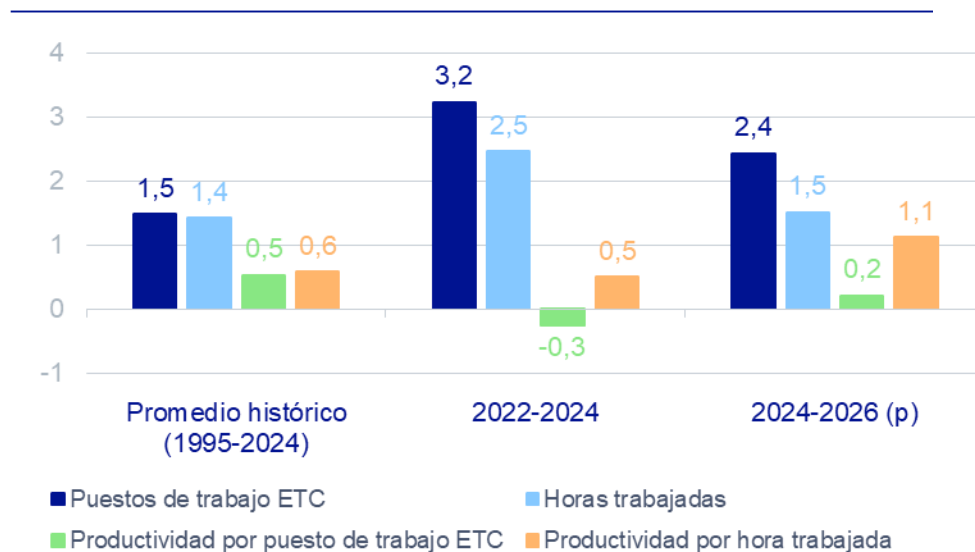
Las proyecciones demográficas más recientes sugieren que la moderación de los flujos migratorios ralentizará el crecimiento demográfico, sobre todo de la población en edad de trabajar.

Persisten cuellos de botella para el crecimiento

Se prevé la 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 del número de horas por trabajador 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 públicas.

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



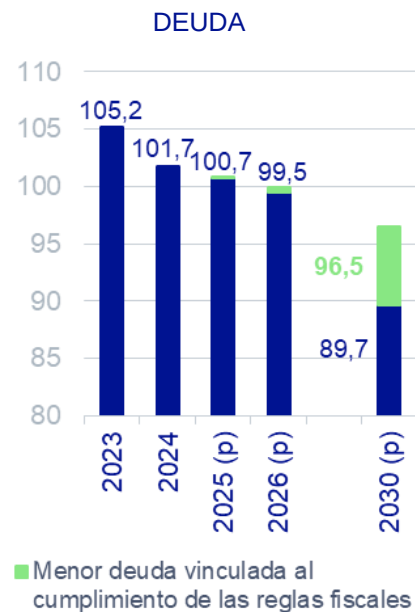
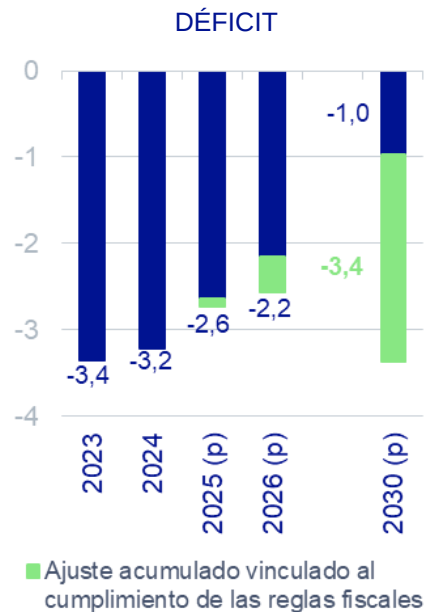
Fuente: BBVA Research a partir de INE.

Persisten cuellos de botella para el crecimiento

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

- **El cumplimiento de las reglas fiscales, exigirá un notable esfuerzo de control** del crecimiento del gasto público y un ajuste estructural promedio anual de 0,4 pp del PIB durante el próximo quinquenio.
- **Todo ello en un entorno de necesidades crecientes de gasto** vinculadas, entre otras, al envejecimiento -se espera un incremento de este gasto de más de 5 pp del PIB hasta 2070-; a la defensa; o la inversión, que se encuentra en mínimos históricos.
- Junto a ello, **la reforma del sistema de financiación autonómica y el compromiso de condonación de parte de la deuda suponen un reto** para las finanzas públicas.

DÉFICIT Y DEUDA PÚBLICA (% DEL PIB)



Persisten cuellos de botella para el crecimiento

Mientras la incertidumbre comercial se reduce, la interna aumenta

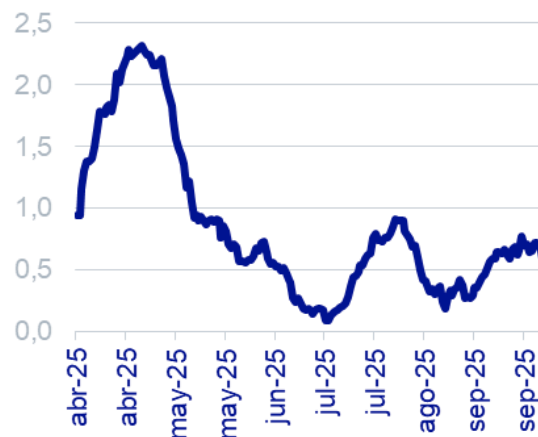
ÍNDICE DE INCERTIDUMBRE DE POLÍTICA ECONÓMICA DE BBVA RESEARCH EN 2025 *

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

PRINCIPALES TEMAS ASOCIADOS A EPU

(1 ABR – 1 MAY 2025)

