

DICIEMBRE 2025

Situación España

Mensajes principales. Global

La economía global sigue inestable, pero evoluciona mejor de lo esperado. El auge de la IA impulsa la demanda, sumándose a otros factores de apoyo, como los estímulos fiscales, las tasas de interés más bajas, los efectos riqueza financieros y una energía más barata. Esto compensa el impacto —por ahora moderado— del proteccionismo, las trabas migratorias y la incertidumbre.



El crecimiento global será de cerca del 3,2 % entre 2025 y 2027, por encima de lo previsto, aunque algo por debajo del promedio de las dos últimas décadas. Se espera un crecimiento cercano al 2 % en EE. UU., algo superior al 1 % en la eurozona, y una desaceleración en China del 5 % en 2025 al 4 % en 2027. Las previsiones se han ajustado levemente al alza, principalmente por datos recientes favorables.



Las perspectivas de inflación se mantienen, en general, sin cambios. En EE. UU., los aranceles y otros factores mantendrán la inflación cerca del 3 %, lo que limitará el margen de la Fed para seguir bajando los tipos. En la eurozona, la inflación se mantendrá en torno al 2 %, sin recortes de tipos adicionales. En China, la amenaza de deflación podría provocar nuevas reducciones (limitadas) de los tipos de interés.



El balance de riesgos es ahora más equilibrado. Aranceles, migración, incertidumbre en EE. UU. y tensiones geopolíticas siguen siendo focos de preocupación. Pero los riesgos al alza ligados a la IA crecen dado que, además de impulsar la demanda, podrían elevar la productividad. Aun así, una corrección bursátil sigue siendo posible.



Mensajes principales. España

El crecimiento del PIB se situará en el 2,9 % en 2025 (0,1 pp menos de lo previsto en octubre). El crecimiento es elevado, cada vez más dependiente de la demanda interna y de la creación de empleo, aunque con un escaso avance de la productividad y de los salarios reales.



En 2026 y 2027 se espera que la expansión continúe con avances del 2,4 % (0,1 pp más que en octubre) y 2,0 %, respectivamente. Las exportaciones de servicios no turísticos crecerán por encima del PIB. La fuerza de trabajo seguirá creciendo. Se consolidarán mejoras en competitividad. La demanda interna seguirá favorecida por la mejora de la renta disponible de los hogares, la disminución de los tipos de interés y la aceleración de la ejecución de los fondos del MRR.



La desaceleración en marcha proviene de la moderación en la aportación del turismo extranjero, de las dificultades que siguen afrontando las exportaciones de bienes y de una política fiscal que se volverá contractiva a partir del segundo semestre de 2026.



Las perspectivas son positivas, aunque persisten desafíos estructurales, como el estancamiento de las exportaciones de bienes; la necesidad de aumentar la inversión en sectores clave; la escasez de la mano de obra, la elevada tasa de paro, la sostenibilidad de los flujos migratorios; la consolidación del aumento en la PTF aprovechando la IA y el cumplimiento de una ambiciosa senda fiscal.

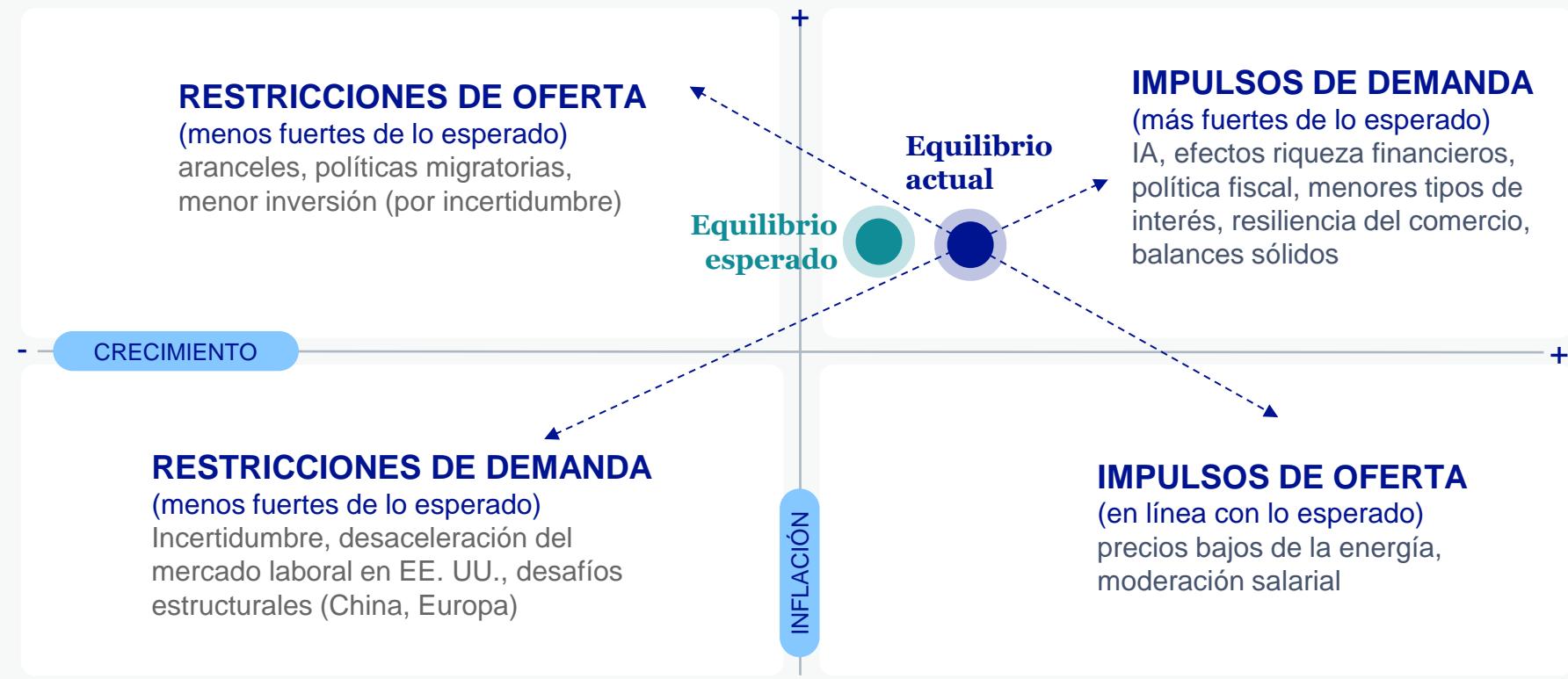


1. Diciembre 2025

Global

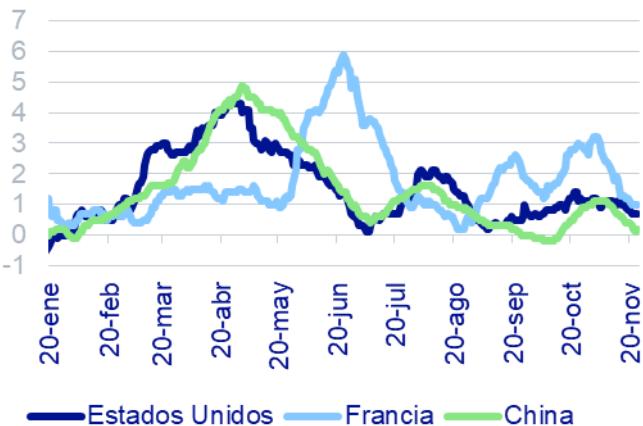
La economía global sigue inestable, pero evoluciona mejor de lo esperado

ECONOMÍA MUNDIAL: PRINCIPALES DETERMINANTES DEL EQUILIBRIO ACTUAL



Restricciones de demanda y oferta: la incertidumbre persiste, pese a las señales recientes de alivio

ÍNDICE DE INCERTIDUMBRE DE POLÍTICA ECONÓMICA: 2025 (ÍNDICE: MEDIA HISTÓRICA = 0; MEDIA MÓVIL DE 28 DÍAS)



Fuente: BBVA Research

ÍNDICE DE RIESGO GEOPOLÍTICO: 2025
(ÍNDICE: MEDIA HISTÓRICA = 0; MEDIA MÓVIL DE 28 DÍAS)

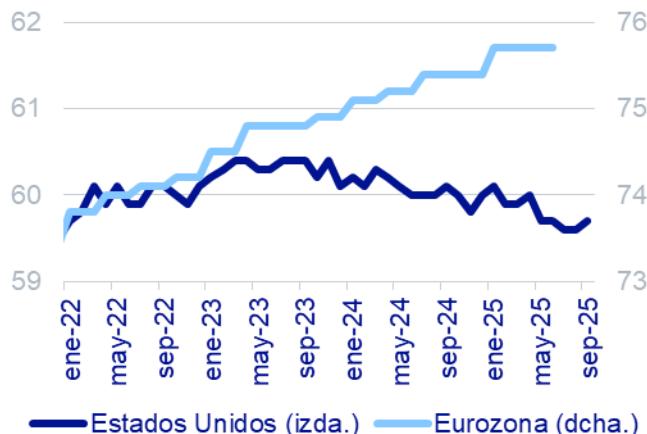


Fuente: BBVA Research

El acuerdo comercial entre EE. UU. y China, los recortes arancelarios de EE. UU. (principalmente en productos agrícolas), el alto el fuego en Gaza, y las conversaciones sobre un acuerdo de paz en Ucrania, entre otros factores, han contribuido a reducir la incertidumbre

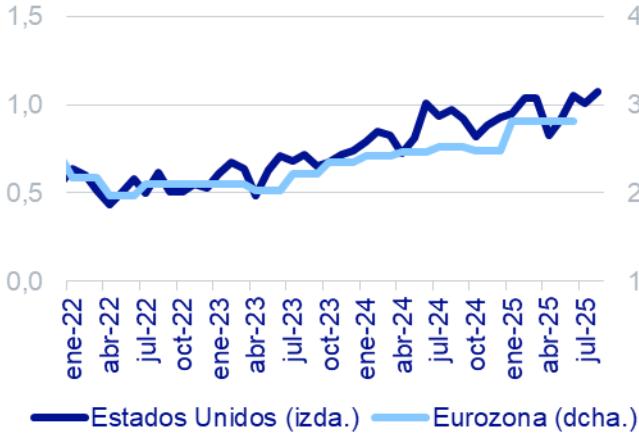
Restricciones de demanda: los mercados laborales pierden impulso, sobre todo en EE. UU.

RATIO EMPLEO-POBLACIÓN (%)



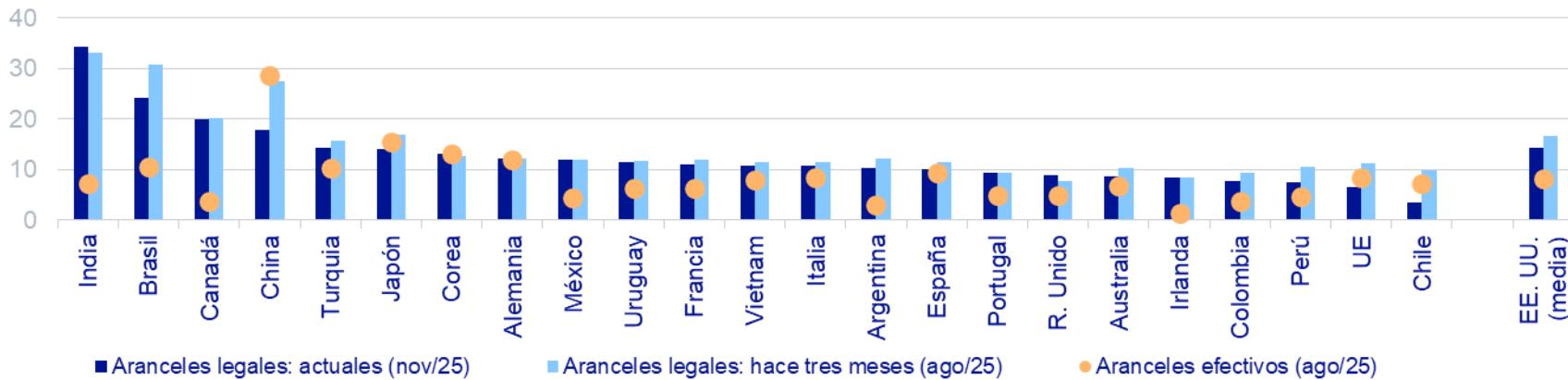
Fuente: BBVA Research a partir de datos de Fred y Eurostat

PERSONAS DESEMPLEADAS POR VACANTE (NÚMERO DE PERSONAS)



Restricciones de oferta: los aranceles de EE. UU. han caído, con los efectivos, en general, por debajo de lo esperado

ARANCELES LEGALES Y EFECTIVOS DE EE. UU.: AUMENTO ESTIMADO DESDE INICIOS DE 2025 (*) (PP)



(*) Aranceles legales: cálculo de BBVA Research según acuerdos comerciales recientes y anuncios de EEUU. Incluyen aranceles generales por país (recíprocos y/o por fentanilo), aranceles específicos por sector (acero, aluminio, autos, autopartes, farmacéutico...) y bienes exentos (electrónica seleccionada, petróleo, frutas tropicales, café...). Considerando las medidas anunciadas hasta el 26 de noviembre. Los pesos sectoriales se basan en el comercio de 2024. Aranceles efectivos: cálculos de BBVA Research (ingresos arancelarios totales de EE. UU. divididos por importaciones totales, por país), a partir de datos de la USITC. Fuente: BBVA Research

Los acuerdos comerciales de EE. UU. —incluido con China—y las exenciones para algunos bienes (principalmente agrícolas) implican aranceles más bajos; pero persiste la incertidumbre, sobre todo por posibles impugnaciones legales de los aranceles recíprocos y por fentanilo

