

MARZO 2026

Situación España

Mensajes principales. Global

El crecimiento global logró un aterrizaje suave en 2025, pese a los temores de desaceleración ligados a las tensiones geopolíticas, la incertidumbre de política económica y los aranceles de EE. UU. La economía mundial mostró resiliencia, apoyada por la caída de la inflación y de los tipos de interés, estímulos fiscales, la adopción de la IA y los bajos precios de la energía.



El estallido de la guerra en Irán representa un nuevo desafío para la economía global. El escenario base sigue siendo un conflicto breve y con impacto macroeconómico limitado, pero la incertidumbre ha aumentado. Una guerra más prolongada, que mantenga elevados los precios de la energía y las tensiones financieras, podría elevar la inflación y debilitar el crecimiento.



El crecimiento global podría seguir siendo relativamente dinámico, en torno al 3,2% en 2026-27, impulsado por las políticas económicas y el gasto vinculado a la IA, siempre que la guerra en Irán sea breve. Aunque la inflación se ha moderado últimamente, varios factores podrían hacer que sea más persistente de lo previsto, especialmente en EE. UU.



A pesar de la incertidumbre creciente, la Fed aún parece encaminada a recortar tipos tras una pausa en el 1S26, lo que favorecería un dólar más débil. No se prevé que el BCE aplique más recortes. Aun así, si persiste la inestabilidad en Oriente Medio, los bancos centrales volverían a enfrentarse a una disyuntiva más intensa entre mayor inflación y menor demanda.



Mensajes principales. España

En España, la incertidumbre geopolítica compensa las sorpresas positivas de los datos de actividad recientes.

Se estima que el incremento en los precios del petróleo y del gas reste alrededor de 0,2 pp al PIB en 2026 y aumente la inflación promedio en 0,3 pp. El crecimiento en el 4T25 (0,8 % trimestral) fue mayor de lo esperado y el del 1T26 (0,7 %) podría volver a superar las expectativas.



En 2026 y 2027 se prevé que la expansión continúe con crecimientos del PIB del 2,4% y 2,4% (0 pp y 0,3 pp más, respectivamente, que en diciembre).

El consumo de no residentes podría verse beneficiado por las tensiones geopolíticas. Las exportaciones de servicios no turísticos disponen de espacio para crecer por encima del PIB. La población activa seguirá aumentando gracias a la inmigración y al incremento de la tasa de participación. La regularización de trabajadores extranjeros podría alcanzar a unas 550 000 personas.



La demanda interna continuará apoyada por las políticas públicas.

Unos tipos de interés relativamente bajos impulsarán el consumo y 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. El conflicto en Irán puede suponer un impulso fiscal adicional.



En un contexto de mayor incertidumbre y retos importantes, mantener el dinamismo requerirá medidas

que favorezcan la inversión - en particular en vivienda y energía-, sostengan la creación de empleo, impulsando la participación laboral y reduciendo el desempleo estructural, promuevan una política migratoria adecuada y mejoren la productividad.



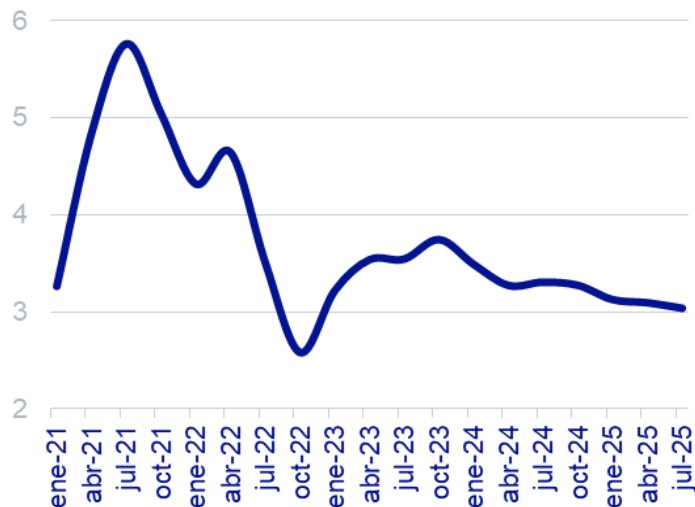
1. Marzo 2026

Situación Global

La economía mundial ha mostrado resiliencia, apoyada por el impulso de las políticas económicas y el boom de la IA

CRECIMIENTO DEL PIB MUNDIAL

(% A/A, AJUSTADO POR ESTACIONALIDAD, PRECIOS CONSTANTES)

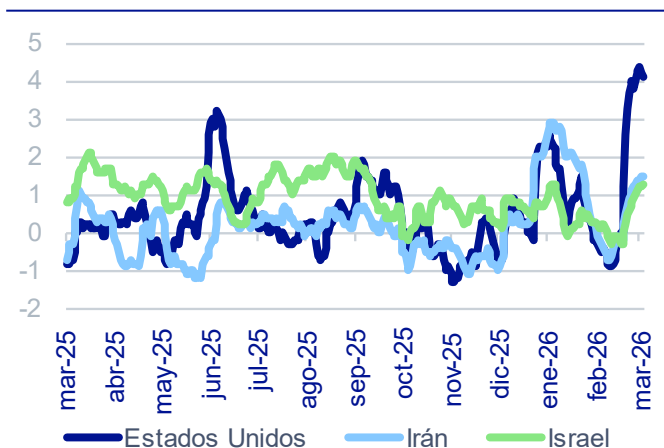


Fuente: BBVA Research a partir de datos del FMI

- El crecimiento global logró un aterrizaje suave en 2025, apoyado en varios factores:
 - impacto limitado de las tensiones geopolíticas, proteccionismo y incertidumbre económica.
 - bajos precios de la energía.
 - caída de la inflación y de los tipos de interés.
 - debilidad del dólar.
 - estímulos fiscales.
 - gasto en IA, que se traslada a otros componentes de inversión y a otros países.
- Los datos macro a finales de 2025 han sorprendido al alza y a principios de 2026 los datos son, en general, positivos, pero la guerra en Irán ha aumentado la incertidumbre de cara al futuro.
- Otros elementos de apoyo: crecimiento generalizado, gasto en seguridad y fortaleza de los balances del sector privado.

El conflicto en Irán ha elevado los precios de la energía, reforzando la incertidumbre y los riesgos globales

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



Fuente: BBVA Research

PRECIOS DEL BRENT
(DÓLARES POR BARRIL DE BRENT)

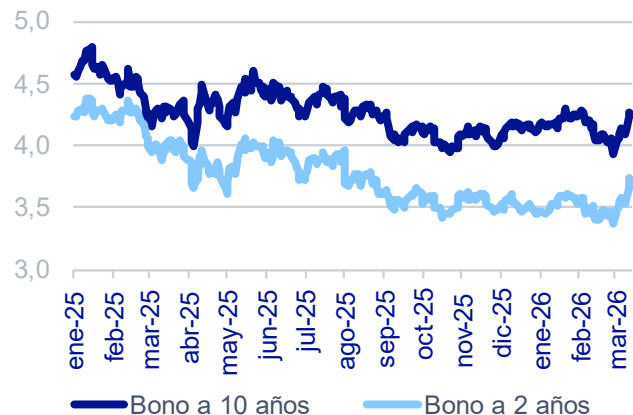


Fuente: BBVA Research a partir de datos de Haver

Los ataques de EE. UU. e Israel contra Irán, y la consiguiente escalada del conflicto, reavivaron las tensiones geopolíticas en Oriente Medio; los precios de la energía repuntaron ante las interrupciones en la producción y el transporte en toda la región

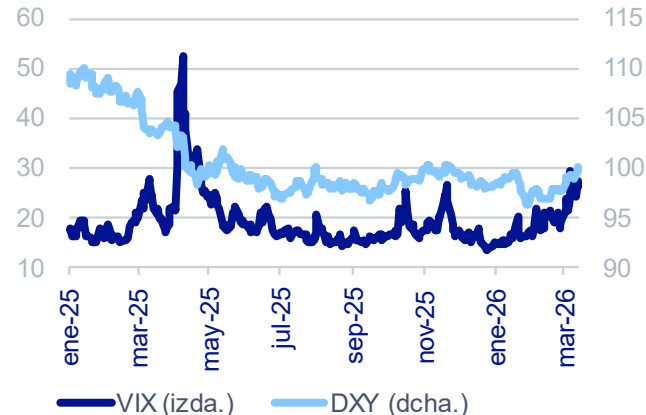
El impacto de la guerra en los mercados financieros ha sido fuerte, pero acotado, en línea con una guerra breve

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



Fuente: BBVA Research a partir de datos de Haver

BONOS SOBERANOS DE EE. UU.
(%)