Investment withdrawal
Credit insurance
Economic resilience
Economic policy uncertainty
Political corruption
High risk
Forecast revision
Political fragility
SME protections
Rising impact
Government financing
RRP funds reallocation
Impact mitigation
Business confidence drop
Fiscal flexibility
Government instability
Policy response
Policy inconsistency
Economic slowdown
Recovery funds
Proactive measures
Consumer pessimism
Public sector coordination
Proportional stability
Credit crunch
High EPU index
Trade war
Institutional scandals
Legislative gridlock
Business aid
Social safety net
Trade tensions



PRINCIPALES TEMAS ASOCIADOS A EPU

(1 MAY – 30 SEP 2025)

deficit
austerity
support
package
inflation
corruption
stability
public transfers
deadlock
cabinet reshuffle
policy support
fiscal consolidation
credit
slowdown
US tariffs
investment acceleration
governance crisis
political scandals
volatility
resilience
employment
political fragmentation
trade tensions
growth
recovery
corruption
stability
public transfers
deadlock
cabinet reshuffle
policy support
fiscal consolidation
credit
slowdown
US tariffs
investment acceleration
governance crisis
political scandals
volatility
resilience
employment
political fragmentation
trade tensions
growth
recovery
corruption
stability
public transfers
deadlock
cabinet reshuffle
policy support
fiscal consolidation
credit
slowdown
US tariffs
investment acceleration
governance crisis
political scandals
volatility
resilience
employment
political fragmentation

La falta de acuerdos y consenso suponen un lastre para el crecimiento.

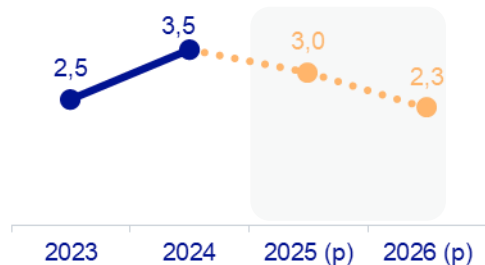
3. Octubre 2025

Previsiones

Previsiones

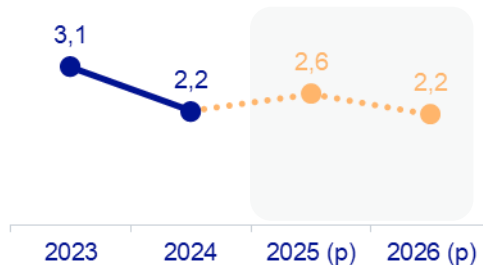
CRECIMIENTO DEL PIB

(%)



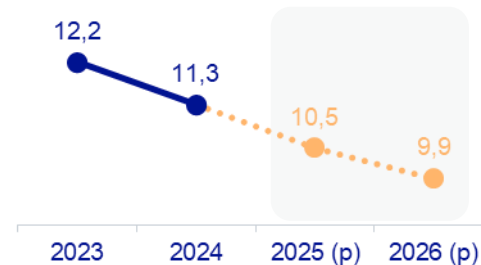
CRECIMIENTO DEL EMPLEO EPA

(%)



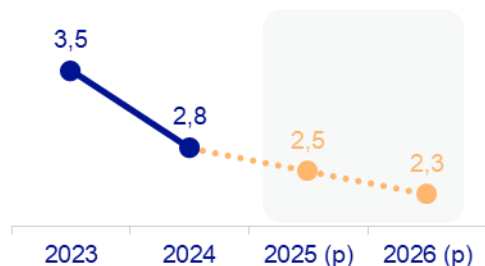
TASA DE PARO

(%)



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	3,8	2,5	3,0	2,8	2,2
Consumo privado	4,9	1,8	3,1	3,3	2,5
Consumo público	0,8	4,5	2,9	1,4	1,6
Formación bruta de capital fijo	4,2	5,9	3,6	5,7	6,1
Equipo y maquinaria	2,1	2,6	1,9	7,9	3,7
Construcción	4,0	5,5	4,0	4,9	6,8
Vivienda	9,0	0,8	2,1	4,7	6,8
Demanda interna*	4,1	1,6	3,3	3,3	3,0
Exportaciones	14,2	2,2	3,2	4,7	3,3
Exportaciones de bienes	3,5	-1,5	0,1	2,2	3,1
Exportaciones de servicios	48,5	11,3	9,8	9,4	3,8
Servicios no turísticos	25,7	6,6	8,1	12,2	4,4
Consumo final de no residentes en el territorio económico	115,6	19,1	12,4	5,4	2,8
Importaciones	7,7	0,0	2,9	6,3	5,8
Demanda externa*	2,3	0,9	0,2	-0,3	-0,7
PIB real pm	6,4	2,5	3,5	3,0	2,3

*Contribución al crecimiento del PIB.

Previsiones

% a/a	2022	2023	2024	2025 (p)	2026 (p)
Empleo CNTR (equivalente a tiempo completo)	4,4	3,6	2,8	2,9	1,9
Empleo, EPA	3,6	3,1	2,2	2,6	2,2
Tasa de paro (% población activa)	13,0	12,2	11,3	10,5	9,9
IPC (media anual)	8,4	3,5	2,8	2,5	2,3
Deflactor del PIB	5,0	6,4	3,0	2,2	1,9
Déficit Público (% PIB)	-4,5	-3,4	-3,2	-2,6	-2,2
Deuda Pública (% PIB)	109,3	105,2	101,7	100,7	99,5

(p): Previsión.

Fecha de cierre de la previsión: 14 de octubre de 2025.

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