

Situación España

Marzo 2026

Situación y perspectivas de la economía española

Resumen

El crecimiento del PIB se habría situado en el 2,8 % en 2025 (0,1 pp menos de lo esperado hace tres meses), mientras que en 2026 y 2027 se prevé que la expansión continúe con aumentos del 2,4 % y 2,4 % (0,0 pp y 0,3 pp más, respectivamente, que en diciembre).¹ El contexto actual es el de un crecimiento todavía elevado, con datos que mejoran lo previsto. Sin embargo, el reciente aumento en los costes de transporte y de la energía relacionado con las tensiones geopolíticas, junto con el incremento en la incertidumbre sobre la política comercial de EE. UU., impide subir la previsión de crecimiento para 2026. En la medida en que esta última situación sea temporal y tenga un impacto acotado, la recuperación podría continuar a un ritmo sólido.

La actividad y el empleo sorprendieron al alza en el 4T25: el PIB creció un 0,8 % t/t, llevando el avance promedio de 2025 al 2,8 % a/a. Los datos más recientes apuntan a una ligera moderación en la creación de puestos de trabajo en el 1T26, pero la previsión en tiempo real para el avance del PIB (0,7 % t/t) aún supera a la publicada en el escenario de diciembre. Las lluvias intensas e inundaciones registradas en los dos primeros meses del año han tenido un impacto negativo, pero temporal en el gasto.

Varios factores podrían afectar negativamente al crecimiento en el 2T26 e incrementar la inflación. El ataque de EE. UU. e Israel a Irán es un choque geopolítico que tendrá efectos económicos significativos en la región, donde el principal canal de transmisión será a través de los precios del petróleo y del gas. A esto hay que añadir los cambios en los aranceles impuestos por EE. UU. a sus importaciones.

Hacia adelante, en la medida en que el conflicto tenga efectos acotados y temporales, la recuperación de la economía podría volver a tomar fuerza en el segundo semestre del año. El consumo de no residentes podría verse beneficiado por las tensiones geopolíticas. Las ventas de servicios no turísticos a otros países aún disponen de espacio para crecer por encima del PIB. La fuerza de trabajo seguirá aumentando gracias a la inmigración y al incremento de la participación. La regularización extraordinaria podría afectar a 550 000 personas ocupadas de nacionalidad extracomunitaria y, aunque la incertidumbre es elevada, tener efectos positivos y moderados sobre las horas trabajadas, los precios y el PIB. La demanda interna continuará apoyada por las políticas públicas: unos tipos de interés reducidos impulsarán tanto al consumo como a la inversión. La inercia del gasto y la falta de presupuestos apuntan a que la política fiscal tendrá un tono más expansivo de lo previsto ante la posibilidad de que se incumplan las reglas fiscales.

1: Véase Situación España. Diciembre 2025. BBVA Research.

En resumen, el crecimiento permanecerá elevado, aunque la incertidumbre ha aumentado y persisten retos importantes. Mantener el paso requerirá de medidas que promuevan un entorno propicio para la inversión, particularmente en sectores clave (vivienda, energía); que sostengan la creación de empleo (aumentando la tasa de participación, reduciendo el desempleo estructural, promoviendo una política de inmigración adecuada) y que impulsen mejoras en la productividad.

Los datos de actividad muestran un crecimiento todavía significativo y mayor de lo previsto

Las revisiones estadísticas explican una menor estimación de crecimiento del PIB para 2025. En concreto, el INE ha corregido a la baja el incremento del PIB en volumen en el 1T25 (-0,1 pp). Esta revisión explica la discrepancia entre el aumento medio anual de 2025 (2,8 %) y la previsión central de BBVA Research (2,9 %) publicada en la anterior edición de esta publicación.

Por el contrario, el avance en el 4T25 (0,8 % trimestral) fue mayor de lo esperado (0,7 %), con una fuerte contribución de la inversión. Este registro supone una aceleración de dos décimas respecto a lo observado en el trimestre anterior (0,6 %), que sesgaría al alza la previsión de crecimiento para 2026. La moderación prevista en la contribución de la demanda interna no ha sido tan intensa, principalmente por el buen comportamiento del consumo privado (1,0 %, BBVA Research: 0,8 %) y de la formación bruta de capital fijo, que igualó el elevado aumento del trimestre anterior (2,2 %, BBVA Research: 0,8 %). El avance por componentes de esta última fue casi generalizado. Por su parte, la demanda externa recuperó tracción de forma inesperada, con un incremento intertrimestral de las exportaciones totales del 0,8 %. Este crecimiento fue impulsado principalmente por los servicios (2,3 % t/t frente al 0,4 % esperado por BBVA Research), tanto los turísticos como el resto. Todo lo anterior a pesar del mal comportamiento del consumo público y de la atonía en el avance de las exportaciones de bienes.²