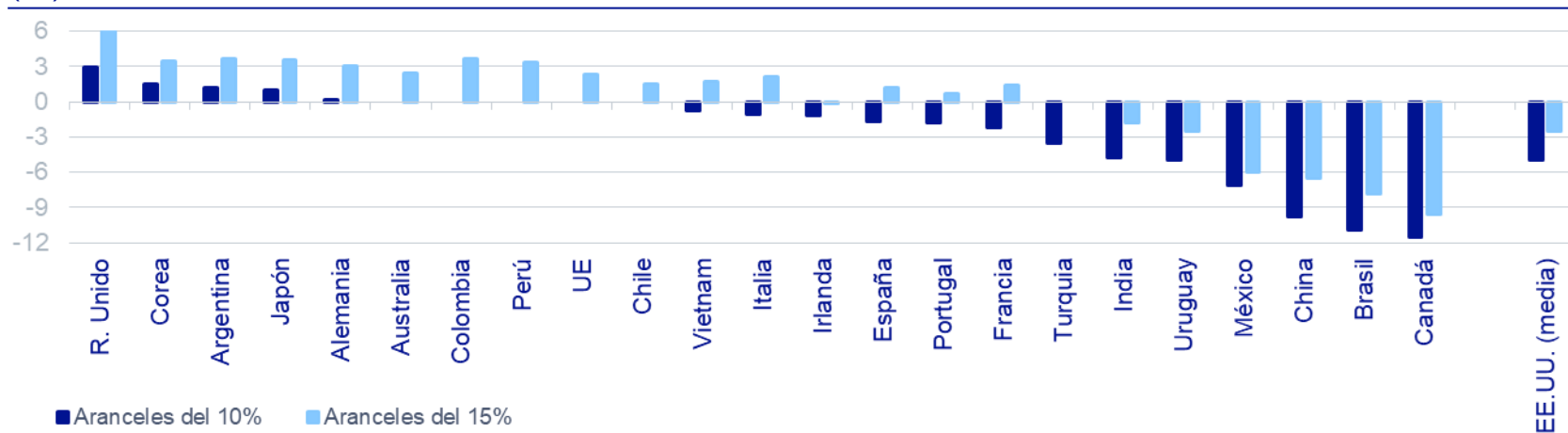


Fuente: BBVA Research a partir de datos de Haver

Ha aumentado la volatilidad, el dólar se ha apreciado ligeramente y han subido las rentabilidades de la deuda de EE. UU., con los temores de inflación pesando más que la demanda de activos refugio; los mercados descuentan menos recortes de tipos en EE. UU. y una mayor probabilidad de subida del BCE

Los aranceles de EE. UU. siguen en niveles altos pese al descenso tras la anulación de los aranceles bajo la IEEPA

ARANCELES LEGALES (NOMINALES) DE EE. UU.: CAMBIO POR EL PASO DE LA IEEPA A LA SECCIÓN 122 (*)
(PP)

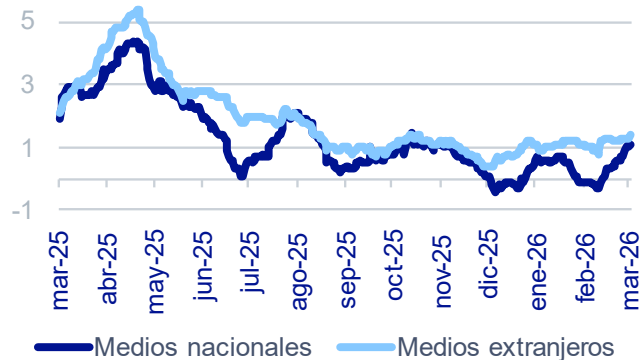


(*) Estas estimaciones se basan en los flujos comerciales de 2024. Suponen que los acuerdos comerciales anunciados previamente dejan de estar en vigor.
Fuente: BBVA Research

Los aranceles legales de EE. UU. bajaron algo, desde 15%, tras el anuncio de nuevas tarifas, basadas en la Sección 122 de la Ley de Comercio de 1974, para sustituir los aranceles recíprocos y por fentanilo que fueron anulados; estos aranceles podrían acabar siendo reemplazados por otros más permanentes

Persiste la incertidumbre por los aranceles, aunque se modera; el comercio global sigue sólido

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



Fuente: BBVA Research

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



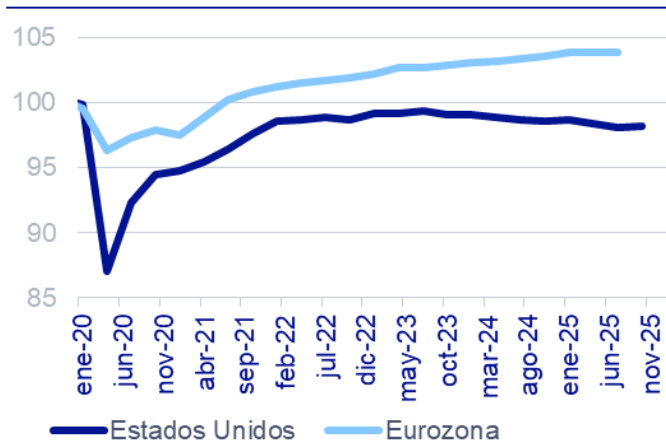
Fuente: BBVA Research a partir de datos de Haver

El comercio global sigue resiliente, sobre todo en China, pero también en EE. UU.; el impacto incipiente de unos aranceles más altos se compensa con el adelanto de importaciones, unos aranceles efectivos inferiores a los legales y el fuerte aumento de las importaciones ligadas a la IA

La menor inmigración podría estar lastrando el empleo en EE. UU.; sin embargo, los salarios siguen moderándose

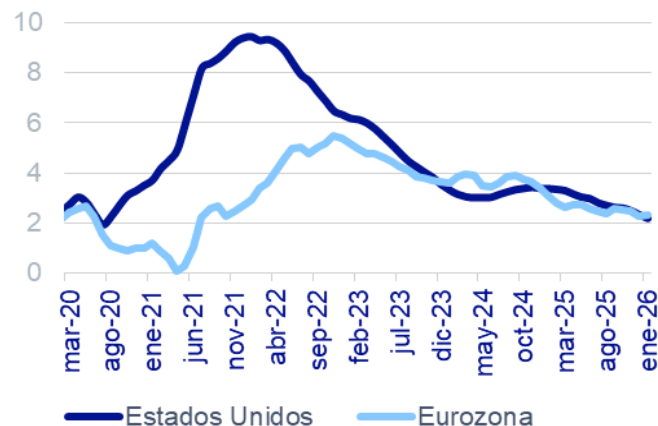
RATIO EMPLEO-POBLACIÓN (*)

(ÍNDICE: PROMEDIO DE 2019 = 100)



SALARIOS NOMINALES

(VARIACIÓN INTERANUAL EN %, MEDIA MÓVIL TRIMESTRAL)



(*) EE. UU.: 16 años o más; Eurozone: de 15 a 74 años.
Fuente: BBVA Research a partir de datos de Fred y Eurostat

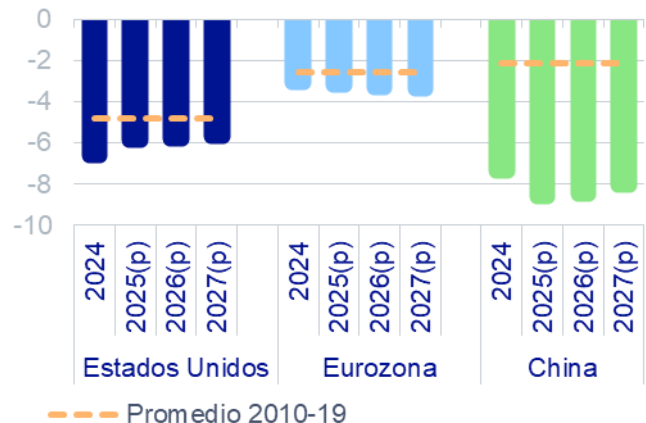
Fuente: BBVA Research a partir de datos de Indeed

La tasa de paro de EE. UU. ha bajado al inicio de 2026 (4,4 % en feb-26), aliviando la preocupación por la desaceleración del mercado laboral; en la Eurozona, sigue en niveles bajos (6,2 % en dic-25) y los salarios reales crecen a una tasa positiva

Las políticas económicas están proporcionando un apoyo cíclico significativo a la actividad económica

BALANCE FISCAL (*)

(% DEL PIB)



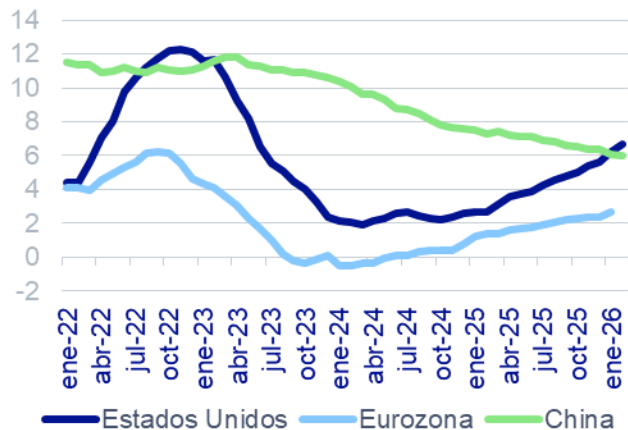
(p): previsión.