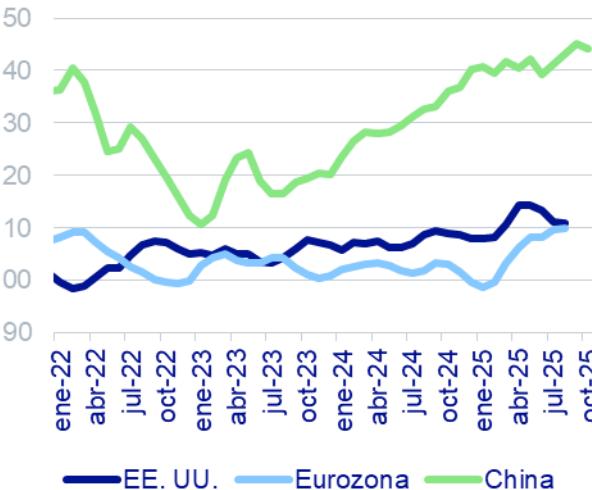
Impulsos de demanda: el comercio global se mantiene resiliente pese a las señales de moderación

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



Fuente: BBVA Research a partir de datos de Haver

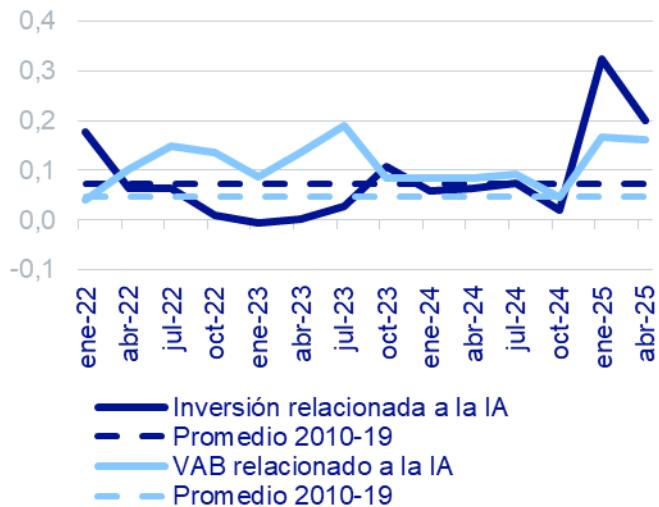
**EXPORTACIONES DE BIENES (VOLUMEN):
ESTADOS UNIDOS, EUROZONA Y CHINA
(4T19=100; MEDIA MÓVIL TRIMESTRAL)**



Fuente: BBVA Research a partir de datos de Haver

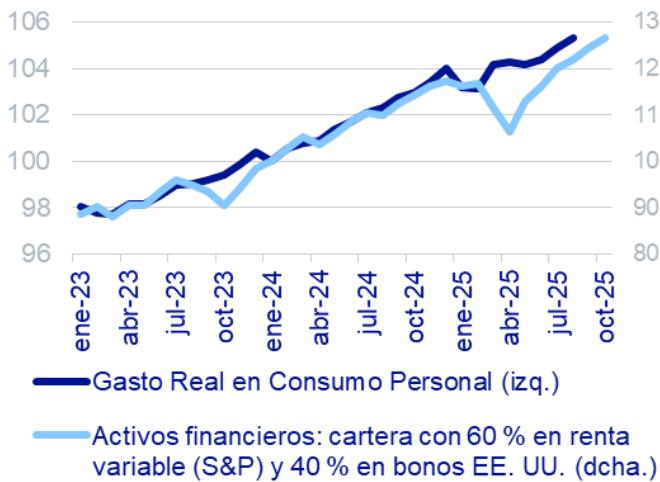
Impulsos de demanda: el auge de la IA impulsa la demanda en EE. UU.

EE. UU.: INVERSIÓN Y VALOR AÑADIDO BRUTO (VAB) LIGADO A IA* (CONTRIBUCIÓN AL CRECIMIENTO TRIMESTRAL DEL PIB: PP)



(*) Inversión ligada a la IA definida como inversión en procesamiento de información y en software.
Fuente: BBVA Research a partir de datos de FRED y US Census Bureau

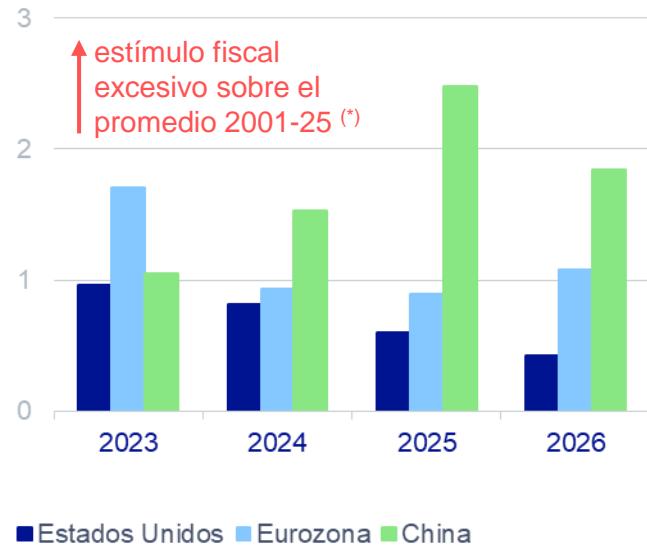
EE. UU.: CONSUMO PERSONAL Y ACTIVOS FINANCIEROS (ÍNDICE : ENE/24=100. EN TÉRMINOS REALES)



Fuente: BBVA Research a partir de datos de FRED y Haver

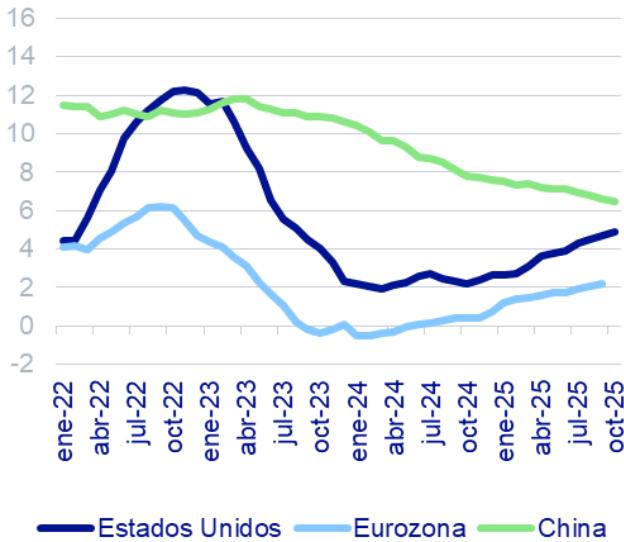
Impulsos de demanda: la política fiscal sigue expansiva y los menores tipos de interés ya están teniendo efecto

BRECHA DEL SALDO FISCAL PRIMARIO
AJUSTADO CÍCLICAMENTE* (% DEL PIB)



(*) Desviación del saldo fiscal primario ajustado cíclicamente (SFAC) respecto a su equilibrio estimado (relación promedio entre el SFAC y el crecimiento del PIB en 2001–2025). Las estimaciones para 2025 y 2026 se basan en proyecciones del PIB y fiscales del FMI.
Fuente: BBVA Research a partir de datos del FMI

CRÉDITO BANCARIO
(CREENCIERTO INTERANUAL EN %)



Fuente: BBVA Research a partir de datos de FRED y Eurostat

Impulsos de oferta: los precios de la energía siguen bajos, mientras que los salarios siguen moderándose

PRECIOS DEL PETRÓLEO

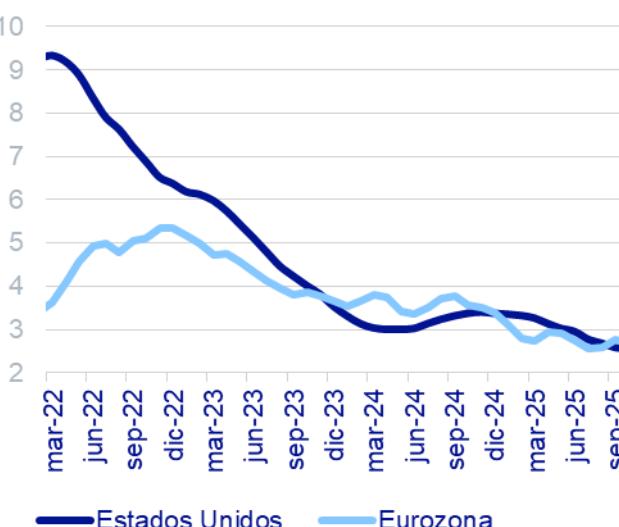
(DÓLARES POR BARRIL DE BRENT)



Fuente: BBVA Research a partir de datos de Haver

SALARIOS NOMINALES (MEDIA MÓVIL

TRIMESTRAL. CRECIMIENTO INTERANUAL EN %)

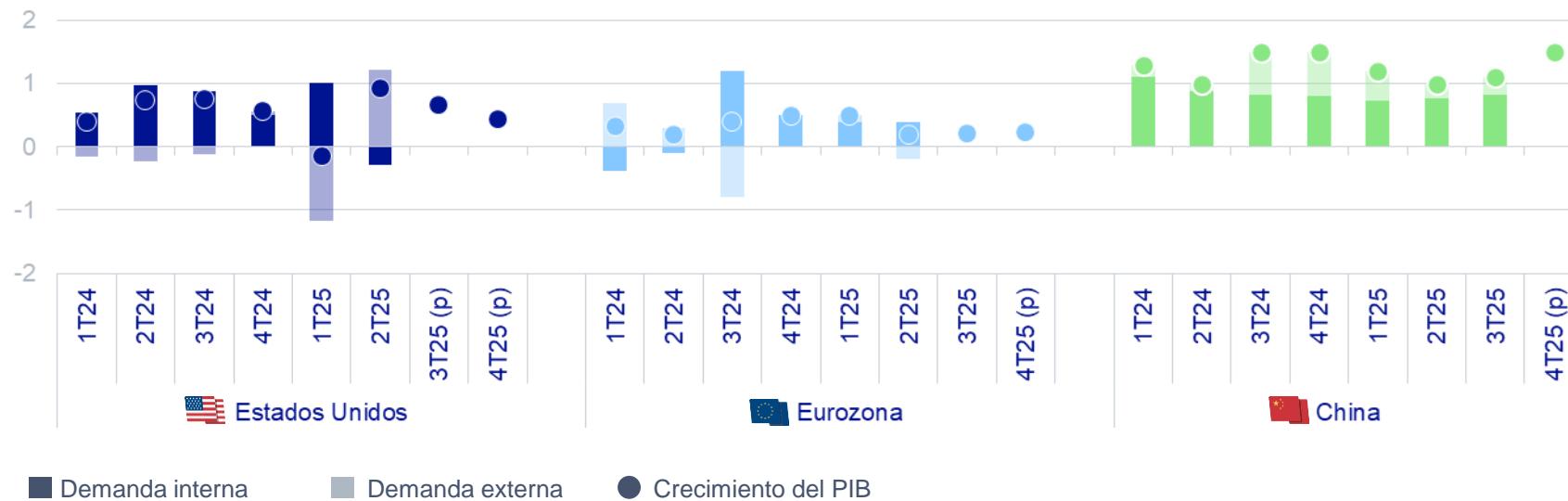


Fuente: BBVA Research a partir de datos de Indeed

Actividad: el crecimiento del PIB se ha mantenido resiliente, en general superando las expectativas

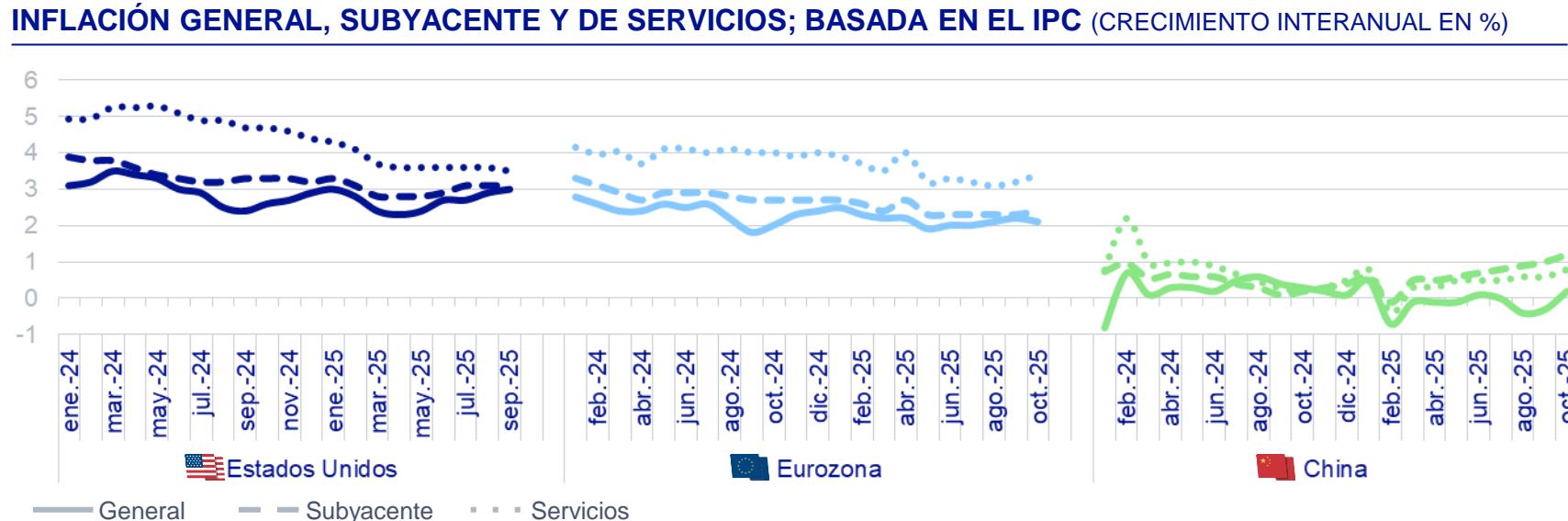
CRECIMIENTO DEL PIB*

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



(*) Previsiones de BBVA Research para el 3T25 en Estados Unidos y para el 4T25 en Estados Unidos, eurozona y China.
Fuente: BBVA Research a partir de datos de Haver y NBS