Los datos más recientes apuntan a un crecimiento del PIB del 0,7 % t/t en el 1T26 que supera al publicado en el escenario de diciembre (0,6 %), aunque el sesgo sobre esta estimación es a la baja. Por un lado, se observa un debilitamiento en la creación de empleo. La afiliación a la Seguridad Social podría aumentar un 0,5 % t/t entre enero y marzo, su menor avance desde el 2T24. En ausencia de cambios en la evolución de la productividad, esto podría llevar a una desaceleración en el 1T26. Por otro lado, las interrupciones ferroviarias y, sobre todo, las lluvias e inundaciones, particularmente en Andalucía, habrían afectado a las decisiones de gasto de familias, empresas y turistas, y a los flujos comerciales. En todo caso, la información en tiempo real del gasto con tarjeta de clientes y no clientes de BBVA apunta a que el impacto habría sido temporal y limitado.³

2: Véase [España | El PIB creció el 0,8% t/t en el 4T y cerró el 2025 con un avance del 2,8%. BBVA Research.](#)

3: Véase [España | El gasto en Andalucía continúa mejorando. BBVA Research, BBVA Research.](#)

Las tensiones geopolíticas y la incertidumbre sobre la política comercial de EE. UU. podrían reducir el crecimiento y aumentar la inflación

El ataque de EE. UU. e Israel a Irán es un choque geopolítico que tendrá efectos económicos significativos en la región, pero menores en la economía global. El principal canal de transmisión será el energético, vía presiones al alza en los precios del petróleo y del gas. El efecto seguramente será más relevante en inflación que en crecimiento. No obstante, habrá que vigilar muy de cerca el canal financiero global. El punto crítico económico es el estrecho de Ormuz: el tráfico marítimo se ha frenado drásticamente por cancelaciones y encarecimiento de seguros, que suben los costes de transporte y la prima de riesgo. Por esta ruta pasa aproximadamente el 30 % del crudo transportado por mar y el 20 % del gas natural licuado mundial. Su principal destino es Asia, pero también Europa.

El impacto será tanto mayor cuanto más se extienda el conflicto en el tiempo y destruya más infraestructuras. No solo por la persistencia de precios elevados del petróleo y del gas, sino porque puede afectar a las cadenas globales de producción, incrementar la volatilidad en los mercados financieros y terminar deteriorando la confianza de empresas y familias. Por ahora, la reacción del mercado no muestra pánico, pero sí una creciente preocupación por la elevada incertidumbre asociada al escenario que hoy se considera más probable: un evento de duración relativamente corta. En esta publicación se asume que el conflicto se extendería solo unas semanas, y que después del repunte en el coste del combustible, los precios se ajustarían progresivamente para converger a los niveles que se preveían hace tres meses. Esto implica alcanzar precios del petróleo de 74 dólares por barril, en promedio, durante el segundo trimestre para luego bajar y registrar un promedio de 68,8 dólares en promedio durante 2026 y de 63,3 dólares en 2027. En todo caso, no se pueden descartar escenarios más negativos, donde la guerra se prolongue, con efectos intensos sobre el precio de los combustibles fósiles.

La incertidumbre en torno a la política comercial de EE. UU. ha vuelto a aumentar, lo que continuará afectando a los sectores, regiones y empresas más expuestos a la demanda estadounidense. De acuerdo a las estimaciones de BBVA Research, tras la anulación de los aranceles recíprocos por parte del Tribunal Supremo de Justicia y el inmediato anuncio de la imposición de gravámenes del 15 % a las importaciones, el arancel medio estatutario de EE. UU. disminuiría en torno a 2,5 puntos porcentuales. Esto, en caso de que los acuerdos comerciales anunciados en meses recientes ya no fueran válidos, lo que beneficiaría a países como Brasil, China, Indonesia o Vietnam. Por su parte, Reino Unido (6,0 pp), Japón (3,5 pp), Alemania (2,9 pp), Italia (2,1), la UE en su conjunto (1,7 pp) y España (1,2 pp) se verían negativamente afectados. En el caso español, el arancel promedio podría llegar a situarse hasta 12 pp por encima de lo observado hace un año. De momento, esta volatilidad y el incremento de los costes de exportación a EE. UU. han provocado una caída del 11 % en las ventas de bienes a ese país entre abril y diciembre de 2025, en comparación con el mismo período del año anterior.

En este escenario, el crecimiento global se mantendría alrededor del 3 %, y el de la Eurozona se situaría en el 1,1 % en 2026 y en el 1,4 % en 2027 (0,0 y 0,1 pp más que en la previsión de diciembre). Si bien el continente es una de las regiones más vulnerables, dada su dependencia de las importaciones de petróleo y gas y el previsible encarecimiento del coste de comerciar con EE. UU., hay factores que pueden actuar de contrapeso y que, en ausencia de estos últimos acontecimientos, habrían permitido una mejora de las previsiones. Los datos conocidos en los últimos meses muestran un comportamiento más positivo de la actividad en Europa. El consumo privado continúa siendo el principal motor del crecimiento gracias a un mercado laboral resiliente y a aumentos de la renta en términos reales. A esto se ha unido la creciente evidencia de que el incremento del gasto público, particularmente en Alemania y relacionado con la defensa, está comenzando a tener efectos sobre el sector manufacturero. Asimismo, el retraso con el que actúa la política monetaria implica que, tras la estabilización de los tipos de interés en niveles bajos durante la segunda parte del 2025, el estímulo asociado podría haber comenzado a notarse y a interactuar con el impulso fiscal. A estos factores se suman unas perspectivas más favorables sobre el posible impacto que puede tener el aumento de la inversión relacionada con la Inteligencia Artificial (IA).