(*) Previsiones de BBVA Research para la Eurozona, de la CBO para EE. UU. y del FMI para China.

Fuente: BBVA Research a partir de datos del FMI

CRÉDITO BANCARIO

(VARIACIÓN INTERANUAL EN PORCENTAJE)



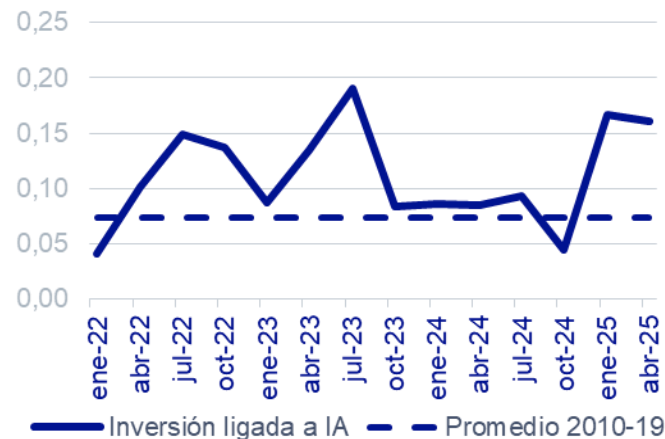
Fuente: BBVA Research a partir de datos de Fred y Eurostat

Sigue el apoyo fiscal al crecimiento, impulsado por el gasto en defensa en la Eurozona y los recortes fiscales en EE. UU. Desde mediados de 2024, los tipos oficiales han caído 175 pb en EE. UU. y 200 pb en la eurozona, lo que ha contribuido a la resiliencia económica

El gasto en IA ha sido uno de los principales motores del crecimiento en EE. UU.

EE. UU.: INVERSIÓN LIGADA A IA(*)

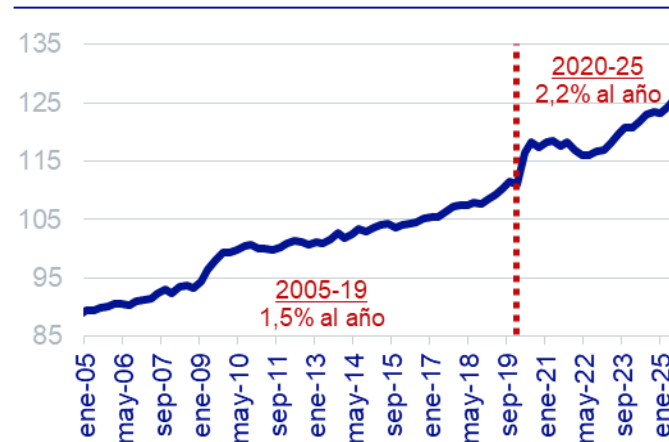
(CONTRIBUCIÓN AL CRECIMIENTO DEL PIB; MEDIA MÓVIL DE 12 MESES: PP)



(*) 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.: PRODUCTIVIDAD LABORAL POR HORA

(ÍNDICE: PROMEDIO 2005-2019 = 100)



Fuente: BBVA Research a partir de datos de Fred

La adopción de la IA ha impulsado la inversión y el consumo privado (por el efecto riqueza derivado de las subidas de las acciones vinculadas a la IA); también están aumentando las importaciones relacionadas con la IA

El crecimiento en 2025 fue mayor de lo esperado y el dinamismo continuó al inicio de 2026

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

(CRECIMIENTO DEL PIB: % T/T; CONTRIBUCIONES AL CRECIMIENTO DEL PIB: PP)

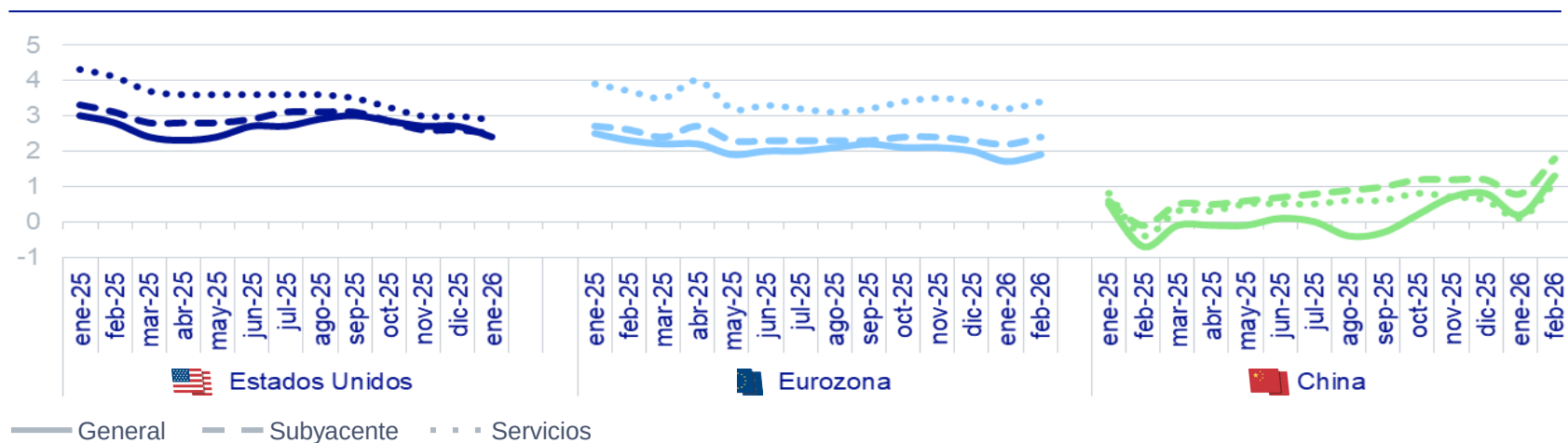


(*) 1T26: previsiones de BBVA Research.
Fuente: BBVA Research a partir de datos de Haver y NBS

El crecimiento se ha apoyado, sobre todo, en la demanda interna y el sector servicios en EE. UU. y en la eurozona; la demanda externa ha sido clave para mantener un crecimiento relativamente estable en China

La inflación, en general, se moderó más de lo previsto antes del reciente repunte de los precios de la energía

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

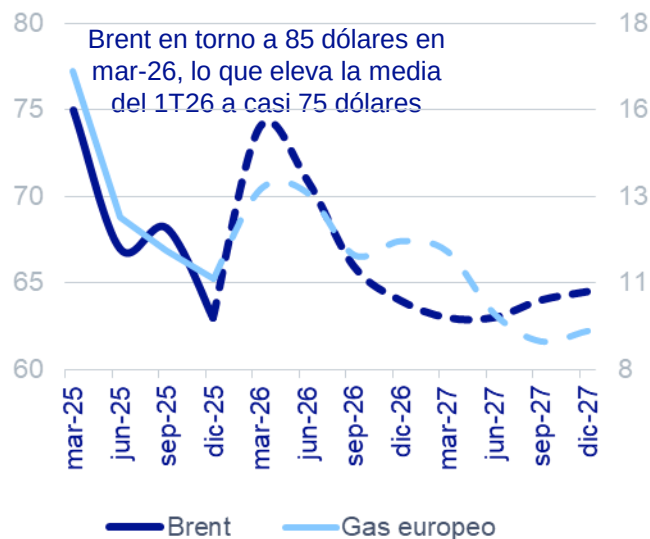


Fuente: BBVA Research a partir de datos de Haver

La moderación de la inflación vino impulsada por los bajos precios de la energía antes del conflicto en Irán, una menor presión de los precios de los servicios (sobre todo de la vivienda) en EE. UU. y una inflación de bienes contenida en la eurozona

Tensiones en Oriente Medio: pese a la incertidumbre, un conflicto temporal, con impacto limitado, es probable

PRECIOS DE LA ENERGÍA: PREVISIONES DE BBVA RESEARCH (BRENT: USD/BARRIL, GAS: USD/MMBtu; MEDIAS TRIMESTRALES)



- La guerra en Irán afecta a la economía global por i) mayores precios de la energía, ii) interrupciones de suministro, iii) aversión al riesgo, iv) menor confianza.
- Los impactos se verán amortiguados por políticas para contener el traslado de los precios energéticos y sostener la actividad.
- Una guerra breve permitiría una pronta normalización de los precios de la energía, las condiciones financieras y la confianza, limitando el impacto sobre inflación y crecimiento.
- Un conflicto prolongado tendría un mayor efecto en la economía global, sobre todo para los importadores de energía, pero el efecto amplificador de confianza y mercados financieros aumentaría.

Más allá de la evolución del conflicto en Irán, muchos otros factores condicionarán la economía global en adelante

Principales determinantes de la dinámica macroeconómica

Estados Unidos



- **estímulos fiscales.**
- tipos de la **Fed.** potencialmente más bajos.
- apoyo de la **IA** a la demanda y a la productividad.
- **dólar** más débil.
- **consumo** sólido, liderado por las rentas más altas.
- aranceles seguirán vigentes.
- elevada **incertidumbre** sobre la política económica interna.