Inflación: al alza por los aranceles en EE. UU., estable en torno al 2 % en la eurozona y aún muy baja en China

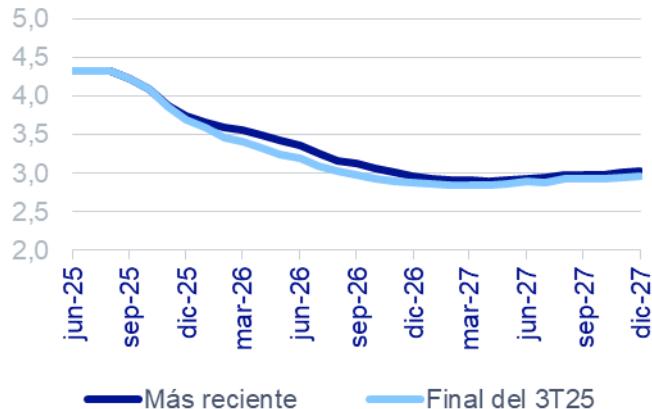


Fuente: BBVA Research a partir de datos de Haver

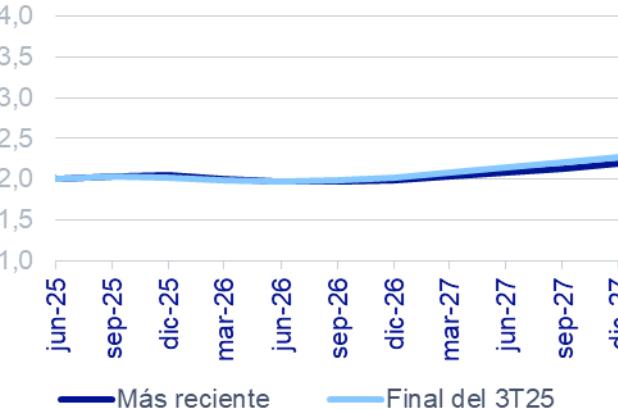
En EE. UU. la inflación de bienes sube por los aranceles altos, compensando la moderación de servicios, liderada por una desaceleración en los precios de vivienda; en cambio, los precios industriales están contenidos y los de servicios suben con más fuerza en la eurozona y, en parte, también en China

Expectativas de tipos: relajación más gradual y tasa terminal más alta para la Fed, y estabilidad para el BCE

EE. UU.: TIPOS DE INTERÉS IMPLÍCITOS EN LOS CONTRATOS FUTUROS (%)



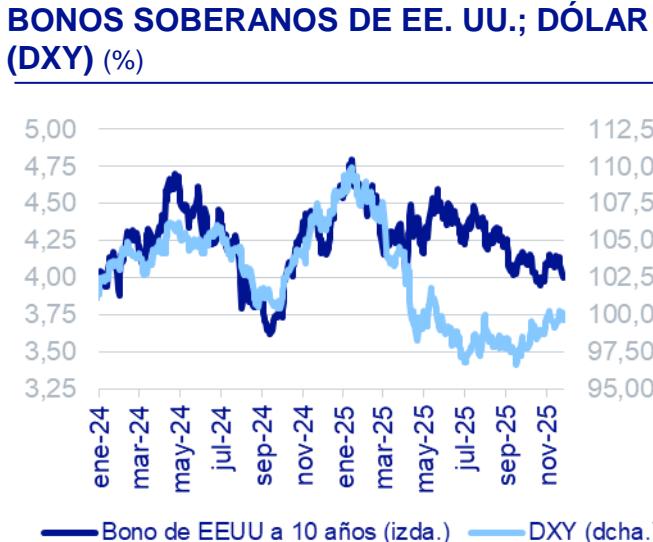
EUROZONA: TIPOS DE INTERÉS IMPLÍCITOS EN LOS CONTRATOS FUTUROS (%)



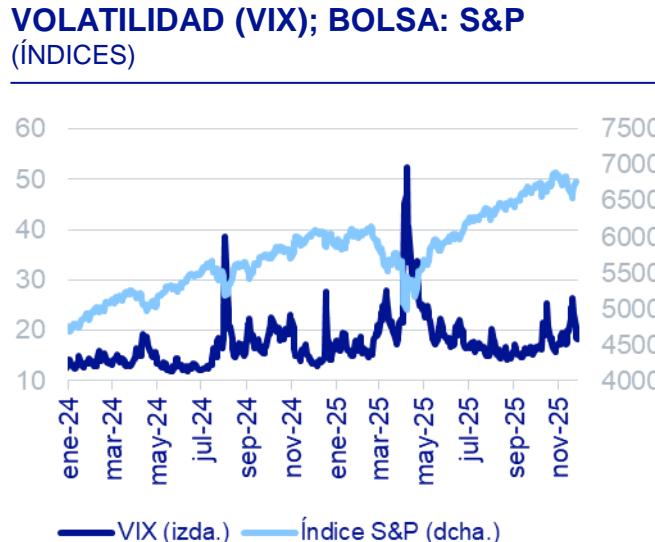
Fuente: BBVA Research a partir de datos de Haver

La Fed ha recortado los tipos en 25 pb en sus dos últimas reuniones, con foco en la moderación laboral, pero recientemente ha adoptado un tono más restrictivo por el repunte de la inflación; el BCE ha mantenido los tipos en 2 % y ha señalado que los riesgos están ahora más equilibrados

Mercados: perspectivas de tipos más altos de la Fed elevan rendimientos, fortalecen el dólar y presionan las bolsas



Fuente: BBVA Research a partir de datos de Haver

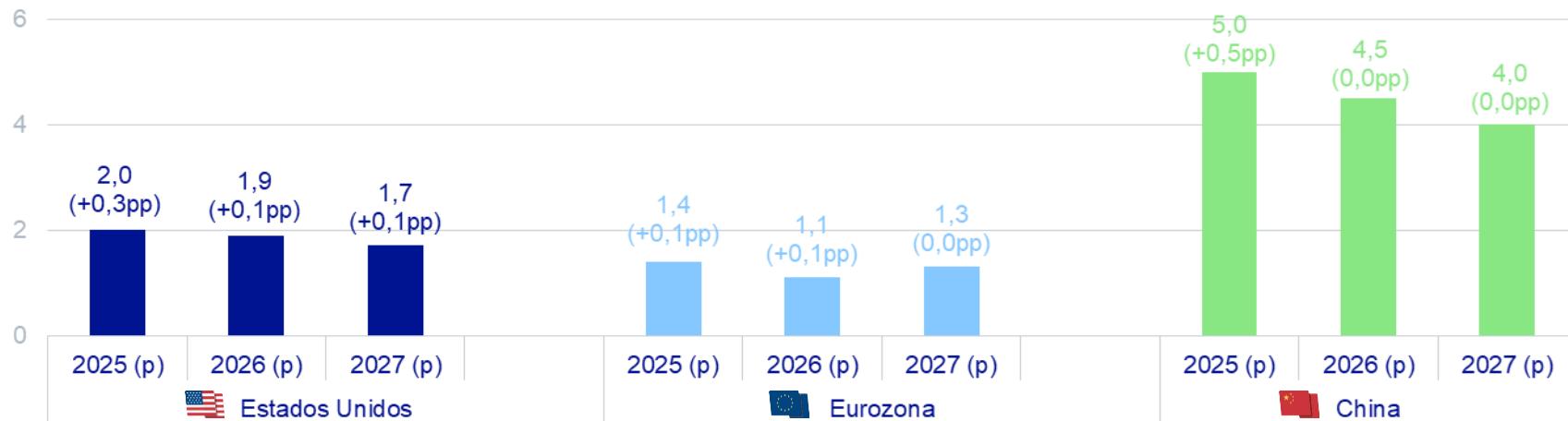


Fuente: BBVA Research a partir de datos de Haver

Tras el rally en la bolsa de EE. UU., impulsado por acciones ligadas a la IA, han surgido preocupaciones por valoraciones excesivas, lo que provocó correcciones y mayor volatilidad

Las previsiones de crecimiento se han revisado levemente al alza, principalmente por los datos recientes

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



(*) Se prevé que el PIB global crezca un 3,2 % en 2025, un 3,1 % en 2026 y un 3,2 % en 2027, respectivamente 0,2 pp, 0,0 pp y 0,0 pp por encima de las previsiones anteriores.

(p): previsión.

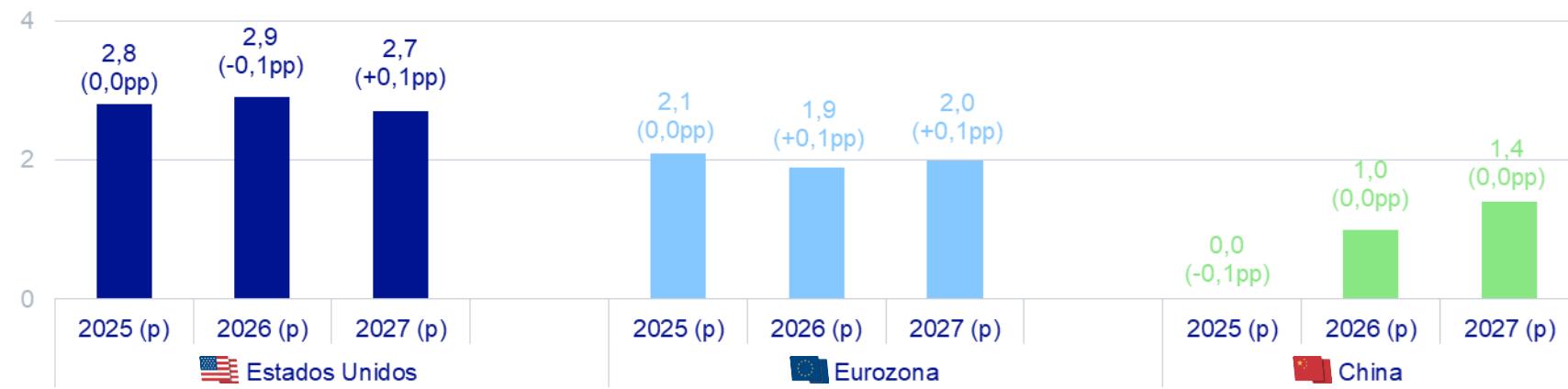
Fuente: BBVA Research

El impacto de los aranceles y otros choques de oferta se verán compensados por la demanda de la IA (principalmente en EE. UU.) y el gasto fiscal (sobre todo en la eurozona); una mayor productividad impulsada por la IA es un riesgo a medio plazo; en China aún se prevé una desaceleración estructural

Las perspectivas para la inflación se mantienen sin grandes cambios relevantes

INFLACIÓN GENERAL (IPC)

(CRECIMIENTO INTERANUAL EN %, PROMEDIO DEL PERÍODO, CAMBIO CON RESPECTO A LA PREVISIÓN ANTERIOR EN PARÉNTESIS)



(p): previsión.
Fuente: BBVA Research

Se prevé que la inflación se mantenga en torno al 3 % en EE. UU., impulsada por los aranceles y con riesgos al alza, y cerca del 2 % en la eurozona, con menores riesgos a la baja; en China, aunque se esperan nuevas medidas del gobierno contra la deflación, los riesgos siguen sesgados a la baja

El crecimiento y la inflación limitarán el relajamiento monetario de la Fed; no se prevén más recortes del BCE

TIPOS DE INTERÉS DE POLÍTICA MONETARIA*

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



(p): previsión.

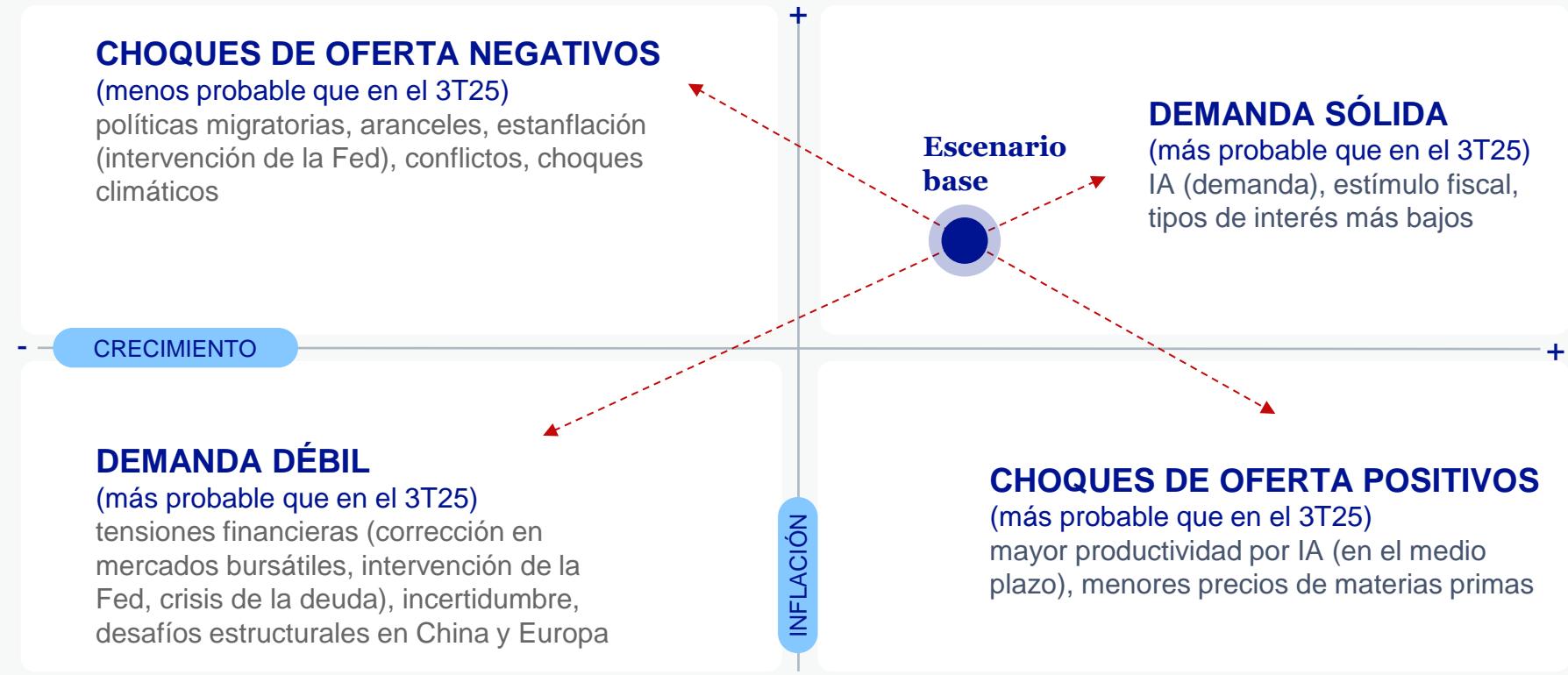
(*) En el caso de la eurozona, tipos de interés de la facilidad de depósitos.