En España, se estima que el incremento en los precios del petróleo y del gas asociado al conflicto geopolítico más reciente reste alrededor de 0,2 pp al crecimiento del PIB en 2026 y aumente 0,3 pp la inflación promedio. Como ya se ha comentado, este escenario de impacto contenido es congruente con un conflicto militar de breve duración y, por lo tanto, de una disrupción limitada en la provisión de combustible. El mercado se encuentra en una situación de sobreoferta y se han acumulado inventarios, adelantando el bloqueo del estrecho de Ormuz. Además, la significativa apreciación del euro frente al dólar observada durante el último año sirve para contener el deterioro en el poder de compra de familias y empresas. Estas últimas podrían absorber en márgenes los aumentos en costes siempre y cuando se consolide la percepción de temporalidad del *shock*. Finalmente, unos tipos de interés reducidos y la disponibilidad de crédito permitirían que la financiación pudiera servir de puente desde la situación actual hasta una más benigna.

La inflación podría situarse en el 2,9 % en 2026 (0,4 pp más que en diciembre) y caer al 2,0 % (-0,2 pp) en 2027. A corto plazo, la tendencia que venían presentando los precios en el IPC era algo más fuerte de lo que se anticipaba, a lo que se añaden los efectos ya explicados del aumento en el coste del combustible. Aunque el impacto neto en la producción y en el consumo será negativo, en la medida en que los hogares se vayan sintiendo más seguros sobre la posibilidad de que el *shock* revierta, el impacto en el gasto puede ser puntual. En todo caso, la mayor inflación demorará la recuperación del poder adquisitivo de los salarios y, por tanto, de la renta.

En 2026 y 2027 la expansión continuará, con un crecimiento del PIB del 2,4 % en ambos años

El consumo de no residentes muestra resiliencia y podría verse positivamente afectado como consecuencia de las tensiones geopolíticas (4,5 % en 2026 y 2,5 % en 2027). La evolución reciente del gasto por parte de extranjeros en España ha sido más favorable de lo esperado, incluso sufriendo una climatología adversa y dados los problemas en el transporte. El sector turístico continúa mostrando capacidad para absorber viajeros, en parte como consecuencia del aumento de la inversión en el sector, la mejora de la productividad (favorecida por la desestacionalización) y la inmigración. A esto se añade ahora el conflicto militar en Oriente Medio, que puede desincentivar los viajes a los países afectados, pero también a zonas turísticas cercanas, como aquellas situadas en el este del Mediterráneo. En el pasado, episodios como la Primavera Árabe o atentados terroristas han provocado redireccionamientos de viajeros que han beneficiado a España.⁴

Las exportaciones de servicios no turísticos tienen potencial para continuar aumentando por encima del PIB (4,9 y 4,4 %, en 2026 y 2027, respectivamente). Su evolución reciente las consolida como el componente más dinámico del sector exterior en España. Después de recuperar el nivel prepandemia a finales de 2021, han registrado un crecimiento promedio anual del 12,8 % entre 2022 y 2025. Además, la composición refleja un desplazamiento hacia actividades intensivas en conocimiento. El avance está liderado por los servicios empresariales, las tecnologías de la información y la comunicación y la ingeniería. Geográficamente, la demanda muestra una concentración estratégica. La Unión Europea se mantiene como el mercado principal, explicando más del 60 % del crecimiento reciente. Simultáneamente, EE. UU. emerge como el principal destino extracomunitario, impulsado en parte por la actividad de sus filiales en España. Finalmente, varias ventajas competitivas como la infraestructura digital y factores diferenciales como la inmigración apuntan a que esta dinámica continuará.⁵

La regularización extraordinaria podría afectar a 550 000 personas ocupadas de nacionalidad extracomunitaria. La población trabajadora no comunitaria en situación irregular, aproximada por la diferencia entre el número de personas ocupadas de nacionalidad extracomunitaria en la Encuesta de Población Activa y el de ocupadas no afiliadas a la Seguridad Social, se ha duplicado desde 2021 hasta superar las 500 000 personas. Este empleo irregular se concentra en la población trabajadora de Centro y Sudamérica, y es mayor entre las mujeres y en sectores intensivos en mano de obra no UE, como actividades del hogar, hostelería, manufacturas y construcción. Cataluña y Comunidad de Madrid han ganado peso en la distribución de la población ocupada en situación irregular hasta representar la mitad en 2024.⁶

4: Véase [¿Afectan las tensiones geopolíticas en mercados competidores al turismo español?. BBVA Research \(2016\).](#)

5: Véase [Evolución reciente de las exportaciones españolas de servicios no turísticos. BBVA Research \(2026\).](#)