Eurozona



- **impulso fiscal**, sobre todo por el **gasto en defensa.**
- **tipos de interés** estables.
- exposición a unos **precios de la energía** más altos.
- **euro** más fuerte.
- adopción gradual de la **IA.**
- difícil adaptación al **nuevo orden global.**

China

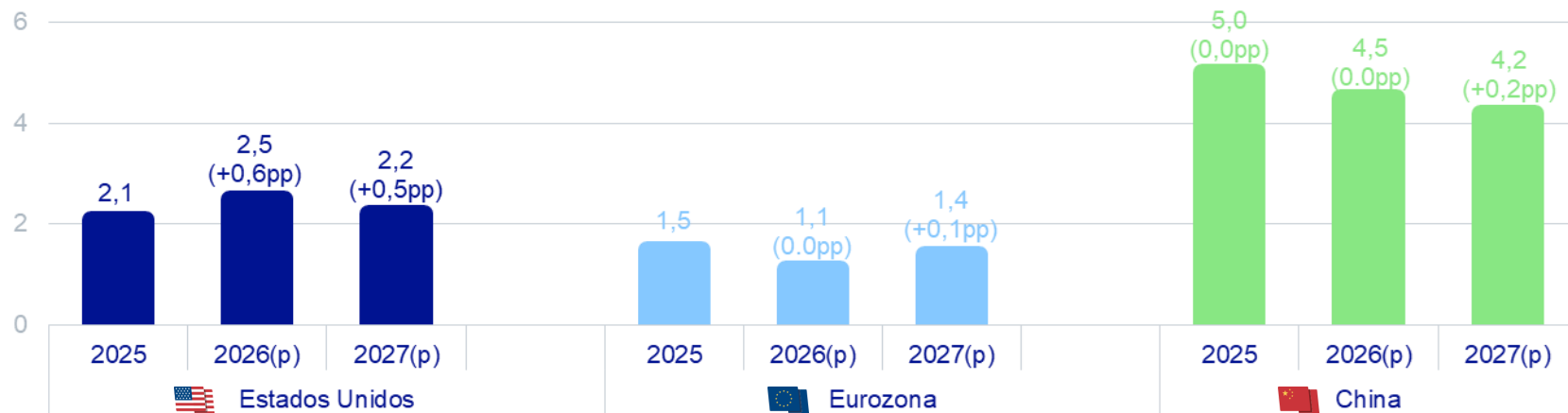


- **desequilibrio entre oferta y demanda.**
- **exportaciones** fuertes, pero con probable desaceleración.
- **yuan** aún débil.
- **sobrecapacidad** productiva.
- campaña “**anti-involución**”.
- **estímulo económico** moderado.
- **confianza** contenida.
- **crisis inmobiliaria.**

El crecimiento global proseguirá, apoyado por las políticas económicas y la IA, si la guerra en Irán no se prolonga

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 3,2 % en 2026 y un 3,3 % en 2027, respectivamente 0,0 pp, 0,1 pp y 0,1 pp por encima de las previsiones anteriores.

(p): previsión.

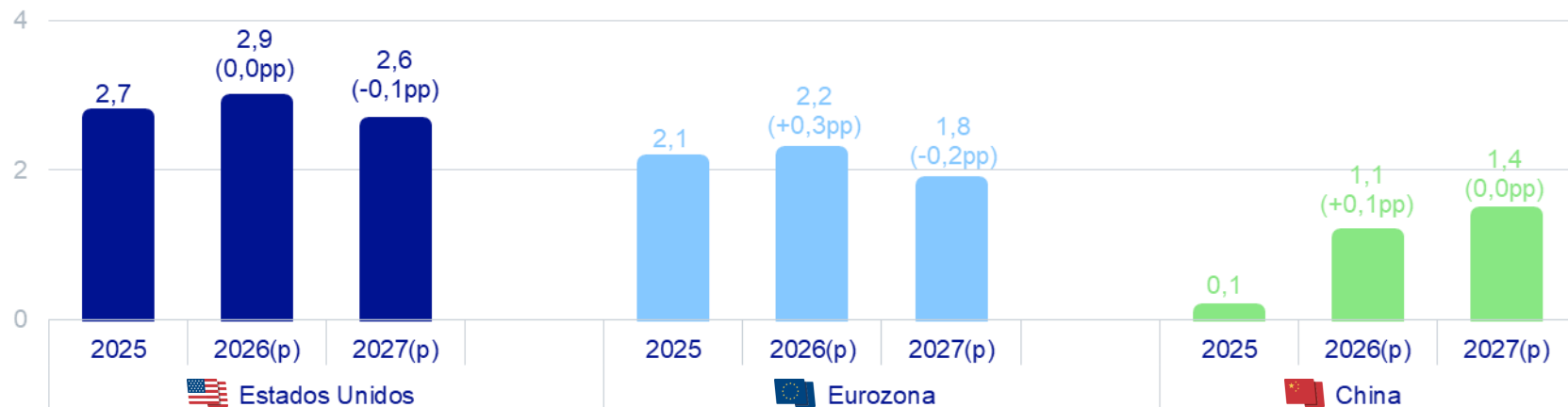
Fuente: BBVA Research

Los datos recientes y la expectativa de mayor contribución de la IA al crecimiento respaldan las perspectivas de crecimiento, especialmente en EE. UU., y compensan los efectos de un repunte temporal de los precios de la energía, que pesa más sobre la eurozona que sobre EE. UU. o China

La inflación seguirá elevada en EE. UU., en torno al 2% en la eurozona y repuntará en China; riesgos al alza

INFLACIÓN GENERAL (IPC)

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



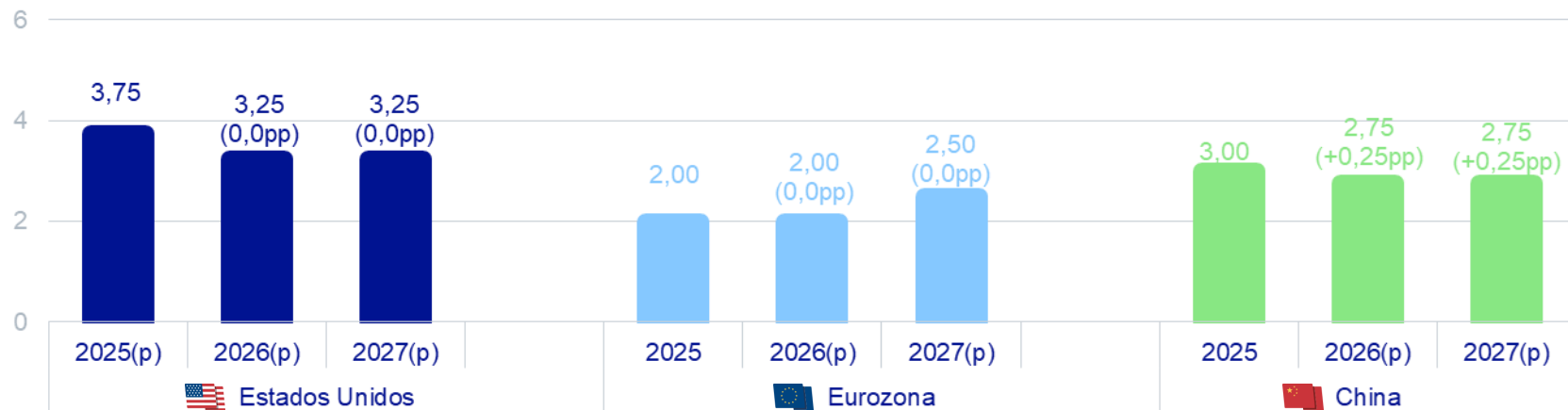
(p): previsión.
Fuente: BBVA Research

Es probable que los precios de la energía, la resiliencia de la demanda, el traslado a precios de los aranceles de EE. UU., la persistencia de la inflación de los servicios en la eurozona y la campaña “anti-involución” de China, entre otros factores, sigan presionando la inflación global

Los mayores precios de la energía reducen el margen para la relajación monetaria, sobre todo si resultan persistentes

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

Una guerra más prolongada en Irán elevaría la inflación y debilitaría la demanda, planteando un dilema para los bancos centrales, que, no obstante, tendrían más probabilidades de adoptar un tono más restrictivo (especialmente la Fed), dadas las mayores preocupaciones inflacionistas en EE. UU.

Balance de riesgos sesgado a la baja y con elementos disruptivos asociados al nuevo marco de acción de EE. UU.