Fuente: BBVA Research

Los tipos en EE. UU. están más cerca de niveles neutrales y la convergencia a la tasa terminal (más alta de lo previsto) podría ser más gradual, aunque persiste incertidumbre por los próximos cambios en la Fed; en la eurozona, hay margen para que los tipos se acerquen a la tasa neutral a medio plazo

Riesgos más equilibrados: más probabilidad de ganancias por IA, pese a las dudas persistentes sobre la oferta

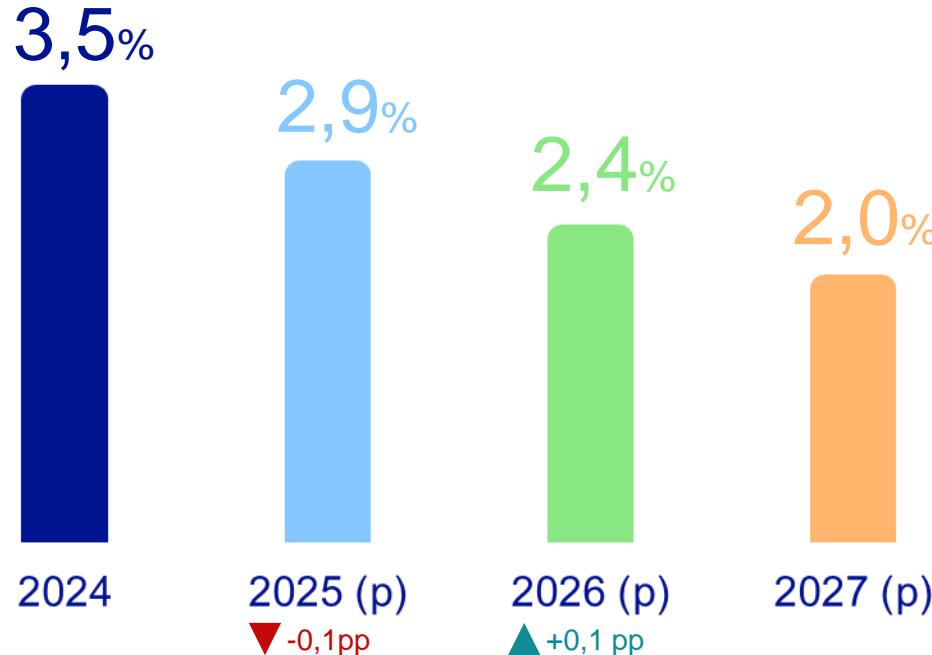
ECONOMÍA MUNDIAL: PRINCIPALES RIESGOS EN TORNO AL ESCENARIO BASE DE BBVA RESEARCH



2. Diciembre 2025

España

Las perspectivas son positivas, aunque persisten desafíos estructurales relevantes



(p): previsión.

Fuente: BBVA Research a partir de INE.



Previsión
revisada al alza



Previsión sin
cambios

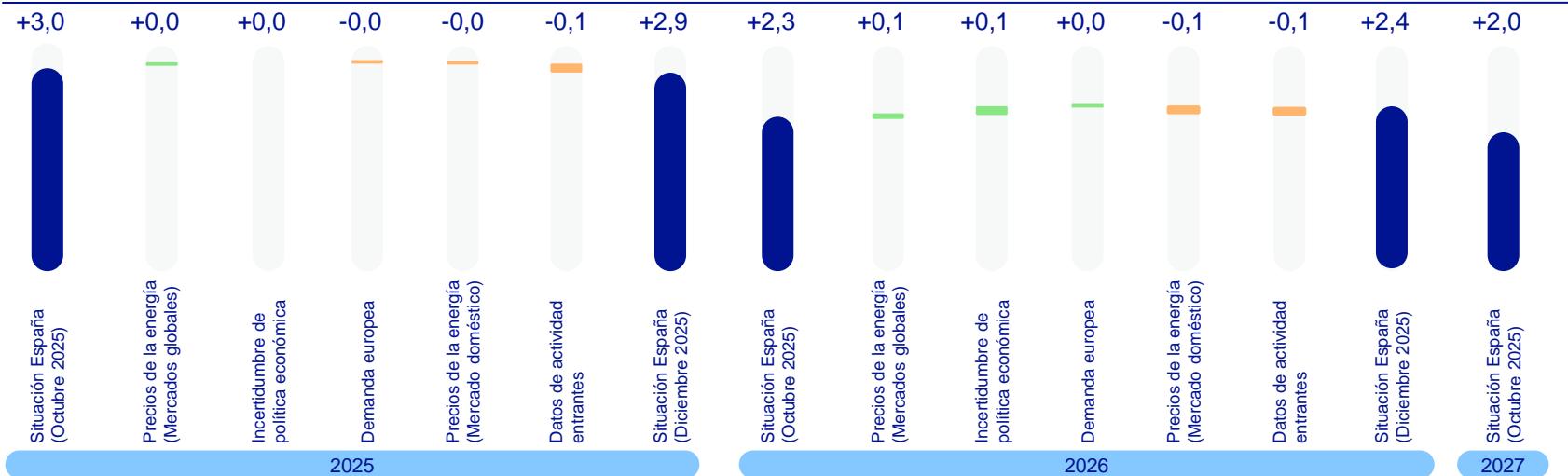


Previsión revisada
a la baja



Las perspectivas son positivas, aunque persisten desafíos estructurales relevantes

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



Fuente: BBVA Research a partir de INE

Respecto a las previsiones de octubre, la revisión es a la baja en 2025 (0,1 pp, principalmente por peores datos de PIB en 3T25) y al alza en 2026 (0,1 pp) por mejor PIB esperado en 4T25. El aumento en el coste de la electricidad se ve compensado por la reducción en la incertidumbre proveniente del exterior

El contexto es el de un crecimiento relativamente elevado

La economía es cada vez más dependiente de la demanda interna y de la creación de empleo

- Se espera que el incremento promedio del PIB este año se sitúe en el 2,9 %, **significativamente por encima de la media** de los últimos 30 años (2,1 %) y del crecimiento de la eurozona (1,4 %).
- **La demanda interna se beneficia** del avance consumo privado y de la inversión mientras que el 2025 marca el regreso a **contribuciones negativas de la demanda externa** al crecimiento.
- **La recuperación ha sido intensiva en la creación de empleo**, y es consistente con el escaso avance de la productividad y de los salarios reales.

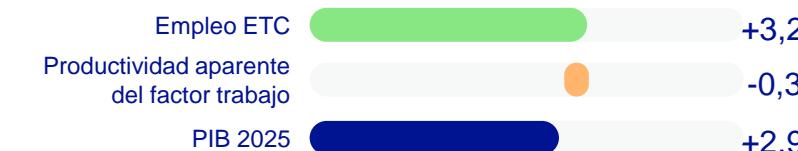
CONTRIBUCIONES AL CRECIMIENTO DEL PIB EN 2025

(PUNTOS PORCENTUALES)

COMPOSICIÓN DE LA DEMANDA



EMPLEO Y PRODUCTIVIDAD

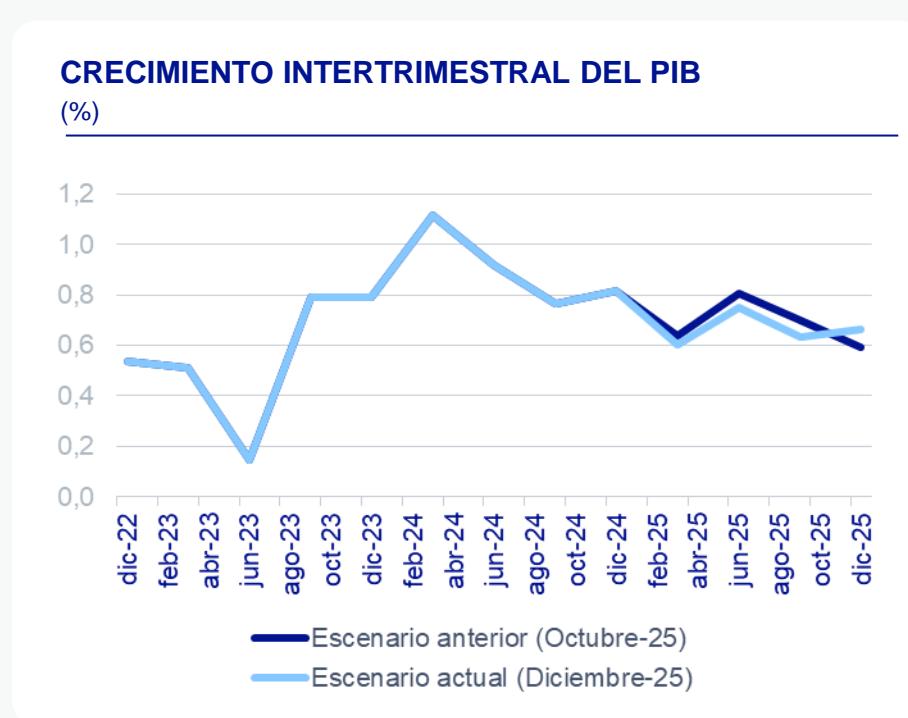


Fuente: BBVA Research a partir de INE

El contexto es el de un crecimiento relativamente elevado

El PIB podría aumentar un 0,7 % trimestral en el 4T25, por encima de lo observado en el 3T25

- La afiliación a la Seguridad Social apunta a una mayor creación de empleo en la última parte del año que en el 3T25.
- Se espera que la contribución de la demanda interna al crecimiento continúe siendo positiva en el 4T25, aunque menor que en el 3T25, y la de la demanda externa menos negativa.



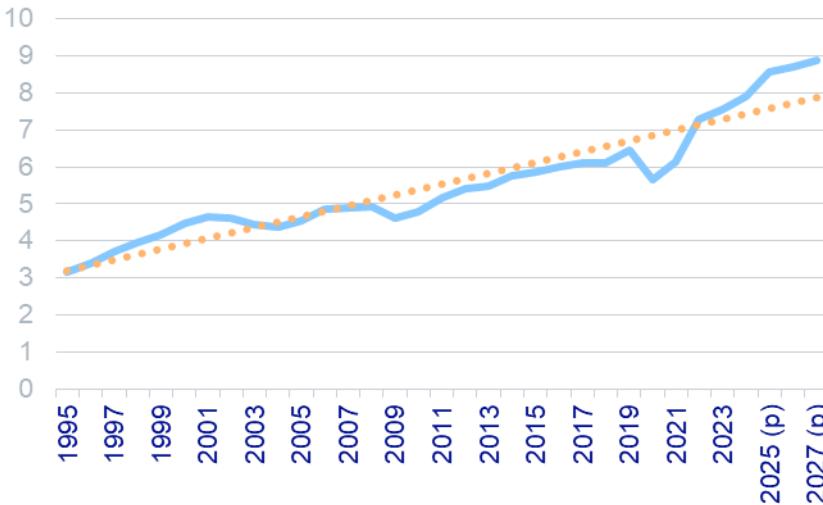
Fuente: BBVA Research a partir de INE

En 2026 y 2027 la expansión continuará

Las exportaciones de servicios tienen espacio para mantener un crecimiento elevado

- **Las restricciones de oferta** que pueden afectar a otros sectores (turismo) **serían menos rígidas**, al depender más de la adopción de nuevas tecnologías y de la digitalización y automatización de los procesos.
- **Los cambios en las formas de trabajo se han consolidado y se puede seguir ganando cuota de mercado.**

**EXPORTACIONES DE SERVICIOS NO TURÍSTICOS
(PORCENTAJE DEL PIB)**



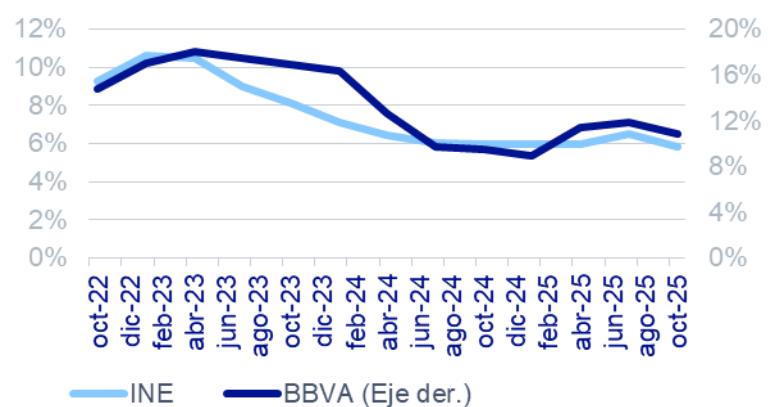
Fuente: BBVA Research a partir de INE

En 2026 y 2027 la expansión continuará

La fuerza de trabajo seguirá aumentando, en parte, gracias a la inmigración

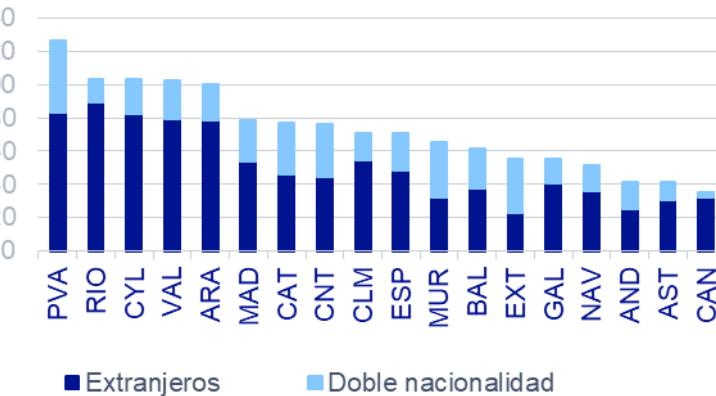
POBLACIÓN EXTRANJERA DE 20 AÑOS O MÁS

(VARIACIÓN INTERANUAL EN %)