6: Véase [España | Observatorio Trimestral del Mercado de Trabajo 4T2025. BBVA Research \(2026\).](#)

La regularización tendrá un impacto positivo sobre la afiliación y las cotizaciones a la Seguridad Social, y podría impulsar la creación de empleo, los precios y el PIB. Esto es lo que muestran la investigación disponible sobre el efecto de eventos similares, como el de 2005.⁷ Algunas condiciones que se dieron entonces y que no se dan ahora podrían limitar las repercusiones a corto plazo sobre el empleo, como la necesidad de tener un contrato o el incremento en las inspecciones para reducir la informalidad en los meses posteriores a la regularización. El impacto sobre el PIB estará condicionado por el hecho de que muchos de estos trabajadores ya estaban contabilizados dentro de la fuerza de trabajo. Las estimaciones de BBVA Research apuntan a que el efecto sobre la actividad será moderado (alrededor de 0,5 pp en PIB e inflación, distribuido durante los próximos trimestres), sin poderse descartar que incluso no lo haya.⁸ Eso sí, la transición hacia empleos en el sector formal supondrá una mejora de la recaudación tributaria. Las consecuencias sobre los salarios son algo más inciertas y dependerán tanto de la productividad del empleo creado como de la complementariedad entre la fuerza laboral que se incorpore y la que ya se encuentra en situación regular. Si bien algunos de los beneficios serán evidentes a corto plazo, sería recomendable acompañar el proceso con políticas que aliviarán algunos de los costes, tanto en el mercado laboral como en la utilización de servicios públicos.

La mejora de los fundamentos del consumo privado (2,8 % en 2026 y 2,2 % en 2027) es generalizada, en buena medida por un mercado laboral favorable. Se espera que la renta bruta de las familias aumente alrededor de 2 pp por encima de la inflación, en promedio, durante los próximos dos años. Este es un avance 0,5 pp superior al que se registró, en media, durante los últimos 25 años, y llevaría a este indicador a situarse casi un 15 % por encima de los niveles de 2019. Esto sería posible gracias al incremento del empleo: en el conjunto de 2026 y 2027 se podrían crear más de un millón de puestos de trabajo (546 000 y 507 000, respectivamente). Menos significativa está siendo la mejora de los salarios que, sin embargo, vienen creciendo consistentemente por encima de la inflación. El aumento en el precio de la vivienda es, por el momento, más un impulsor del gasto que un lastre. La mayor parte de la riqueza de los españoles se encuentra en activos inmobiliarios, lo que hace que el tensionamiento que se observa en este mercado mejore la confianza de las familias propietarias y derive en mayor demanda. Por su parte, la valoración de los activos financieros de renta variable es hoy mayor que hace un año, a pesar de la volatilidad que muestra la bolsa. Finalmente, la tasa de ahorro permanece elevada, y todavía es prematuro achacar la caída observada en el 3T25 a una tendencia estructural. Sin embargo, existe espacio para que disminuya a niveles más cercanos al promedio histórico, lo que permitiría un mayor crecimiento del consumo privado.

Sin cambios en las perspectivas de tipos de interés, la política monetaria debería apoyar, cada vez más, el avance de la demanda. Desde junio de 2025 el Banco Central Europeo (BCE) no mueve los tipos de interés. Hacia delante, se prevé que esta situación continúe hasta mediados del siguiente año. Dicha estabilidad, junto con el aumento de la

7: Véase, por ejemplo, Elias, F., Monras, J. y Vázquez-Grenno, J. (2025): "Understanding the Effects of Granting Work Permits to Undocumented Immigrants", *Journal of Labor Economic*, 43 (3).

8: Estimaciones obtenidas por BBVA Research a partir de un SBVAR identificado con restricciones narrativas, de signos y elasticidades, estimado para el periodo 2000-2019.

inflación que se prevé durante los próximos meses, debería alejar la posibilidad de reducciones adicionales en el tipo de interés que fija el BCE. Más aún, podría acelerar las decisiones de empresas y familias sobre financiación, una vez que se tiene ahora más certidumbre al respecto. De hecho, el próximo cambio en los tipos de interés podría ser al alza, aunque hacia junio de 2027. Esto, siempre y cuando el encarecimiento del petróleo se confirme como transitorio y se asiente la recuperación de la economía de la eurozona.

Algunas políticas sectoriales como el Plan Auto 2030 pueden ayudar a consolidar un entorno favorable tanto para el consumo, sobre todo de bienes duraderos, como para el cambio de modelo productivo. El Gobierno presentó a finales de 2025 este paquete de medidas que pretende impulsar el valor añadido del sector de automoción y acelerar la electrificación del parque. A diferencia de programas anteriores, tiene una visión integral (oferta, demanda, infraestructuras de recarga e innovación), un horizonte a medio plazo y cifras de inversión público-privada ambiciosas (7 000 millones de euros al año hasta 2030). El programa de bonificaciones a la compra de vehículos electrificados (Auto+) apuesta por una gestión centralizada, lo que reducirá las desigualdades territoriales y los atrasos en el desembolso de las ayudas. Sin embargo, la dependencia de importaciones, el riesgo de captura del subsidio por el fabricante o el distribuidor, el efecto peso muerto y las desigualdades en el acceso, entre otros factores, podrían limitar el impacto del Plan.