Riesgos	Impactos potenciales
 Tensiones geopolíticas	— Irán: precios de la energía, interrupciones del suministro, tensiones financieras, flujos migratorios. — Guerra en Ucrania, rivalidad EE. UU.-China, China-Japón, Venezuela.
 IA	— mayor demanda, crecimiento del PIB e inflación por el gasto en IA (corto plazo). — mayor productividad y PIB potencial (medio plazo). — efectos riqueza sobre el consumo privado impulsados por las acciones de IA.
 EE. UU: políticas e instituciones	— errores de política monetaria: persistencia de la inflación, recesión. — erosión de la independencia de la Fed: tipos más bajos, mayor inflación, dólar más débil, volatilidad — deterioro de los contrapesos institucionales.
 Mercados de deuda y crédito	— elevada deuda pública: crisis soberanas, dominancia fiscal que lleva a mayor inflación. — inmobiliario comercial, banca en la sombra, crédito apalancado, exposición a Oriente Medio.
 Proteccionismo	— mayores costes y menores volúmenes de comercio: menor crecimiento global. — fragmentación, reconfiguración de cadenas de suministro.
 Oferta laboral	— menor oferta laboral por política migratoria y envejecimiento: presiones sobre salarios e inflación.
 China	— desaceleración estructural del crecimiento, crisis del mercado inmobiliario, deflación.
 Cambio climático	— fenómenos extremos: repunte de precios, interrupciones de la producción. — inversión en transición energética, costes de ajuste.

2. Marzo 2026

España

Perspectivas favorables, con desafíos estructurales aún por resolver en un contexto internacional incierto

CRECIMIENTO DEL PIB (PORCENTAJE)



3,5%



2024

2,8%



2025

▼ -0,1pp

2,4%



2026 (p)



2,4%



2027 (p)

▲ +0,4 pp



Previsión
revisada al alza



Previsión sin
cambios



Previsión revisada
a la baja

(p): previsión.

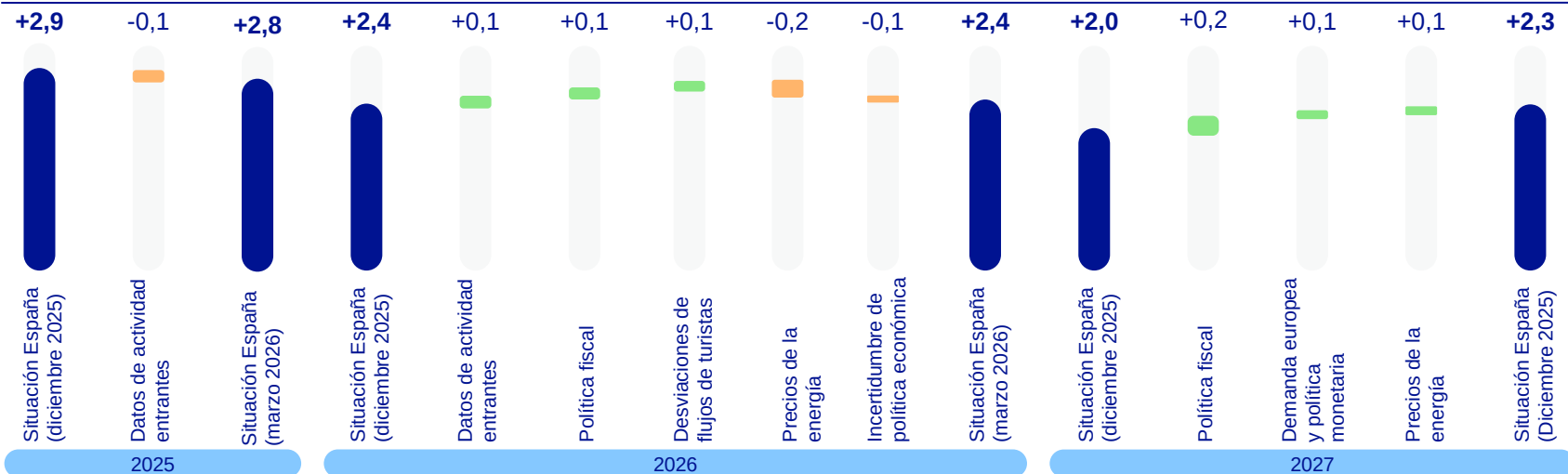
Nota: Revisiones respecto al escenario del Situación España. Diciembre 2025.

Fuente: BBVA Research a partir de INE



Perspectivas favorables, con desafíos estructurales aún por resolver en un contexto internacional incierto

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



Fuente: BBVA Research a partir de INE

Una evolución de la actividad mejor de lo previsto y una política fiscal que podría ser más expansiva de lo esperado, compensan, de momento, el encarecimiento de la energía y la mayor incertidumbre

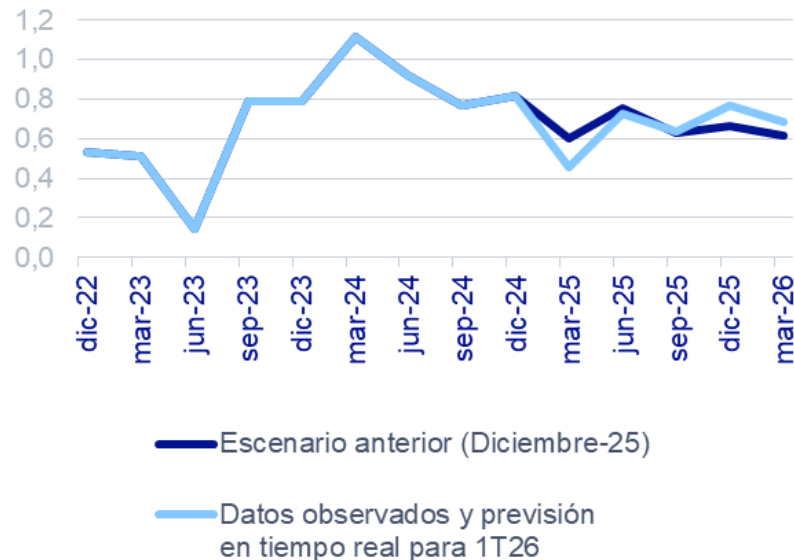
Un contexto de crecimiento todavía elevado

El PIB podría aumentar entre un 0,6 y un 0,7 % trimestral en el 1T26, más de lo previsto hace tres meses

- **La actividad y el empleo sorprendieron al alza en el 4T25:** el PIB subió un 0,8 % trimestral (t/t), lo que situó el avance de 2025 en el 2,8 %.
- **El crecimiento sigue apoyándose en la demanda interna.** Las exportaciones ganaron algo de tracción en el 4T25, pero fueron compensadas por el fuerte repunte de las importaciones.
- **Los datos más recientes apuntan a una moderación del pulso de la actividad y el empleo** en el 1T26. Con todo, nuestra previsión en tiempo real (0,7 % t/t) aún supera a la publicada en el escenario de diciembre de 2025, aunque el sesgo es a la baja.

PIB

(VARIACIÓN TRIMESTRAL EN PORCENTAJE)



Un contexto de crecimiento todavía elevado

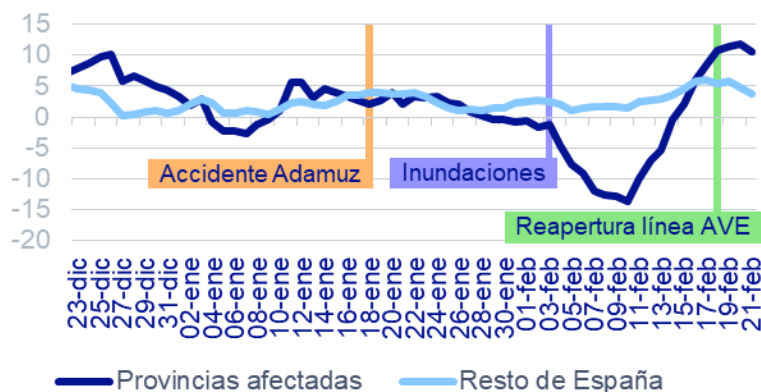
Las inundaciones introducen un sesgo temporal a la baja sobre el crecimiento en el 1T26

GASTO PRESENCIAL CON TARJETAS (DE ENTIDADES ESPAÑOLAS Y EXTRANJERAS) REALIZADO EN LAS PROVINCIAS AFECTADAS Y EN EL RESTO DE ESPAÑA* (MEDIA MÓVIL 7 DÍAS, VARIACIÓN INTERANUAL)

CON TARJETAS BBVA Y DE ENTIDADES NACIONALES



CON TARJETAS DE ENTIDADES EXTRANJERAS



*Provincias afectadas: Cádiz, Córdoba, Granada, Huelva, Málaga y Sevilla.
Fuente: BBVA Research a partir de BBVA