CREACIÓN DE EMPLEO ENTRE 1-3T22 Y 1-3T25

QUE SE EXPLICA POR LA POBLACIÓN
EXTRANJERA Y CON DOBLE NACIONALIDAD (%)



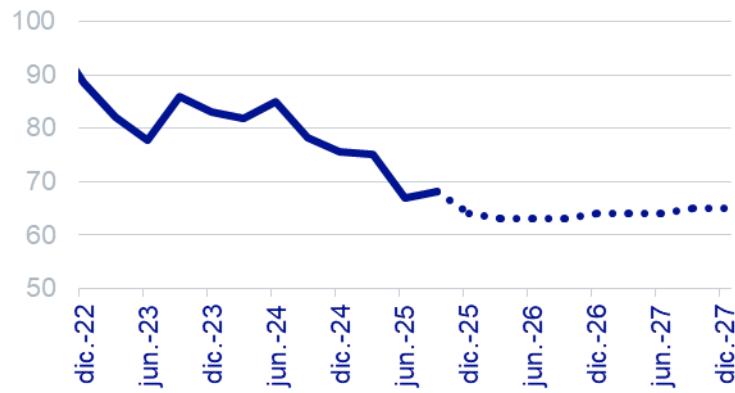
El indicador de BBVA se construye a partir del número de clientes con nacionalidad extranjera o doble nacionalidad. La nacionalidad se determina con el país de origen y el tipo de documento (DNI o NIE).
Fuente: BBVA Research con datos del INE y BBVA

Se espera que la población activa aumente en torno a 400.000 personas, tanto en 2026 como en 2027, en línea con lo observado en 2025. Esto permitirá que se creen alrededor de 480.000 puestos de trabajo en promedio anual durante los próximos dos años

En 2026 y 2027 la expansión continuará

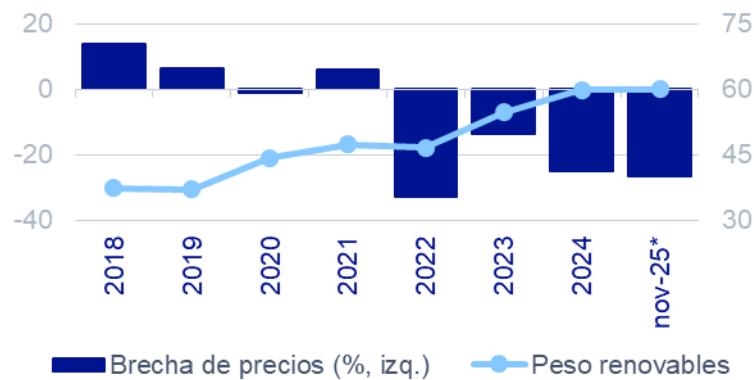
El coste del combustible y de la electricidad permanecerá relativamente bajo, contribuyendo a la competitividad de las empresas y a la recuperación del poder adquisitivo de los hogares

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



Fuente: BBVA Research

BRECHA DE PRECIOS DE LA ELECTRICIDAD MAYORISTA Y PESO DE LAS RENOVABLES (% RESPECTO A LA MEDIANA EUROPEA, IZDA.: %, DCHA.)



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

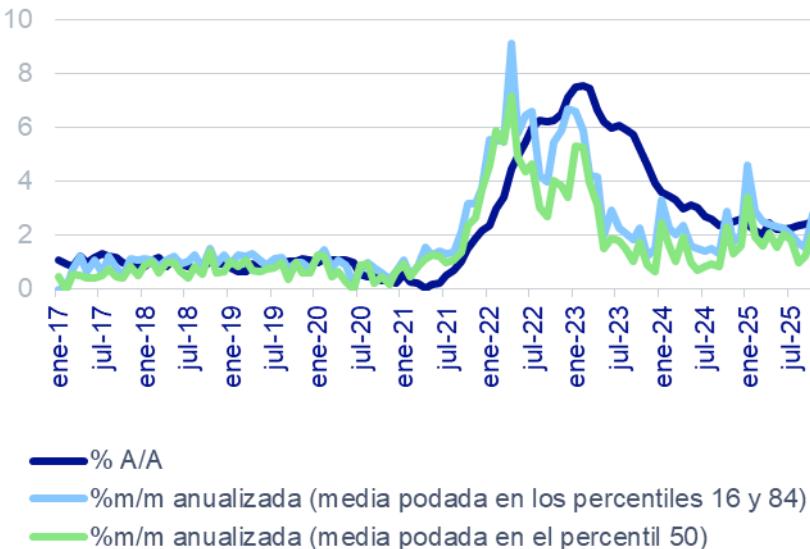
Se espera que el precio del petróleo se mantenga alrededor de los 65 dólares por barril, significativamente por debajo a lo observado durante 2023 y 2024. El precio de la electricidad en el mercado mayorista continúa más de un 20 % por debajo de lo que se paga en el resto de Europa

En 2026 y 2027 la expansión continuará

La inflación continuará su lento descenso (2,5 % y 2,2 % en 2026 y 2027, respectivamente), lo que facilitará la recuperación del poder adquisitivo de los salarios

- Además de las tendencias en el coste de la energía, **la apreciación del euro frente al dólar continuará** durante el próximo bienio (1,18 y 1,21 \$/€ en promedio anual para 2026 y 2027, respectivamente).
- **El aumento en el precio de las importaciones estará limitado** por la mala situación cíclica de la industria europea y la moderación de los costes salariales.
- Aunque durante los últimos meses la inflación en España se ha situado por encima de la observada en el conjunto de la eurozona, **los indicadores de tendencia**, que excluyen los componentes más volátiles, **son consistentes con la reducción a medio plazo hacia niveles cercanos al 2 %**.

MÉTRICAS ALTERNATIVAS DE INFLACIÓN TENDENCIAL (%)

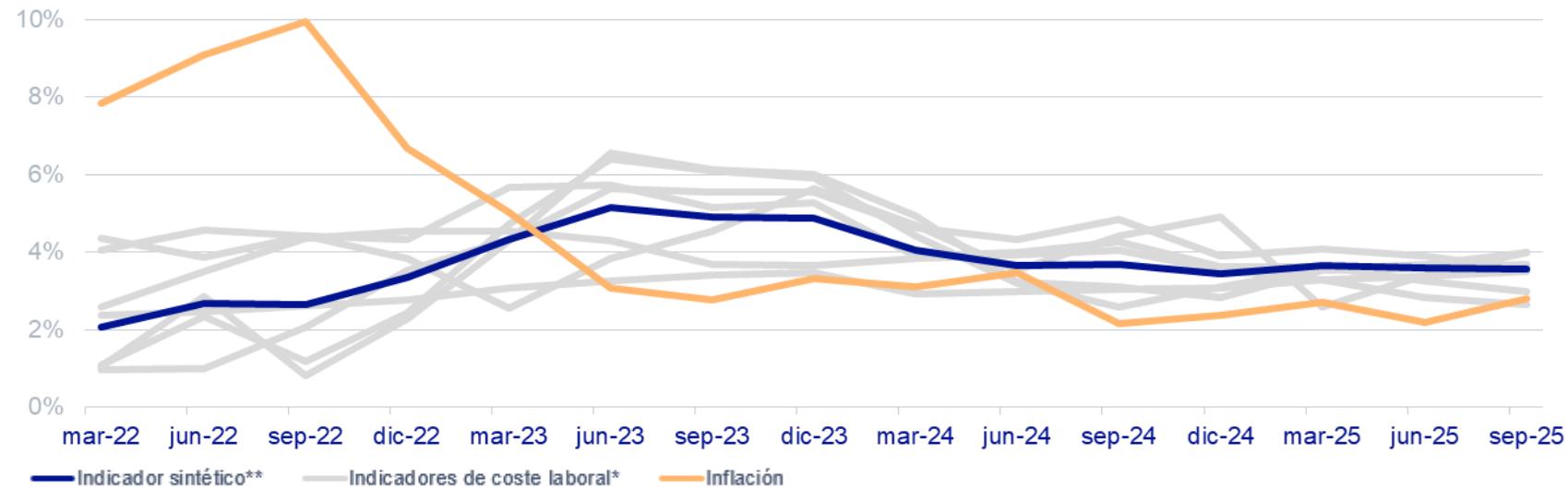


Fuente: BBVA Research a partir de INE

En 2026 y 2027 la expansión continuará

La progresiva mejora de la renta disponible de los hogares apoyará la recuperación del consumo privado

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.

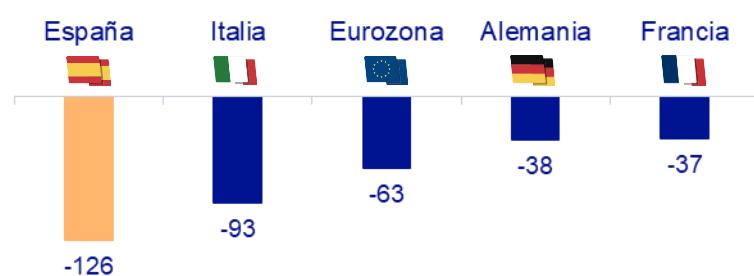
** Primer componente principal de las series de costes laborales unitarios, costes totales, salario pactado en convenio colectivo y retribución bruta por trabajador.

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

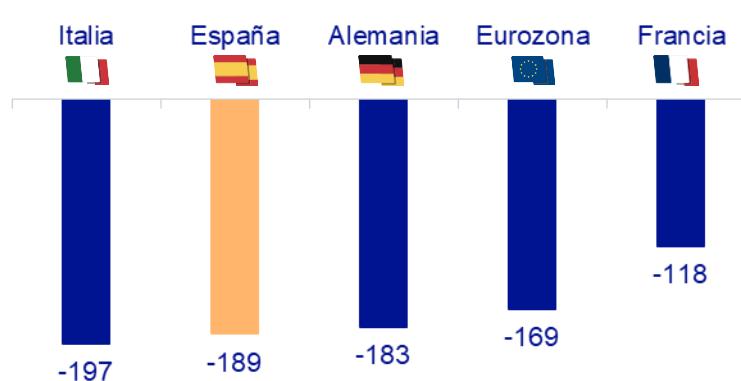
En 2026 y 2027 la expansión continuará

La política monetaria será expansiva, lo que junto a los balances saneados de las empresas, hogares y bancos impulsará la financiación

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

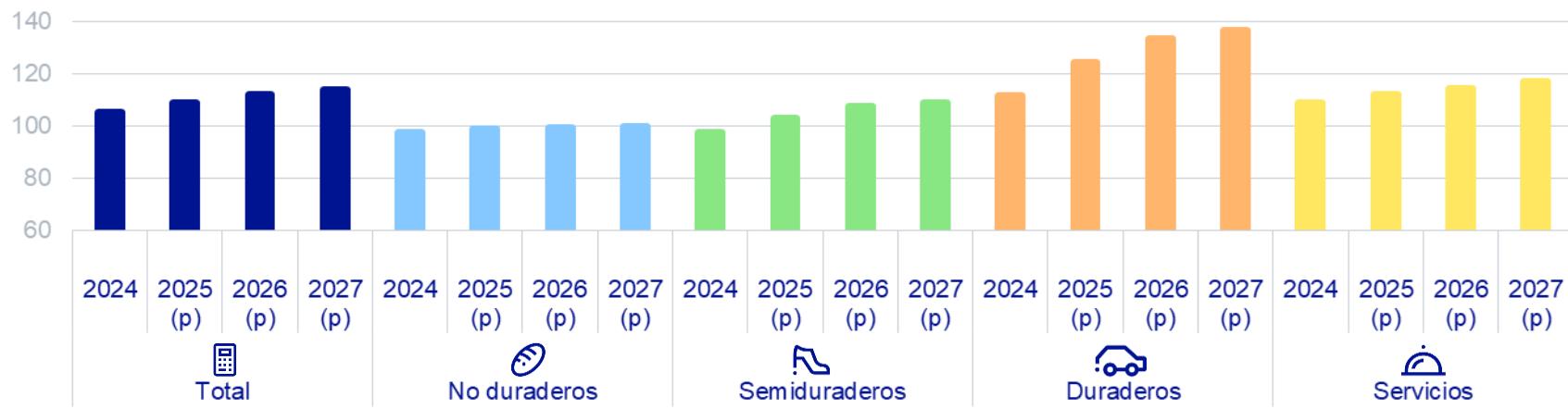
La fuerte caída del coste de financiación para hogares y empresas, junto con la expectativa de que ya no se reducirán más y el crecimiento que se espera del PIB en España, deberían estimular la financiación y apoyar una recuperación cíclica del consumo de bienes duraderos y de la inversión, sobre todo en sectores intensivos en el uso de capital

En 2026 y 2027 la expansión continuará

La progresiva mejora de la renta disponible de los hogares y el incremento de la financiación favorecerán el avance del consumo, sobre todo el de bienes duraderos

CONSUMO PRIVADO INTERIOR

(PROMEDIO 2019 = 100. TÉRMINOS REALES)



(p) Previsión.