El fondo “España Crece” puede tener un impacto positivo, siempre y cuando se limite a complementar la actividad del sector privado, cuando ésta no lo hace por una baja rentabilidad de los proyectos. El fondo tiene una dotación inicial de 13 300 millones de euros que se instrumenta a través de una inyección de capital al ICO,⁹ con el objetivo de movilizar hasta 120 000 millones. Destaca positivamente la voluntad de aprovechar una parte de los préstamos ligados al Mecanismo de Recuperación y Resiliencia, que de otra manera se hubiesen perdido. Su objetivo es impulsar inversiones en sectores clave, como la vivienda, donde el plan busca incrementar la oferta de parque a precio asequible en 15 000 unidades al año. Su éxito dependerá de qué tan importante es la falta de financiación y capital para la construcción residencial, el diseño del instrumento y su atractivo para atraer capital privado. Según BBVA Research¹⁰, la falta de rentabilidad sobre recursos propios en el sector es el principal condicionante que limita el aumento de la oferta, por lo que el plan puede ayudar a resolver este problema. Por lo tanto, su impacto puede ser positivo en la medida en que se limite a aliviar los posibles fallos de mercado que existan en el acceso a capital y en la provisión de financiación. En todo caso, la lentitud con la que se han ejecutado los fondos en el pasado apunta a que los problemas que enfrentan las empresas constructoras pueden estar más ligados a fricciones no financieras (trámites administrativos, regulaciones, falta de mano de obra, etc.). Limitar posibles usos ineficientes o riesgos de selección adversa requerirá el establecimiento de evaluaciones independientes y recurrentes, como ya se hace en otros países con mecanismos similares.

9: 10 500 millones de euros de préstamos y 2 800 millones de transferencias no ejecutadas del Plan de Recuperación.

10: Véase [España | Observatorio inmobiliario. Noviembre 2025](#). BBVA Research.

Dada la urgencia de atajar el déficit acumulado, el peso de la inversión en vivienda en el PIB continuará en ascenso. Como porcentaje del PIB, la inversión en construcción residencial podría pasar del 5,5 % en 2025 al 6,0 % en 2027, registrando variaciones anuales promedio del 6,2 % y 6,9 %, respectivamente. Este aumento respondería a la necesidad de limitar las diferencias que se vienen produciendo entre la demanda y la oferta de vivienda nueva. El desequilibrio entre el número de hogares creados y la construcción de vivienda desde 2021 podría superar las 700 000 unidades el próximo año. Como consecuencia, se espera que los precios aumenten un 10,2 % y un 6,8 % en promedio, en 2026 y en 2027, respectivamente. Lo anterior debería incentivar el incremento de la producción, incluso si no se resuelven los problemas que aquejan a la rentabilidad del sector, como el excesivo tiempo para desarrollar suelo, la falta de mano de obra, el encarecimiento de los materiales o el lento avance de la productividad.

Cambios en los supuestos sobre el cumplimiento de las reglas fiscales implican una política fiscal más expansiva de lo previsto. Con la entrada en vigor del nuevo marco de gobernanza europeo, en la elaboración de los escenarios de BBVA Research se ha asumido la introducción de medidas de consolidación fiscal para alcanzar los objetivos comprometidos, incluso sin haberse anunciado. En 2024 y en 2025 estas metas se habrían conseguido gracias a la retirada de algunas medidas excepcionales introducidas en años previos. Sin embargo, **la falta de presupuestos en 2026, tanto para el Estado como para buena parte de las comunidades autónomas, incrementa la probabilidad de incumplimiento este año. Por lo tanto, las previsiones incluidas en esta publicación abandonan dicho supuesto** y se realizan con un crecimiento del gasto primario neto superior al previsto en el Plan de ajuste presentado por el Gobierno. En particular, se esperan aumentos del gasto primario neto del 4,6 % en promedio durante los próximos años, frente al 3,0 % incluido en el Plan, sin mejoras en el saldo estructural primario. En este escenario, el déficit se situaría en el 2,3 % del PIB en 2026 y el 2,4 % en 2027 (0,2 pp y 0,6 pp más que hace tres meses, respectivamente). El cumplimiento estricto de las reglas fiscales requeriría un ajuste adicional del gasto (en torno a 8 800 millones de euros por año), que llevaría a una corrección promedio anual del saldo primario ajustado de ciclo de 0,6 pp del PIB.