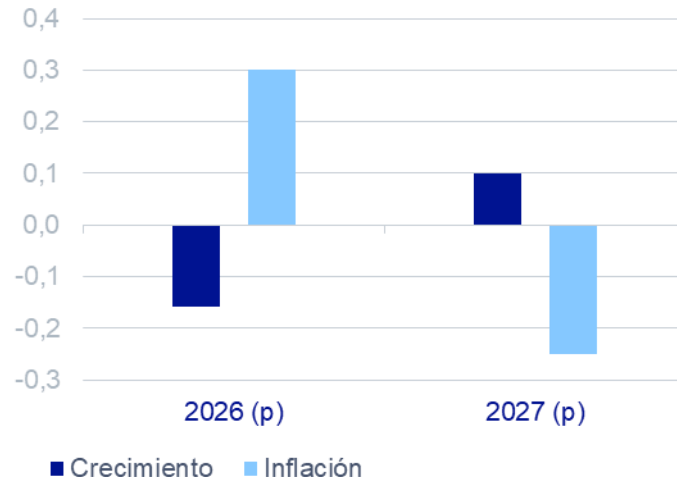
Las compras realizadas con tarjetas, tanto españolas como extranjeras, cayó de forma relevante en las provincias andaluzas afectadas por las lluvias intensas y las inundaciones. El impacto fue temporal y el gasto repuntó en los días posteriores

Las tensiones geopolíticas podría reducir el crecimiento

El impacto negativo en 2026 sobre la actividad y la inflación revertirá en 2027

- El **conflicto en Oriente Medio** impactará, sobre todo, a través del **encarecimiento del petróleo y el gas**, con mayor efecto en inflación que en crecimiento.
- Aproximadamente el 30 % del crudo y 20 % del gas mundial pasan por la zona de la contienda (estrecho de Ormuz). Estas interrupciones **elevan los costes del transporte, las primas de riesgo y añaden volatilidad financiera**.
- El **impacto estará condicionado a la duración del conflicto**. Si es breve, el *shock* sería transitorio; si se prolonga, afectaría no solo a los precios energéticos, sino también a las cadenas de producción, a la confianza y las condiciones financieras globales.
- **En España, la repercusión será contenida**: restaría 0,2 pp al PIB en 2026 y sumaría 0,3 pp a la inflación; el efecto sería mayor en un escenario adverso.

IMPACTO DEL ENCARECIMIENTO ENERGÉTICO TRAS EL CONFLICTO ENTRE EE. UU., ISRAEL E IRÁN (PP DE LA TASA DE VARIACIÓN ANUAL)



(p): previsión.

Nota: resultados obtenidos a partir de un modelo BSVAR identificado con ceros y signos que incluye el mercado del petróleo, gas y electricidad.

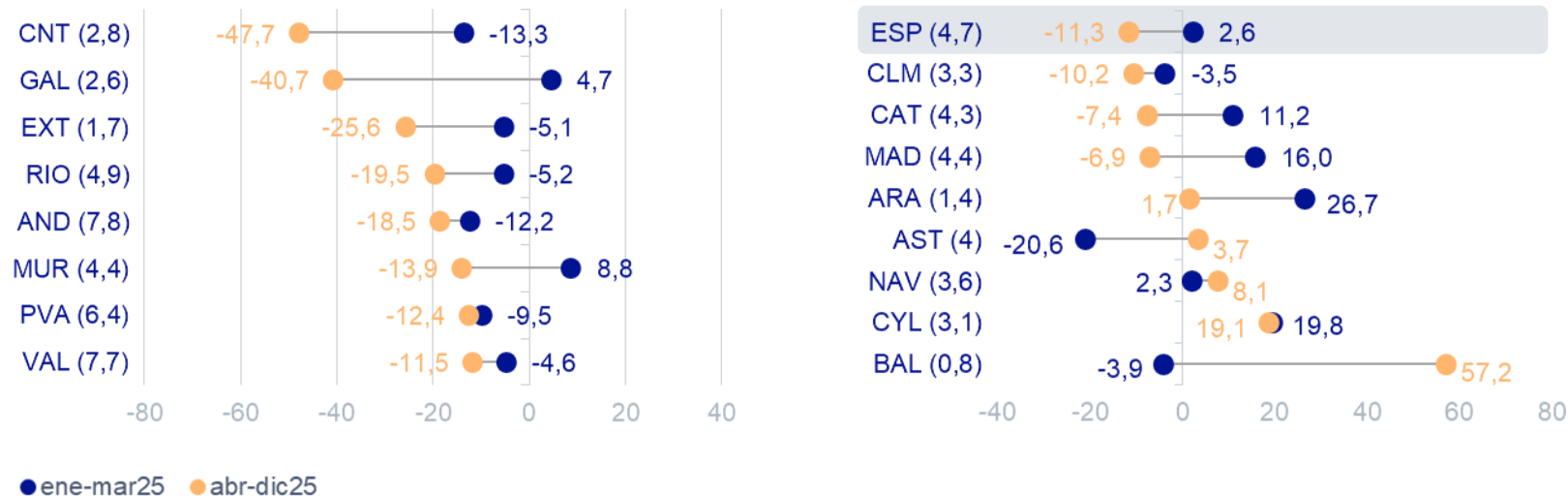
Fuente: BBVA Research a partir de INE.

Las tensiones geopolíticas podría reducir el crecimiento

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

EXPORTACIONES A EE. UU.

(PRECIOS CORRIENTES, VARIACIÓN INTERANUAL %, ORDENADOS DE MAYOR A MENOR CAÍDA EN ABR-DIC)



Entre paréntesis, la participación de EE. UU. en las exportaciones de 2024 (%).
Fuente: BBVA Research a partir de Datacomex

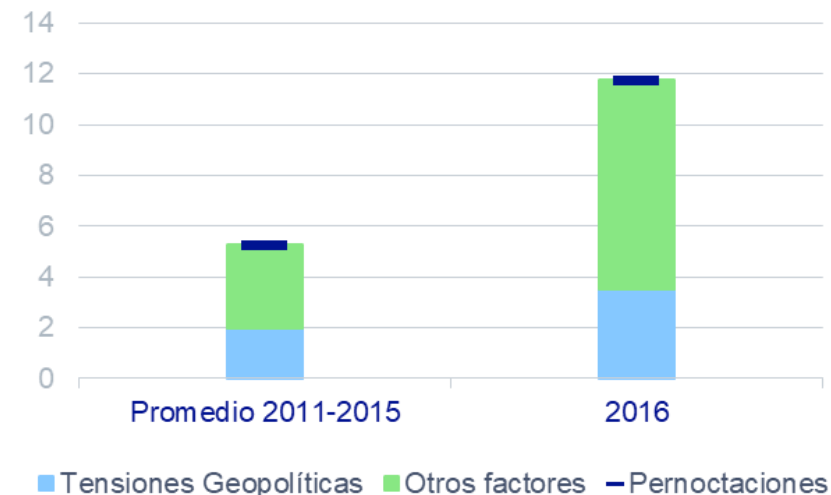
En 2026 y 2027 la expansión continuará

El consumo de no residentes muestra resiliencia y podría verse favorecido por las tensiones geopolíticas

- La evolución reciente del gasto por parte de **extranjeros en España ha sido más favorable** de lo esperado, incluso sufriendo una climatología adversa y 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, de la mejora de la productividad (por la desestacionalización) y de la inmigración.
- A esto se añade ahora **el conflicto militar en Oriente Medio, que podría desincentivar los viajes a los países afectados**, pero también a zonas turísticas cercanas, como las situadas en el este del Mediterráneo.
- En el pasado, episodios como la Primavera Árabe o atentados terroristas provocaron **redireccionamientos de viajeros que beneficiaron al turismo en España**.¹

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

CONTRIBUCIONES AL CRECIMIENTO DE LAS PERNOCTACIONES DE EXTRANJEROS EN ESPAÑA
(VARIACIÓN ANUAL EN PORCENTAJE)



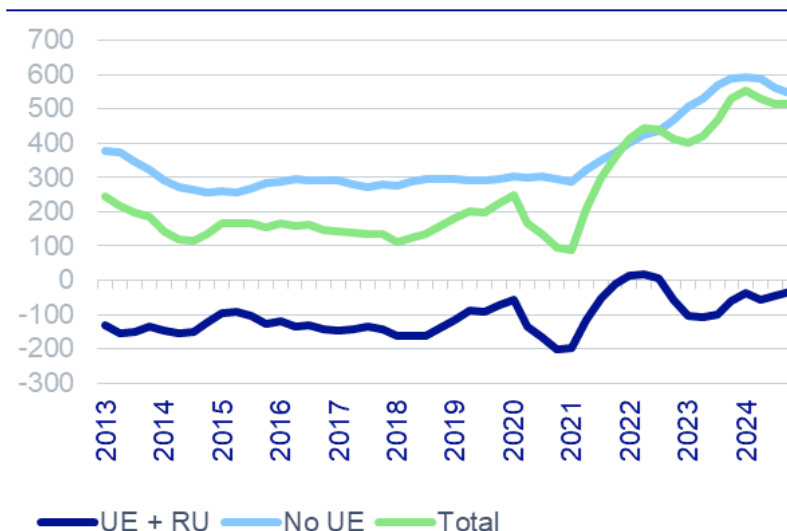
Fuente: BBVA Research (2016)

En 2026 y 2027 la expansión continuará

La regularización 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 EPA y el de ocupadas no afiliadas a la Seguridad Social, **se ha duplicado desde 2021** hasta superar las 500 000 personas en 2024.
- **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 la Comunidad de Madrid han ganado peso en la distribución de la población ocupada en situación irregular hasta representar la mitad en 2024.