Fuente: BBVA Research a partir de INE

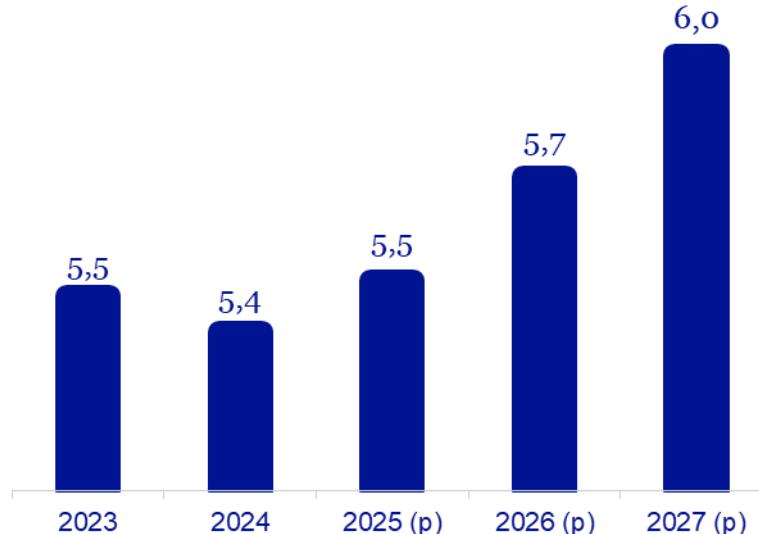
Un ejemplo son las ventas de automóviles que podrían superar 1.200.000 unidades, un nivel similar al observado en 2019

En 2026 y 2027 la expansión continuará

La inversión en vivienda se acelerará durante los próximos años apoyada por los vientos de cola que impulsarán la demanda

- **Las ventas de viviendas permanecerán prácticamente estables** en 2025 y 2026 en torno a las 725.000 unidades al año.
- **Un comportamiento que no responde a un debilitamiento de la demanda** —que sigue apoyada en unos fundamentales sólidos, como la buena evolución del empleo, la creación de hogares, la inmigración, el aumento de la remuneración por asalariado o la estabilidad de los tipos—, **sino a la falta de producto disponible y al consecuente encarecimiento de la vivienda**.
- **El avance que se observará en los márgenes de las empresas incentivará la iniciación de nueva vivienda** y se espera que los visados se incrementen entre un 10 y un 12 % en 2025 y en 2026, alcanzando entre 140.000 y 155.000 unidades al año.

INVERSIÓN EN VIVIENDA
(PORCENTAJE DEL PIB REAL)



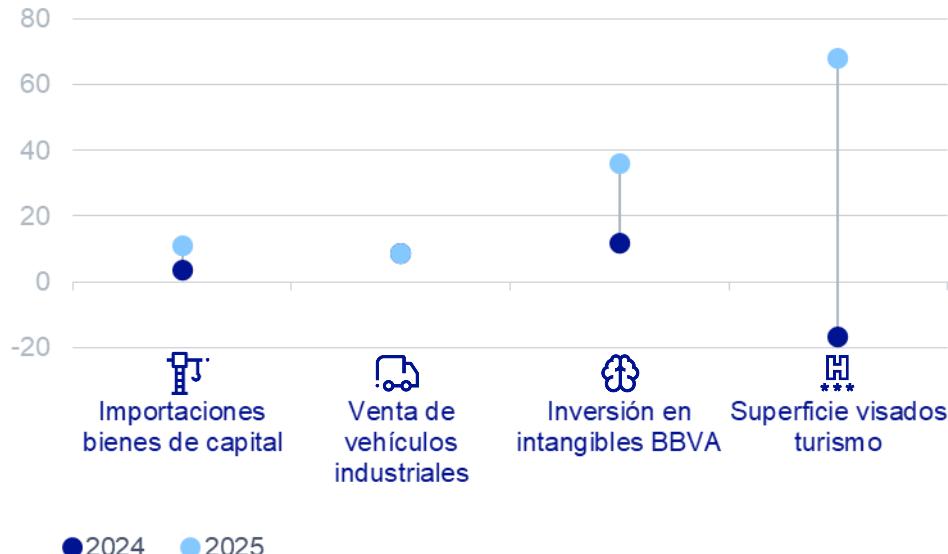
(p): previsión.
Fuente: BBVA Research a partir de INE

En 2026 y 2027 la expansión continuará

La caída del coste de financiación y las buenas expectativas de crecimiento de la demanda apoyarán el avance de la inversión

- La adquisición de capital parece estar acelerándose, como lo confirman indicadores relacionados con la compra de material de transporte, la importación de bienes de capital o la inversión en intangibles.

INDICADORES DE INVERSIÓN (CRECIMIENTO INTERANUAL)



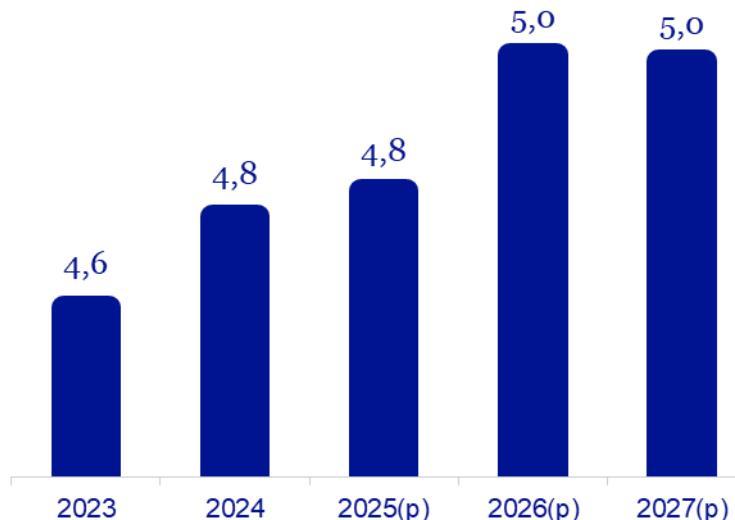
Nota: inversión en intangibles en nominales
Fuente: BBVA Research a partir de Datastream y MITMA

En 2026 y 2027 la expansión continuará

La aceleración de la ejecución de los fondos ligados al Mecanismo de Recuperación y Resiliencia y el incremento en el gasto en defensa apoyarán el avance de la demanda interna

- **Alcanzar el objetivo** de gastar la totalidad de los fondos asociados al MRR en el plazo establecido (antes de agosto de 2026) implicaría un **incremento de más del 60 % en la ejecución observada en 2025**, lo que podría llevar a que la inversión en construcción no residencial aumente un 6,7 % en 2026, casi el doble de lo que se incrementaría este año.
- Los compromisos adquiridos para mejorar la seguridad europea han traído una **avalancha de acuerdos en el Consejo de Ministros**: desde abril de este año se ha aprobado gastar casi 40.000 millones de euros en materia de defensa.

INVERSIÓN EN OTRAS CONSTRUCCIONES
(PORCENTAJE DEL PIB REAL)



Fuente: BBVA Research a partir de INE

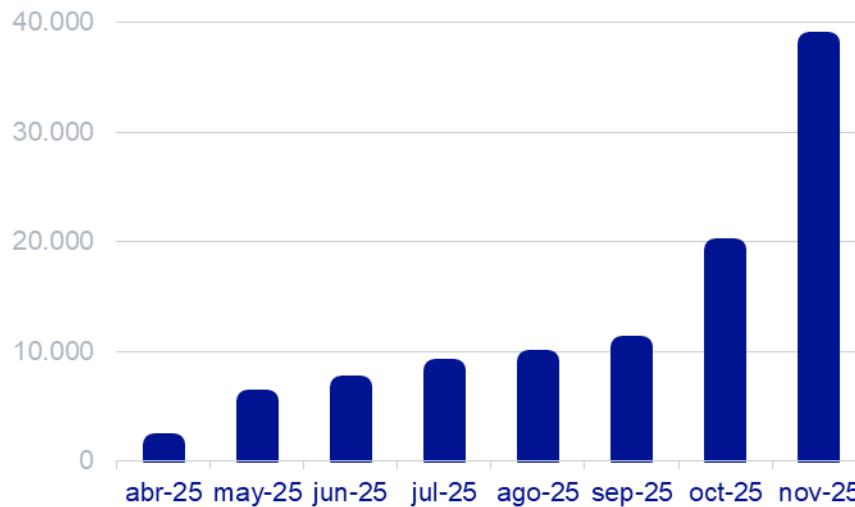


Factores que apoyarán la actividad económica

Los efectos multiplicadores del aumento del gasto en defensa dependen del momento del ciclo económico y del contenido importador de lo demandado

ACUERDOS DEL CONSEJO DE MINISTROS RELATIVOS AL GASTO EN DEFENSA

(SEGÚN EL PRESUPUESTO PREVISTO, ACUMULADO EN MILLONES DE EUROS)

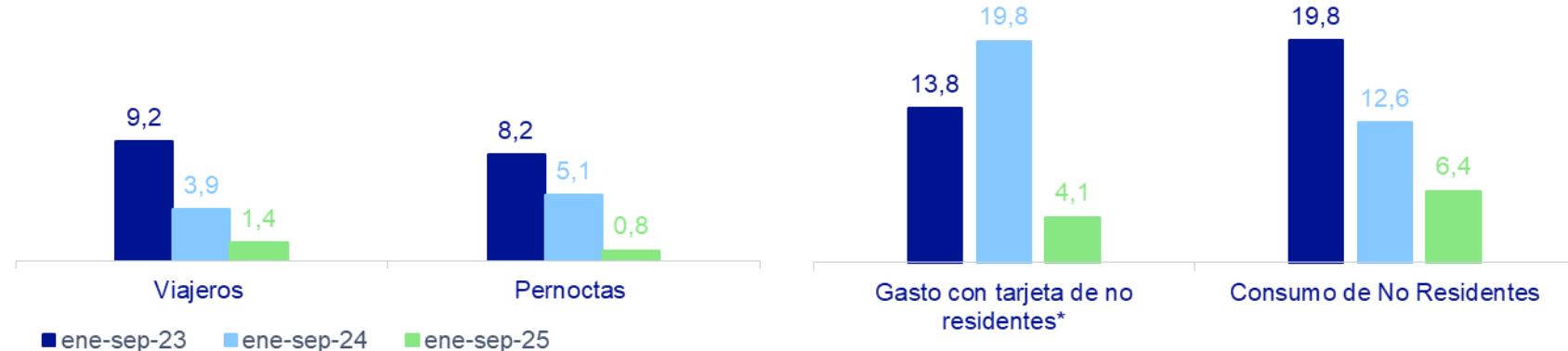


Vehículos ligeros
Telecomunicaciones
Operaciones mantenimiento de la paz
Helicópteros
Buques y fragatas
I+D
Aeronaves
Defensa y ciberseguridad
Armamento y munición
Infraestructuras
Satélites
Tanques

Hacia delante se observará una moderada desaceleración

Agotamiento de la contribución al crecimiento del turismo extranjero

VARIACIÓN ANUAL DE LOS VIAJEROS, PERNOCAS Y GASTO DE NO RESIDENTES (%)



*Datos brutos deflactados con el deflactor del consumo de no residentes en el territorio económico.

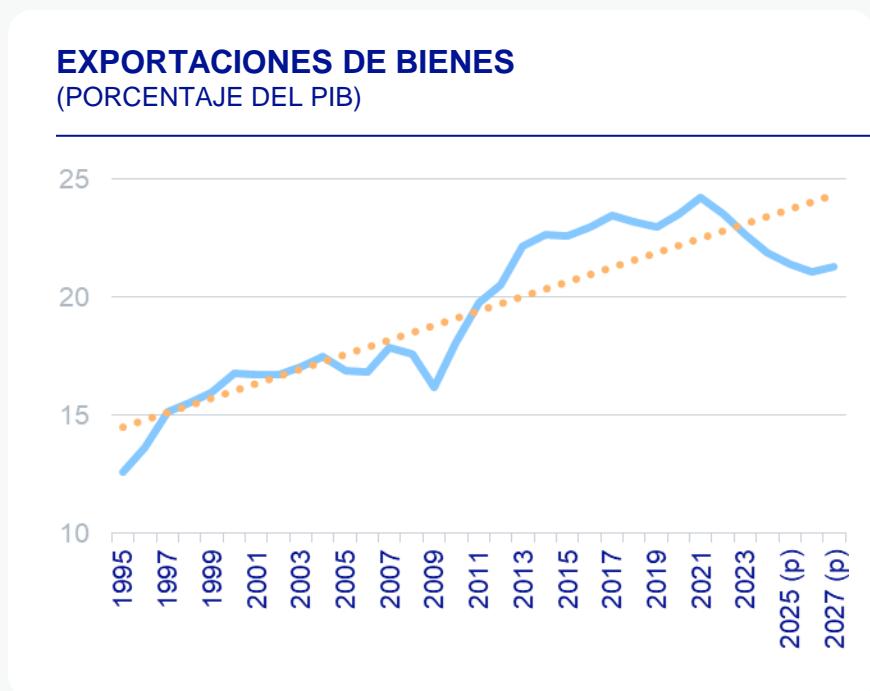
Fuente: BBVA Research a partir de INE y BBVA

El consumo de no residentes en 2025 se situará un 28 % por encima de los niveles de 2019. Sin embargo, se aprecia una desaceleración en marcha, con el gasto aguantando mejor. Esto parece estar asociado a un debilitamiento de la demanda en países de origen

Hacia delante se observará una moderada desaceleración

El aumento de los aranceles, la apreciación del euro y el estancamiento en la UE lastran el avance de las exportaciones de bienes

- **La pérdida de competitividad** observada por el incremento en los costes de exportación y la apreciación del euro frente al dólar podrían tener efectos más duraderos de los inicialmente estimados.
- **Se estima que sólo este último factor podría reducir el crecimiento de las exportaciones en alrededor de 2 pp** respecto al escenario donde se hubiese mantenido un tipo de cambio más cercano a la paridad.
- **Los aranceles han tenido consecuencias significativas** en las exportaciones a EE. UU. particularmente en bienes como el acero, la perfumería, el calzado, la cerámica o productos químicos, donde se han observado caídas importantes.