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. Conforme se acerque el verano de 2026, la sensación de urgencia para gastar los fondos NGEU irá aumentando. Se esperan esfuerzos por parte de las administraciones públicas para agotar los recursos, ya sea redirigiendo parte de los que no se hayan utilizado hacia otros proyectos o usos, o acelerando las licitaciones y subvenciones pendientes. Alcanzar el objetivo de gastar la totalidad del dinero disponible en el plazo establecido (antes de agosto de 2026) implicaría casi duplicar la ejecución observada en 2025, lo que podría llevar a que la inversión en construcción no residencial aumente un 7,4 % en 2026, algo más de 2 pp por encima del avance de 2025. Por otro lado, los compromisos adquiridos para mejorar la seguridad europea han traído una avalancha de acuerdos en el Consejo de Ministros: desde abril de 2025, se ha aprobado gastar casi 45 000 millones de euros en materia de defensa (de los cuales, al menos un 25 % han sido ya licitados en diciembre de

2025). De acuerdo a BBVA Research, los efectos multiplicadores de este tipo de impulso dependen del momento del ciclo económico y de la dependencia de las importaciones para satisfacer la creciente demanda de bienes y servicios por estos motivos¹¹. A todo lo anterior habrá que agregar los beneficios para las empresas españolas que puedan resultar del incremento del gasto en defensa en el conjunto de Europa y, en particular, en Alemania, donde además se producirá un repunte del gasto en infraestructuras.

El crecimiento permanecerá elevado, aunque la incertidumbre ha aumentado y persisten retos importantes

La expansión del PIB y del empleo continúa, pero la productividad y los salarios en términos reales se estancan. La economía crece gracias a la capacidad de creación de empleo, impulsada por la inmigración. De cumplirse el escenario descrito en esta publicación, tanto el PIB como el número de ocupados podrían situarse alrededor de un 15 % por encima de lo observado en 2019. Sin embargo, este avance en paralelo implica que el producto por ocupado no ha aumentado en estos últimos 7 años, lo que se refleja en una remuneración por asalariado que apenas se incrementa. Este patrón de crecimiento reproduce dinámicas observadas en recuperaciones anteriores, tanto en los años previos a la crisis financiera global de 2008 como en el período posterior a la crisis soberana de 2012 y 2013.

Para mantener el crecimiento hacia delante es necesario fomentar un entorno favorable para la inversión en sectores clave. De particular importancia serán los pasos que se den para reducir el desequilibrio entre oferta y demanda en el mercado de la vivienda, además de eliminar los cuellos de botella que impiden el pleno aprovechamiento de la energía producida con fuentes renovables. Por ejemplo, en España hay provincias donde la capacidad eléctrica disponible no es suficiente para construir el número de viviendas necesarias para reducir el déficit existente. España desperdició, por limitaciones técnicas del sistema, aproximadamente el 1,4 % de su energía renovable en 2024, mientras que el 88 % de los nodos de la red de distribución eléctrica están saturados.¹² Estos resultados son coherentes con un patrón de falta de inversión, asociado a enfoques de planificación históricamente reactivos y a un marco regulatorio diseñado originalmente para la contención de costes en lugar de para una expansión rápida. Este es uno más de los problemas que retrasan el desarrollo del suelo y la llegada a mercado de unidades residenciales en momentos en los que se necesitan urgentemente.

El envejecimiento demográfico y la posibilidad de que la inmigración se frene suponen retos para sostener la capacidad de creación de empleo y de mejora del PIB per cápita en torno a los niveles actuales. Al respecto, la población extranjera explica entre el 12 % (0,2 pp) y el 38 % (0,7 pp) del crecimiento anual del PIB per cápita desde 2023, dependiendo de si se utiliza la nacionalidad o el país de nacimiento para clasificar a una persona como extranjera, y de si se estima un diferencial de productividad por hora entre ambos grupos o se

11: Véase [Buy Guns or Buy Roses?: EU Defence Spending Fiscal Multipliers](#). BBVA Research (2025).

12: Véase [Grid, baby, Grid](#). BBVA Research (2026).

asume que el PIB por hora trabajada de la población extranjera es igual al de la española.

La evolución reciente de la tasa actividad ejemplifica la relevancia de ambos factores. Si bien es cierto que desde 2020 se observa un incremento en la disposición de la población en edad de trabajar a participar en el mercado laboral, esto responde a la mejora de las condiciones de trabajo que acompañan a un ciclo económico más favorable. La tendencia de medio y largo plazo es descendente dada la reducción en la población española entre 25 y 54 años, que es la que normalmente presenta tasas de actividad más elevadas. Esta reducción estructural de la participación laboral tiene lugar a pesar del fuerte aumento de la inmigración, concentrado en estos grupos de edad; de que los trabajadores extranjeros muestran una tasa de actividad más elevada y de la mejora en la educación de la población española, que ha tenido una aportación positiva por un efecto composición. Mantener una contribución elevada del empleo al crecimiento requerirá de reformas ambiciosas que incentiven el aplazamiento de la jubilación, reduzcan el empleo a tiempo parcial no deseado, disminuyan la tasa de paro estructural y fomenten una inmigración ordenada y complementaria al capital humano residente.