DIFERENCIA ENTRE OCUPACIÓN EPA Y POBLACIÓN AFILIADA POR NACIONALIDAD*
(MEDIAS MÓVILES ÚLTIMOS 4 TRIM., MILES DE PERSONAS)



*Promedios mensuales de afiliación diaria (días hábiles).

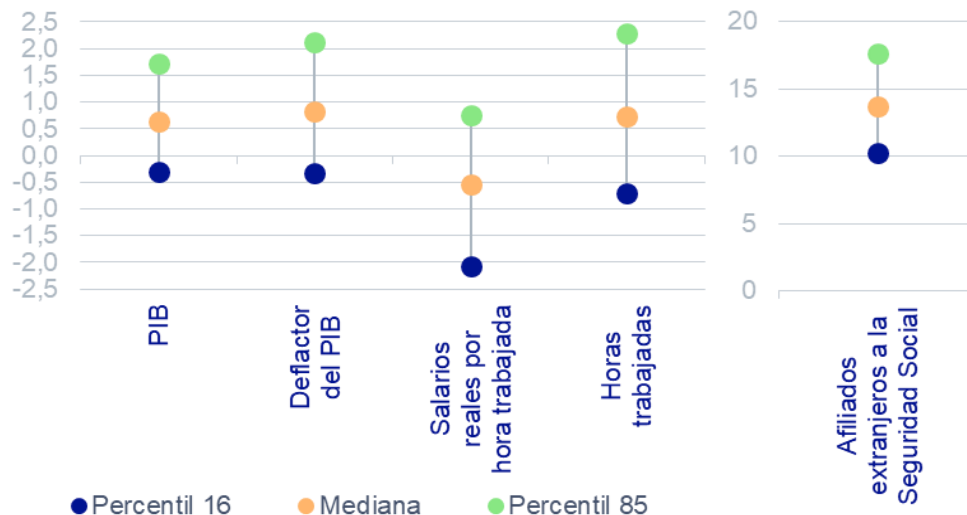
Fuente: BBVA Research y Fedea. Véase [OTMT \(2026\)](#)

En 2026 y 2027 la expansión continuará

La regularización podría afectar a 550 000 personas ocupadas de nacionalidad extracomunitaria

- **La regularización extraordinaria aumentará la afiliación a la Seguridad Social** de población extranjera y podría tener efectos positivos sobre las horas trabajadas totales, los precios y el PIB, aunque no se puede descartar un impacto casi nulo.
- **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.

IMPACTO ESTIMADO DE LA REGULARIZACIÓN EN UN AÑO
(DESVIACIONES RESPECTO A LOS NIVELES EN AUSENCIA DEL SHOCK EN PP)



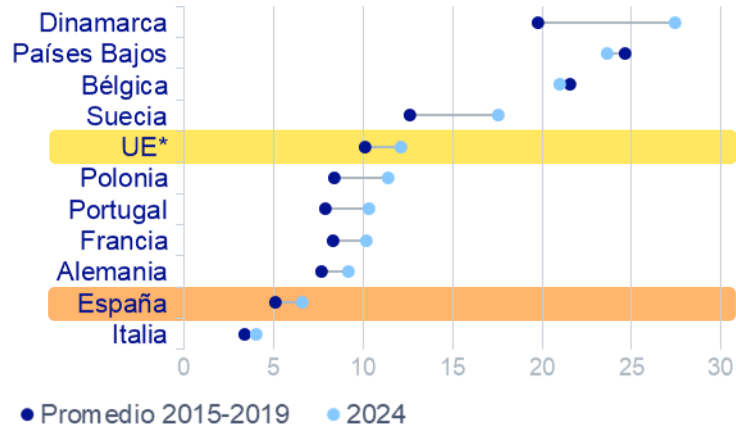
Nota: Estimaciones obtenidas por BBVA Research a partir de un BSVAR identificado con restricciones narrativas, de signos y elasticidades, estimado para el periodo 2000-2019.

Fuente: BBVA Research

En 2026 y 2027 la expansión continuará

Las exportaciones de servicios no turísticos tienen espacio para mantener un crecimiento elevado

EXPORTACIONES DE SERVICIOS NO TURÍSTICOS POR PAÍS (PORCENTAJE DEL PIB, PRECIOS CORRIENTES)



BRECHA ENTRE ESPAÑA Y LA UE27* EN EXPORTACIONES DE SERVICIOS NO TURÍSTICOS SEGÚN TIPO DE SERVICIO (PUNTOS PORCENTUALES DE PIB, PRECIOS CORRIENTES, 2024)



* El total de la UE excluye a Irlanda.

Fuente: BBVA Research a partir de Eurostat

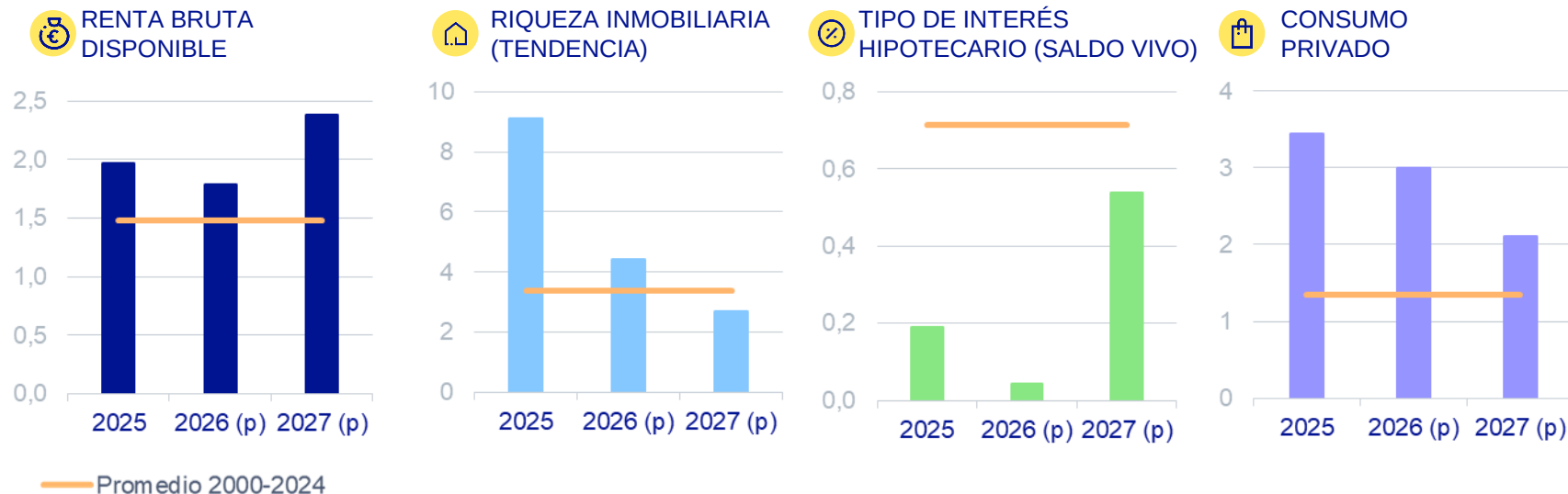
Las exportaciones de servicios no turísticos se consolidan como el componente más dinámico del sector exterior en España, aunque su peso en el PIB aún se sitúa 6 puntos por debajo del promedio de la UE, lo que refleja margen de convergencia. El aumento previsto en 2026-2027 continuará apoyándose en los servicios digitales y de conocimiento

En 2026 y 2027 la expansión continuará

La mejora de la renta y una política monetaria expansiva apoyarán el avance del consumo de los hogares

DETERMINANTES SELECCIONADOS DEL CONSUMO PRIVADO Y PREVISIONES

(PORCENTAJES, EN TÉRMINOS REALES, VARIACIÓN PROMEDIO ANUAL, EXCEPTO TIPO DE INTERÉS HIPOTECARIO)



(p): previsión.