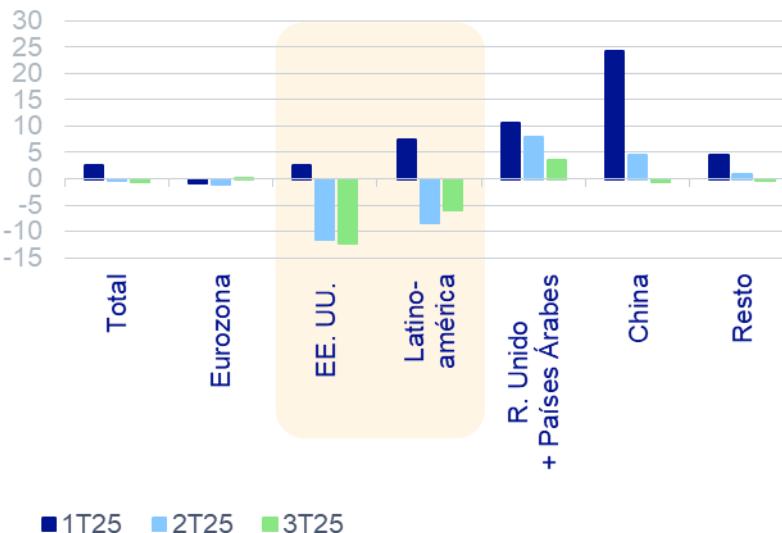
Fuente: BBVA Research a partir de DataComex

Hacia delante se observará una moderada desaceleración

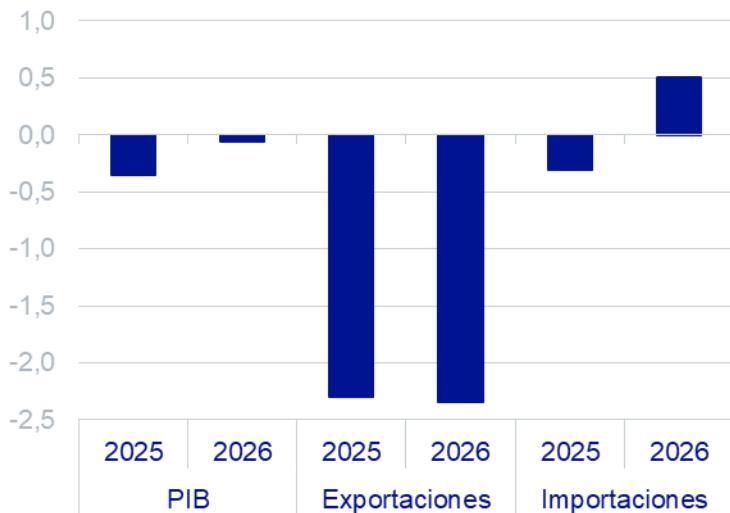
El aumento de los aranceles, la apreciación del euro y el estancamiento en la UE lastran el avance de las exportaciones de bienes

EXPORTACIONES ESPAÑOLAS DE BIENES

(VARIACIÓN INTERANUAL EN %)



IMPACTO DE LA APRECIACIÓN DEL EURO FRENTE AL DÓLAR (PUNTOS PORCENTUALES)



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

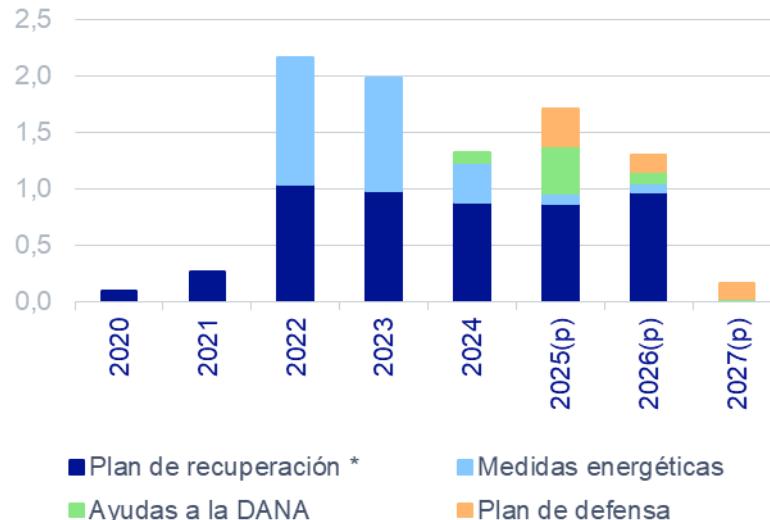
Hacia delante se observará una moderada desaceleración

La política fiscal irá cambiando de tono durante los próximos meses, volviéndose cada vez menos expansiva

- **Se irá agotando el estímulo** asociado a los recursos que fueron necesarios para apoyar a las personas y empresas afectadas **por la DANA**. Durante los últimos meses, el monto de las indemnizaciones y subsidios parece incrementarse sólo marginalmente y su impacto en la demanda irá decayendo.
- **Es posible que se observe un “efecto precipicio” como consecuencia del agotamiento de los fondos asociados al MRR.** Aunque muchos de los proyectos seguirán su curso durante los próximos años, la necesidad de realizar algunos gastos en la primera mitad de 2026 para cumplir con las fechas comprometidas puede traer volatilidad en la inversión y una caída intensa durante la segunda parte del año siguiente. Por último, el cumplimiento de las reglas fiscales debería intensificar estas tendencias.

IMPULSO FISCAL DISCRECIONAL

(% DEL PIB)



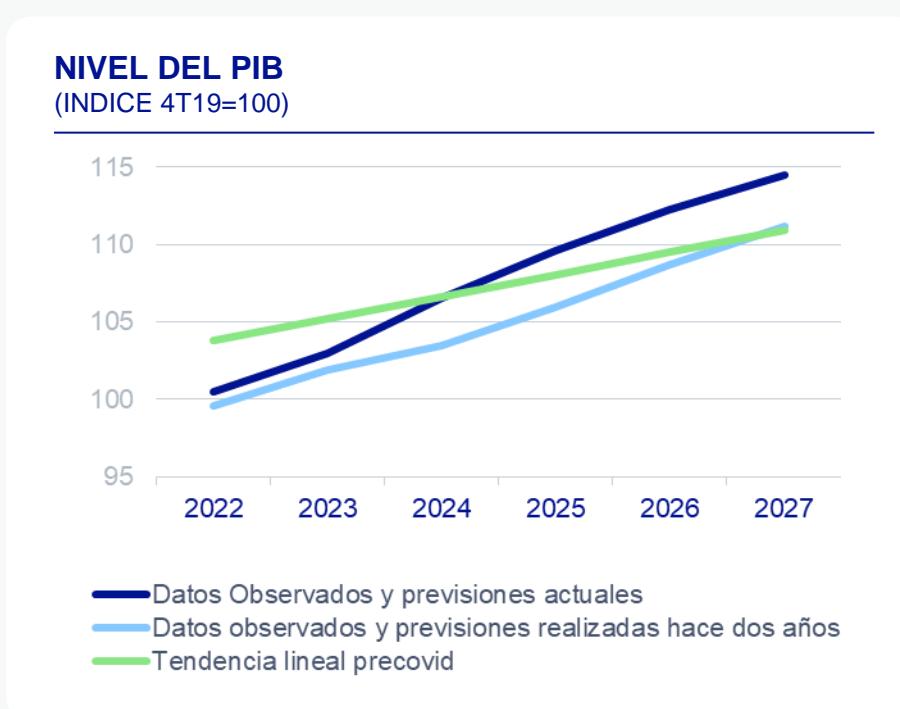
*: Se asume que se completan todas las inversiones financiadas con las transferencias del MRR hasta agosto de 2026.

Fuente: BBVA Research a partir de Ministerio de Hacienda, PLACSP, CCS y BDNS

Perspectivas son positivas, pero con retos estructurales

La revisión al alza en la serie de PIB y en la inversión muestran una mayor capacidad de crecimiento de la economía

- **La reciente revisión al alza en la serie del PIB** supone que la economía habría alcanzado ya el nivel de actividad que se hubiese producido de mantenerse el crecimiento tendencial desde 2019. Este último parece consistente con avances en torno al 2 %.
- **Mantener estos niveles dependerá de la capacidad para sostener los motores** que explican este crecimiento hasta ahora.



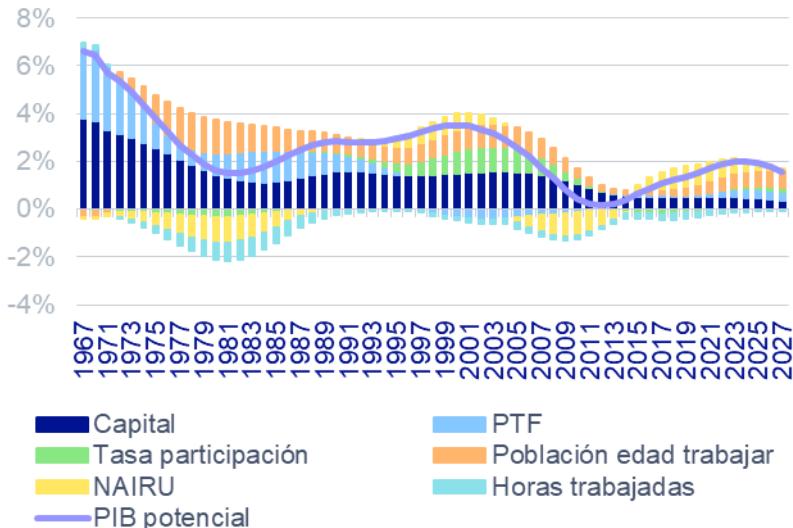
Fuente: BBVA Research a partir de INE

Perspectivas son positivas, pero con retos estructurales

La revisión al alza en la serie de PIB y en la inversión muestran una mayor capacidad de crecimiento de la economía

- Alrededor de la mitad del aumento en el producto se centra en una contribución positiva de la capacidad de creación de empleo.
- Las reformas introducidas en 2012 y 2022 han ayudado a disminuir la volatilidad del empleo.
- En todo caso, el mayor impulso a la capacidad de creación de puestos de trabajo viene del fuerte aumento que se ha producido en la población en edad de trabajar como consecuencia de la inmigración.

DESCOMPOSICIÓN DE LA VARIACIÓN DEL PIB POTENCIAL



Fuente: BBVA Research a partir de INE

Perspectivas son positivas, pero con retos estructurales

La revisión al alza en la serie de PIB y en la inversión muestran una mayor capacidad de crecimiento de la economía

- El otro fenómeno positivo destacable es el **avance de la productividad total de los factores (PTF)**.
- En un entorno de débil aumento en la productividad del empleo e incrementos decepcionantes en la inversión, **lo que se está produciendo es un aumento en la productividad del capital**.
- **El incremento que se está produciendo en la inversión en inteligencia artificial es una oportunidad para potenciar esta tendencia positiva en la PTF.**

CONTRIBUCIÓN DE LA IA AL CRECIMIENTO ANUAL DE LA PTF. ESCENARIOS A 5-10 AÑOS*

(RANGO EN PUNTOS PORCENTUALES)



*El rango de la contribución depende de los supuestos sobre: i) la exposición de cada ocupación a la IA y ii) las tasas de adopción de la IA por sector de actividad. Se excluyen los escenarios extremos.

**Promedio de Europa en Misch et al. (2025).

Fuente: BBVA Research a partir de Bergeaud (2024), Bergeaud et al. (2025) y Misch et al. (2025).

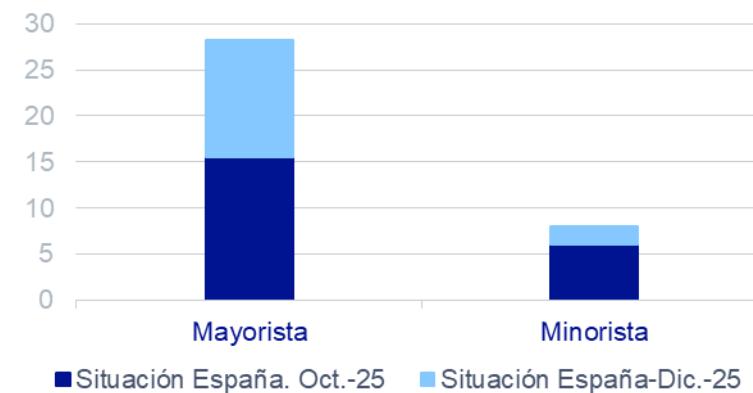
Perspectivas son positivas, pero con retos estructurales

Se observa el regreso de diferenciales de inflación desfavorables frente a los principales socios comerciales

DIFERENCIAL DE INFLACIÓN RESPECTO A LA UEM (PUNTOS PORCENTUALES)



AUMENTO DEL PRECIO DE LA ELECTRICIDAD DESDE ABRIL (DATOS CVEC, %)



Fuente: BBVA Research

Fuente: BBVA Research a partir de Red eléctrica e INE

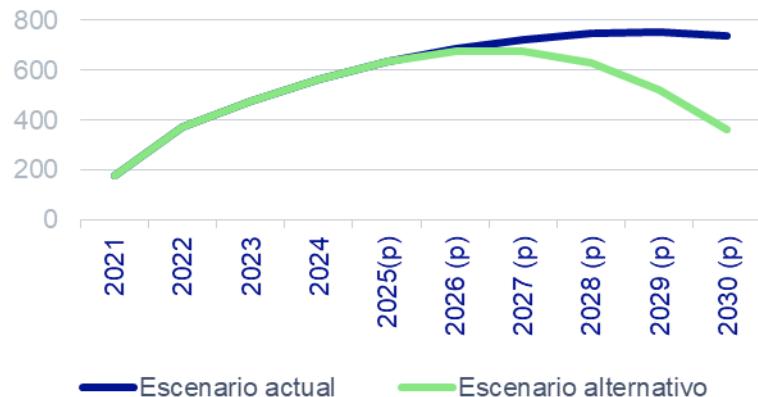
Desde abril, el IPC de la electricidad ha subido un 8,0 %. Aunque el repunte es mucho menor que el del mercado mayorista, se estima que puede restar algo más de una décima de crecimiento en 2025 y 2026