En los próximos meses, la orientación de la política fiscal tenderá a moderarse y a perder gradualmente su carácter expansivo. En primer lugar, porque el impulso ligado a los recursos movilizados para respaldar a hogares y empresas afectados por la DANA irá desapareciendo conforme se consuman esas partidas. Las labores de reconstrucción seguirán aportando apoyo a la actividad, pero en el periodo más reciente el volumen de indemnizaciones y ayudas parece crecer solo de forma limitada, por lo que su contribución a la demanda se irá diluyendo. De hecho, se estima que por este concepto se habrían canalizado cerca de 8 800 millones de euros (en torno al 0,5 % del PIB), concentrándose la mayor parte en el primer trimestre del año pasado. En segundo término, no puede descartarse un “efecto precipicio” derivado del agotamiento de los fondos vinculados al Mecanismo de Recuperación y Resiliencia. Aunque muchos proyectos continuarán ejecutándose en los próximos años, la exigencia de adelantar determinados desembolsos en la primera mitad de 2026 para cumplir los hitos comprometidos podría introducir volatilidad en la inversión y dar paso a un retroceso acusado en la segunda parte del año siguiente. Por último, la necesidad de ajustarse a las reglas fiscales previsiblemente reforzará estas dinámicas.

La propuesta de reforma del sistema de financiación autonómica presentada por el Ministerio de Hacienda supone un avance respecto al modelo vigente en términos de simplificación, transparencia y equidad. Se aleja explícitamente de un esquema de financiación singular y apuesta por un modelo general aplicable a todas las comunidades de régimen común, aunque limita la capacidad redistributiva. Su diseño refleja un equilibrio entre corrección de desequilibrios y preservación de situaciones heredadas (statu quo o dependencias políticas), lo que condiciona su capacidad transformadora. La nueva definición de las variables mejora la aproximación de la población ajustada, principal factor para estimar las necesidades de gasto de las comunidades, aunque sigue siendo una estimación de necesidades potenciales, no del coste real de los servicios. El aumento de la capacidad tributaria de las comunidades autónomas refuerza la suficiencia y reduce la dependencia de la

nivelación, pero supone un trasvase estructural de recursos desde el Estado sin un avance equivalente en corresponsabilidad fiscal efectiva.

Hacia delante, la forma lógica de avanzar en la reforma del Sistema de Financiación Autonómica consiste en reducir la fracción de los recursos del sistema que se canalizan a través de sus elementos ad hoc, que distribuyen o reasignan recursos fuera de la lógica niveladora de su núcleo central, así como en la mejora de las cifras oficiales de capacidad fiscal. De hecho, el margen es tan grande que permitiría compaginar una reducción sustancial de la desigualdad en financiación por habitante ajustado con la renuncia a la nivelación total en favor de una nivelación parcial, pero todavía muy elevada y a la vez respetuosa con la ordinalidad, que podría ser la clave para alcanzar un amplio consenso en torno a un nuevo sistema. La reforma que ha propuesto el Gobierno ha de valorarse positivamente como un primer paso en esta dirección, especialmente si se toma como base para una negociación que permita seguir avanzando en la mejora del sistema.

Por último, para una evaluación completa de la reforma sería necesario aclarar cómo compensaría el Estado esta pérdida de recursos. Asimismo, sería deseable que otras medidas y reformas clave fueran parte de la misma negociación, como la absorción de parte de la deuda autonómica por parte del Estado; la mejora de la institucionalidad del sistema que evite comportamientos indeseados; cómo y cuándo se revisará y modificará la financiación en el futuro; la corresponsabilidad fiscal o la transformación del Fondo de Liquidez Autonómica.

Tablas

CUADRO 1.1 PRODUCTO INTERIOR BRUTO (PROMEDIO ANUAL, %)

	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
EE. UU.	3,7	2,5	2,9	2,8	2,2	2,5	2,2
Eurozona	6,4	3,7	0,5	0,8	1,5	1,1	1,4
China	8,6	3,1	5,4	5,0	5,0	4,5	4,0
Mundo	6,4	3,7	3,5	3,3	3,2	3,2	3,3

Fecha de cierre de previsiones: 6 marzo 2026.

Fuente: BBVA Research y FMI.

CUADRO 1.2 INFLACIÓN (PROMEDIO ANUAL, %)

	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
EE. UU.	4,7	8,0	4,1	3,0	2,7	2,9	2,6
Eurozona	2,6	8,4	5,4	2,4	2,1	2,2	1,8
China	0,9	2,0	0,2	0,2	0,1	1,1	1,4
Mundo	5,0	9,1	7,7	7,2	4,5	4,2	3,8

Fecha de cierre de previsiones: 6 marzo 2026.

Fuente: BBVA Research y FMI.

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

	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
EE. UU.	1,44	2,95	3,96	4,21	4,29	4,11	4,01
Alemania	-0,31	1,18	2,45	2,34	2,63	2,89	3,00

Fecha de cierre de previsiones: 6 marzo 2026.

Fuente: BBVA Research y FMI.

CUADRO 1.4 TIPOS DE CAMBIO (PROMEDIO ANUAL)

	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
EUR-USD	0,84	0,95	0,92	0,92	0,89	0,85	0,83
USD-EUR	1,18	1,05	1,08	1,08	1,13	1,18	1,21

Fecha de cierre de previsiones: 6 marzo 2026.