Perspectivas positivas, pero con retos estructurales

El mercado de la vivienda continuará siendo un cuello de botella y una fuente de tensión para mejorar el bienestar de la población

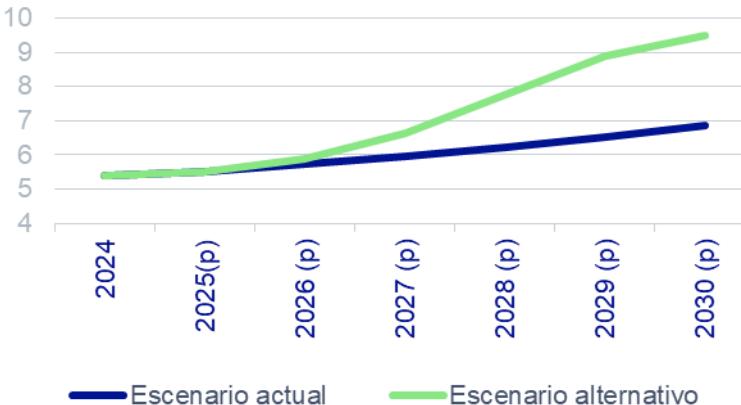
DÉFICIT DE VIVIENDA EN ESPAÑA

(MILES DE VIVIENDAS)



INVERSIÓN EN VIVIENDA

(% PIB REAL)



Escenario alternativo: necesario para reducir el déficit de vivienda en 2030 a la mitad.
Fuente: BBVA Research a partir de INE y MVAU

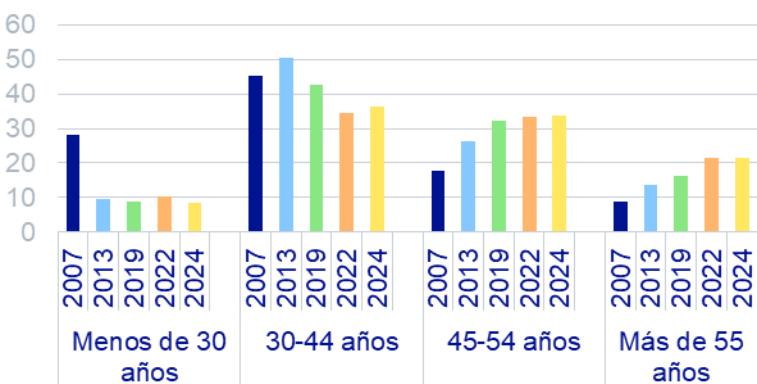
Escenario alternativo: necesario para reducir el déficit de vivienda en 2030 a la mitad.
Fuente: BBVA Research a partir de INE y MVAU

El escenario propuesto para reducir a la mitad el déficit de vivienda en 2030 (hasta las 370.000 viviendas) requeriría tasas de crecimiento de la inversión muy superiores (promedio del 15% entre 2027 y 2030). En % del PIB supone alcanzar el 10 % en 2030, próximo al máximo de 2007 (11,7 %)

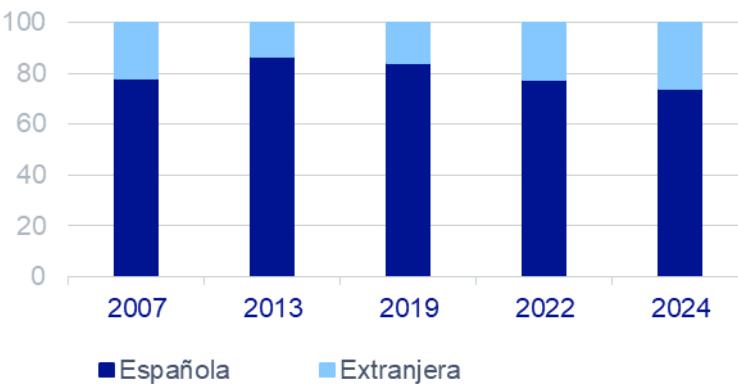
Perspectivas positivas, pero con retos estructurales

Hay una falta de mano de obra en algunos sectores y ocupaciones a pesar de la inmigración

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



NACIONALIDAD DE OCUPADOS EN LA CONSTRUCCIÓN (PORCENTAJE DEL TOTAL)



Fuente: BBVA Research a partir de INE (EPA)

Fuente: BBVA Research a partir de INE (EPA)

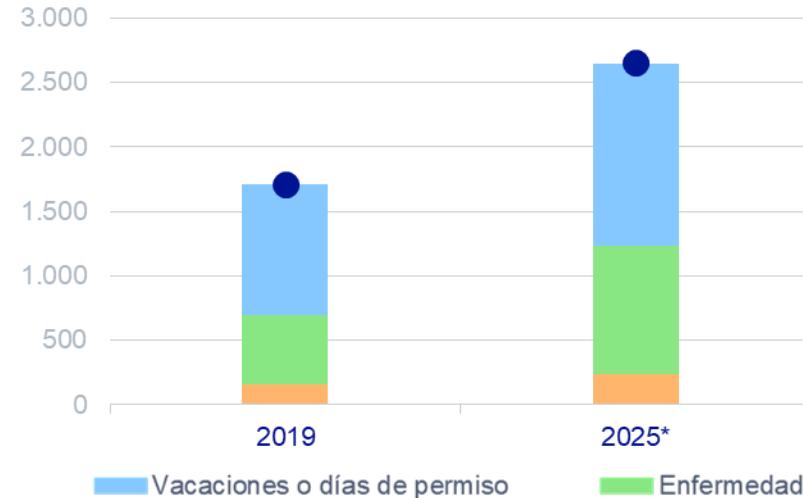
La escasez de mano de obra en la construcción afecta a todos los niveles (oficios, mandos medios, graduados universitarios) y es sintomático de la falta de encaje entre la demanda y oferta laboral en el conjunto de la economía española. La inmigración ayuda, pero no soluciona el problema

Perspectivas positivas, pero con retos estructurales

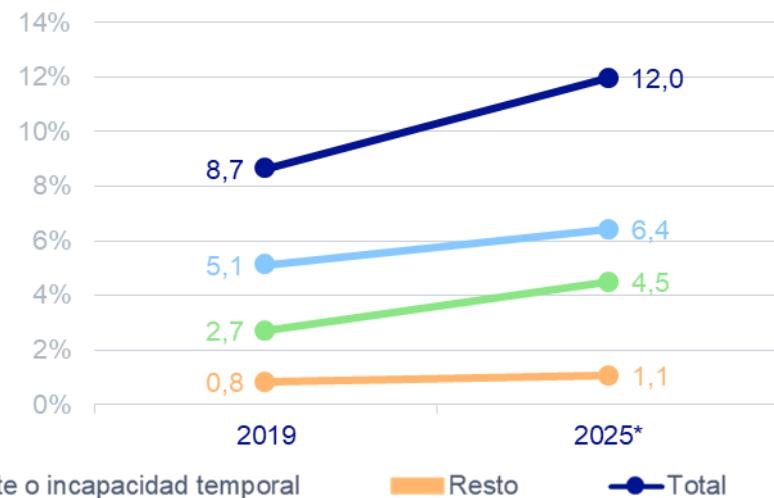
El número de personas que no trabajan se incrementa

OCUPADOS QUE NO TRABAJARON EN LA SEMANA DE REFERENCIA POR CAUSA

(MILES DE OCUPADOS. DATOS CVEC)



(PORCENTAJE DE OCUPADOS. DATOS CVEC)



*Promedio 1T25 - 3T25.

Fuente: BBVA Research a partir de INE

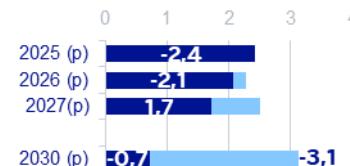
Perspectivas positivas, pero con retos estructurales

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



SITUACIÓN DE PARTIDA

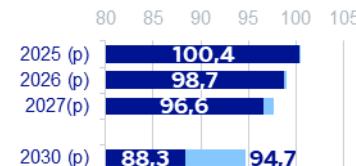
DÉFICIT PÚBLICO (% PIB)



■ Ajuste acumulado vinculado al cumplimiento de las reglas fiscales

Fuente: BBVA Research

DEUDA PÚBLICA (% PIB)



■ Menor deuda vinculada al cumplimiento de las reglas fiscales

Fuente: BBVA Research



REGLAS FISCALES

Elevado nivel de deuda, indefinición del ajuste fiscal y rigidez del gasto.

Ajuste promedio anual del saldo primario estructural de 0,4 pp del PIB.



ENVEJECIMIENTO

Aumento del gasto en pensiones, sanidad y cuidados.
+ 5 pp del PIB hasta 2070.



INVERSIÓN PÚBLICA

Se necesita impulsar la inversión de calidad: infraestructuras verdes o digitales, investigación y desarrollo, educación y sanidad, etc.



GASTO EN DEFENSA

Compromisos para incrementar el gasto en defensa.

Hasta el 3 % del PIB, en el Plan ReArm de la CE o del 5 % del PIB en la OTAN.

DESEQUILIBRIOS AUTONÓMICOS

Control de las posibles desviaciones fiscales de los gobiernos territoriales.

Condonación de la deuda autonómica.

Reforma del sistema de financiación autonómica.



REFORMAS ESTRUCTURALES

Dirigidas a incrementar la productividad, aumenten las bases fiscales y mejoren la eficiencia del gasto público.



FRAGMENTACIÓN PARLAMENTARIA

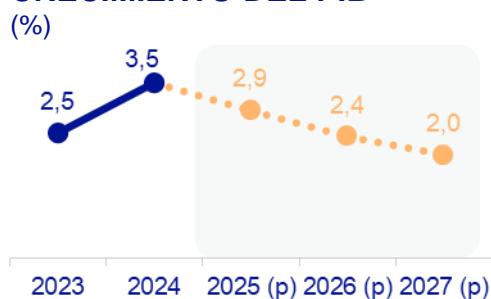
Dificultad para alcanzar acuerdos estables, retrasando la toma de decisiones clave para la sostenibilidad de las cuentas públicas.

3. Diciembre 2025

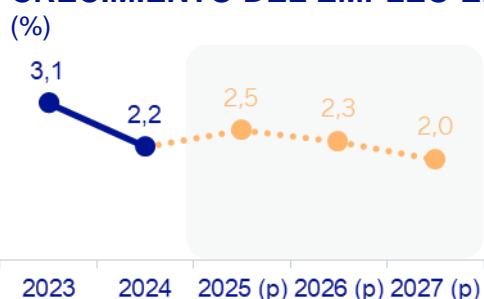
Previsiones

Previsiones

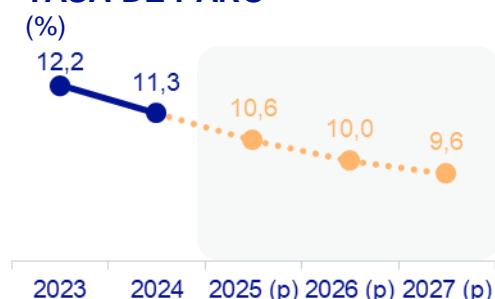
CRECIMIENTO DEL PIB (%)



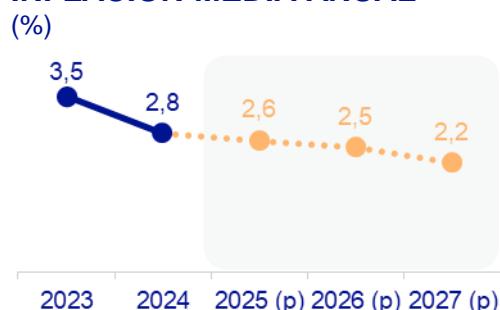
CRECIMIENTO DEL EMPLEO EPA (%)



TASA DE PARO (%)



INFLACIÓN MEDIA ANUAL (%)



DÉFICIT PÚBLICO



DEUDA PÚBLICA



(p): Previsión.

Fuente: BBVA Research a partir de INE y BdE

Previsiones

% a/a	2023	2024	2025 (p)	2026 (p)	2027 (p)
Gasto en consumo final nacional	2,5	3,0	3,0	2,7	1,9
Consumo privado	1,8	3,1	3,4	2,9	2,0
Consumo público	4,5	2,9	1,7	2,0	1,7
Formación bruta de capital fijo	5,9	3,6	5,6	6,4	5,1
Equipo y maquinaria	2,6	1,9	8,2	4,2	2,9
Construcción	5,5	4,0	4,3	6,3	4,3
Vivienda	0,8	2,1	4,8	6,2	6,4
Demanda interna*	1,6	3,3	3,4	3,4	2,5
Exportaciones	2,2	3,2	3,4	1,8	3,1
Exportaciones de bienes	-1,5	0,1	0,6	0,9	3,0
Exportaciones de servicios	11,3	9,8	9,0	3,3	3,2
Servicios no turísticos	6,6	8,1	11,6	3,9	4,1
Consumo final de no residentes en el territorio económico	19,1	12,4	5,2	2,3	1,8
Importaciones	0,0	2,9	5,5	5,0	4,7
Demanda externa*	0,9	0,2	-0,5	-1,0	-0,5
PIB real pm	2,5	3,5	2,9	2,4	2,0

*Contribución al crecimiento del PIB.

(p): Previsión.

Fuente: BBVA Research a partir de INE y BdE

Previsiones

% a/a	2023	2024	2025 (p)	2026 (p)	2027 (p)
Empleo CNTR (equivalente a tiempo completo)	3,6	2,8	3,2	2,4	1,7
Empleo, EPA	3,1	2,2	2,5	2,3	2,0
Tasa de paro (% población activa)	12,2	11,3	10,6	10,0	9,6
IPC (media anual)	3,5	2,8	2,6	2,5	2,2
Deflactor del PIB	6,4	3,0	2,4	2,1	2,0
Déficit Público (% PIB)	-3,4	-3,2	-2,4	-2,1	-1,7
Deuda Pública (% PIB)	105,2	101,7	100,4	98,7	96,6

(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.bbvareresearch.com.