Fuente: BBVA Research y FMI.

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

	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
EE. UU.	0,25	4,50	5,50	4,50	3,75	3,25	3,25
Eurozona (*)	-0,50	2,00	4,00	3,00	2,00	2,00	2,50
China	3,80	3,65	3,45	3,10	3,00	2,75	2,75

(*) Tipo de facilidad de depósito.

Fecha de cierre de previsiones: 6 marzo 2026.

Fuente: BBVA Research y FMI.

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

	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
PIB a precios constantes	6,4	3,7	0,5	0,8	1,5	1,1	1,4
Consumo privado	4,6	5,3	0,6	1,2	1,3	1,2	1,3
Consumo público	4,3	1,3	1,5	2,2	1,7	1,3	1,2
Formación bruta de capital fijo	3,7	2,2	2,7	-2,1	2,6	1,6	2,8
Inventarios (*)	0,8	0,3	-0,9	-0,2	0,4	0,1	0,0
Demanda interna (*)	4,9	3,8	0,3	0,5	2,0	1,4	1,6
Exportaciones (bienes y servicios)	11,4	7,5	-1,0	0,5	2,1	0,5	1,3
Importaciones (bienes y servicios)	8,9	8,5	-1,8	-0,1	3,5	1,2	1,9
Demanda externa (*)	1,4	-0,1	0,3	0,3	-0,5	-0,3	-0,2
Precios							
IPC	2,6	8,4	5,4	2,4	2,1	2,2	1,8
IPC subyacente	1,5	3,9	4,9	2,8	2,4	2,2	2,0
Mercado laboral							
Empleo	1,6	2,4	1,5	0,9	0,7	0,5	0,4
Tasa desempleo (% población activa)	7,8	6,8	6,6	6,4	6,3	6,2	6,1
Sector público							
Déficit (% PIB)	-5,1	-3,4	-3,5	-3,1	-3,0	-3,2	-3,3
Deuda (% PIB)	93,8	89,3	87,0	87,1	88,2	88,7	88,6
Sector exterior							
Balanza por cuenta corriente (% PIB)	2,7	-0,3	1,6	2,7	1,6	1,6	1,6

Tasa de variación anual en %, salvo indicación expresa.

Fecha de cierre de previsiones: 6 marzo 2026.

(*) Excluyendo ayudas a las entidades financieras españolas.

Fuente: BBVA Research.

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

(Promedio anual, %)	2023	2024	2025	2026	2027
Actividad					
PIB real	2,5	3,5	2,8	2,4	2,4
Consumo privado	1,8	3,1	3,4	2,8	2,2
Consumo público	4,5	2,9	1,8	2,4	2,7
Formación Bruta de Capital Fijo	5,9	3,6	6,3	6,1	5,8
Equipo y Maquinaria	2,6	1,9	9,0	4,0	3,7
Construcción	5,5	4,0	5,2	6,8	5,0
Vivienda	0,8	2,1	5,1	6,2	6,9
Demanda Interna (contribución al crecimiento)	1,6	3,3	3,6	3,3	2,9
Exportaciones	2,2	3,2	3,4	2,0	3,6
Importaciones	0,0	2,9	6,3	4,8	5,7
Demanda Externa (contribución al crecimiento)	0,9	0,2	-0,8	-0,8	-0,6
PIB nominal	8,9	6,4	5,7	5,5	4,3
(Miles de millones de euros)	1497,8	1594,3	1685,8	1779,2	1856,1
Mercado de trabajo					
Empleo, EPA	3,1	2,2	2,6	2,3	2,2
Tasa de paro (% población activa)	12,2	11,3	10,5	9,8	9,3
Empleo CNTR (equivalente a tiempo completo)	3,6	2,8	3,1	2,0	1,8
Productividad aparente del factor trabajo	-1,2	0,6	-0,3	0,4	0,5
Precios y costes					
IPC (media anual)	3,5	2,8	2,7	2,9	2,0
IPC (fin de periodo)	3,1	2,8	2,9	2,7	2,0
Deflactor del PIB	6,4	3,0	3,0	3,1	2,0
Remuneración por asalariado	4,6	4,0	3,9	4,8	2,8
Coste laboral unitario	5,8	3,3	4,2	4,4	2,3
Sector exterior					
Balanza por Cuenta Corriente (% del PIB)	2,9	3,4	2,9	2,1	1,0
Sector público (*)					
Deuda (% PIB)	105,2	101,6	100,8	97,6	96,0
Saldo AA.PP. (% PIB)	-3,4	-3,2	-2,4	-2,3	-2,4
Hogares					
Renta bruta disponible	10,1	7,5	4,8	5,0	4,7
Tasa de ahorro (% renta bruta disponible)	11,7	12,7	11,7	10,9	11,1

Tasa de variación anual en %, salvo indicación expresa

Fecha de cierre de previsiones: 6 marzo 2026.

(*) Excluyendo ayudas a las entidades financieras españolas.

Fuente: BBVA Research.

AVISO LEGAL

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

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

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

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

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

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

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