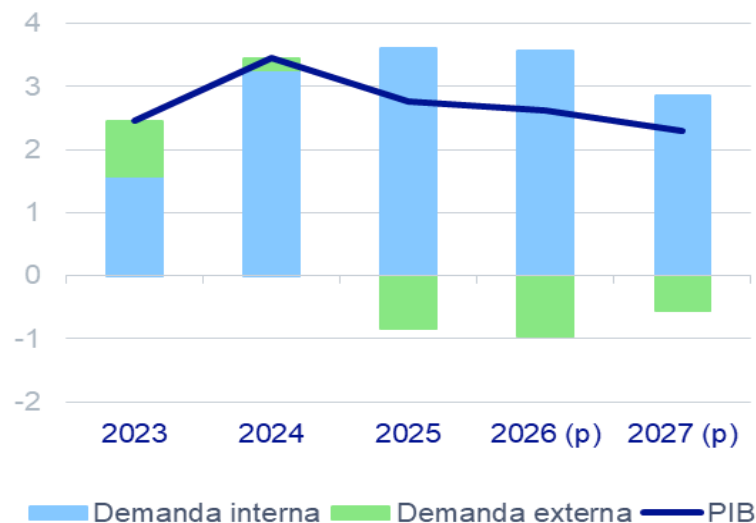
Fuente: BBVA Research a partir de INE y BdE

En 2026 y 2027 la expansión continuará

El crecimiento dependerá cada vez más de la demanda interna

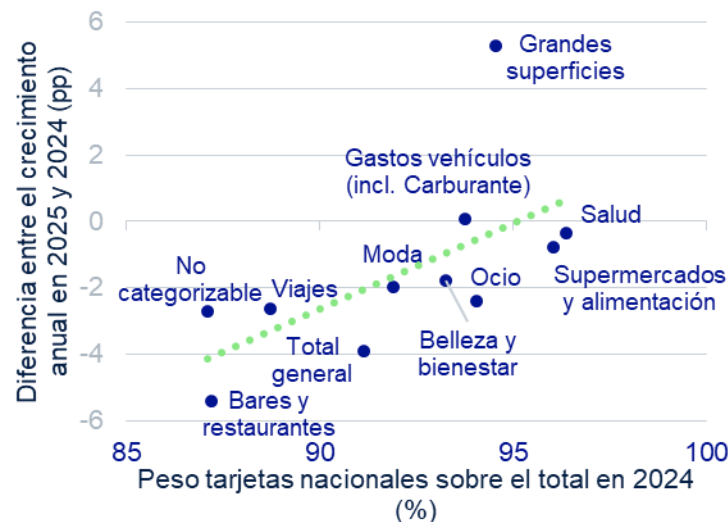
PIB, DEMANDA INTERNA Y EXTERNA

(VARIACIÓN ANUAL EN PORCENTAJE Y CONTRIBUCIONES EN PP)



GASTO PRESENCIAL TOTAL CON TARJETA (DE ENTIDADES ESPAÑOLAS Y EXTRANJERAS)

(PORCENTAJE Y PP)



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

Fuente: BBVA Research a partir de BBVA

En 2026 y 2027 la expansión continuará

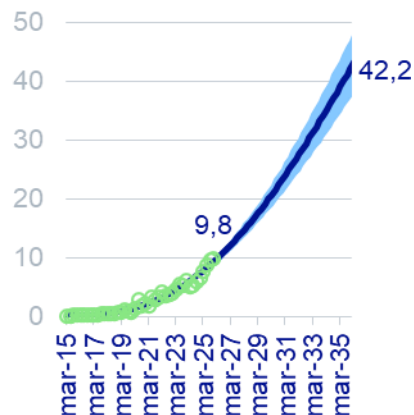
La mejora de la renta disponible, el aumento de la financiación y las políticas de descarbonización favorecerán el consumo, especialmente de bienes duraderos

- **El Plan Auto 2030**, presentado a finales de 2025, 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**.
- 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.

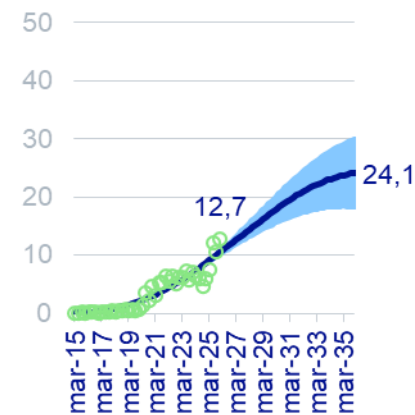
CUOTA DE MERCADO DE LOS TURISMOS ELECTRIFICADOS

(PORCENTAJE DE LAS MATRICULACIONES DE TURISMOS)

VEHÍCULO ELÉCTRICO



VEHÍCULO HÍBRIDO ENCHUFABLE



*Estimación de un sistema de tres ecuaciones no lineales que representan la evolución de la cuota de mercado de los turismos eléctricos puros, híbridos enchufables y resto entre el 1T2015 y el 4T2025. IC al 95%. Fuente: BBVA Research a partir de ACEA e Ideauto

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

Fondo soberano España Crece



Objetivo: movilizar **23 000 millones de euros** para vivienda asequible (recursos públicos y privados).



Meta: inicial 15 000 viviendas al año (inversión público-privada).



**Impacto
Estimado**

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.

Limitaciones



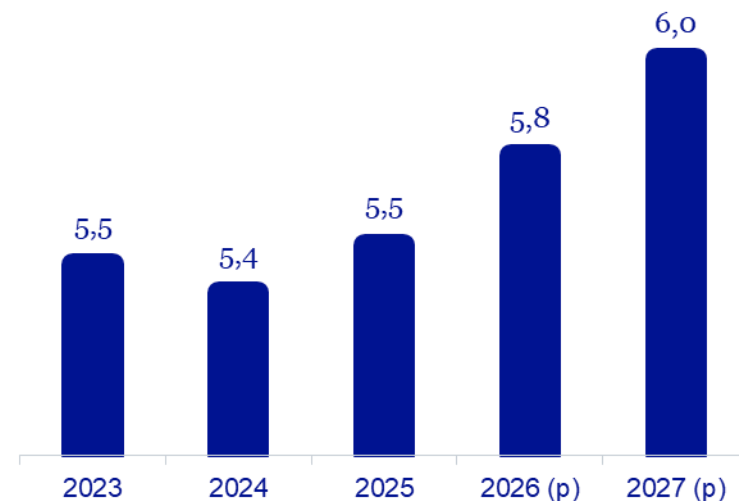
La falta de suelo finalista, los largos plazos de transformación y la falta de mano de obra pueden alterar la eficacia de la medida. Además, el ciclo de construcción puede ser de 7 años y el problema es urgente.

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

- **La inversión en vivienda seguirá ganando peso en el PIB**, impulsada por la necesidad de reducir el fuerte déficit acumulado y por unos fundamentales de demanda favorables.
- **El desequilibrio entre creación de hogares y oferta de vivienda nueva podría superar las 700 000 unidades en 2027**, manteniendo una presión estructural sobre el mercado.
- **Los precios de la vivienda continuarán creciendo con fuerza** (10,2 % en 2026 y 6,8 % en 2027) como reflejo de este desajuste entre oferta y demanda.
- **El encarecimiento incentivará la producción, aunque persisten cuellos de botella estructurales** como la escasez de suelo finalista, mano de obra limitada y bajos avances en productividad.

INVERSIÓN EN VIVIENDA
(PORCENTAJE DEL PIB REAL)



(p): previsión.

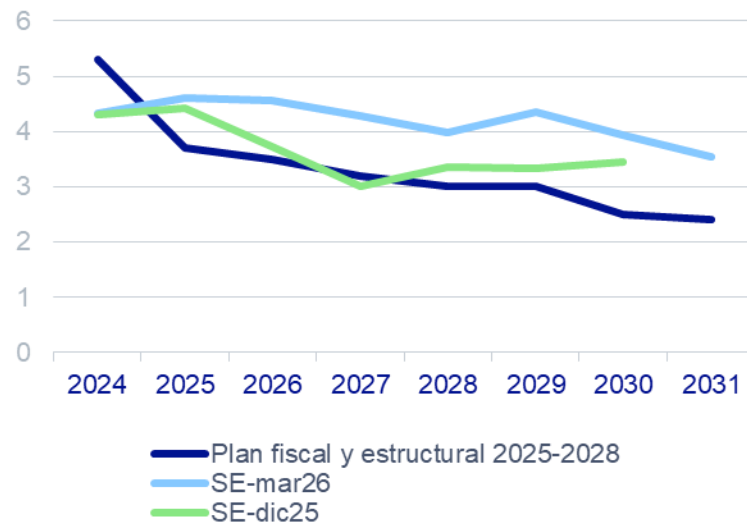
Fuente: BBVA Research a partir de INE

En 2026 y 2027 la expansión continuará

La política fiscal respaldará el crecimiento de la demanda interna

- El nuevo escenario incorpora una política fiscal más **expansiva de lo previsto**, al abandonar el supuesto de cumplimiento estricto de las reglas fiscales europeas. La ausencia de presupuestos en 2026, tanto en el Estado como en buena parte de las comunidades autónomas, aumenta el riesgo de desviación.
- En este contexto, **se prevé un crecimiento del gasto primario neto promedio anual del 4,6 % durante el periodo 2025-2031**, frente al 3,0 % contemplado en el Plan de ajuste.
- **El déficit público se situaría en el 2,3 % del PIB en 2026 y en el 2,4 % en 2027**, empeorando en 0,2 pp y 0,6 pp, respectivamente, las previsiones de hace tres meses.
- **Todo lo demás constante, el cumplimiento estricto de las reglas fiscales exigiría un ajuste adicional del gasto cercano a 8 800 millones anuales**, equivalente a una corrección estructural promedio de 0,6 pp del PIB cada año.

GASTO PRIMARIO NETO DE MEDIDAS DE INGRESOS (VARIACIÓN ANUAL EN PORCENTAJE)



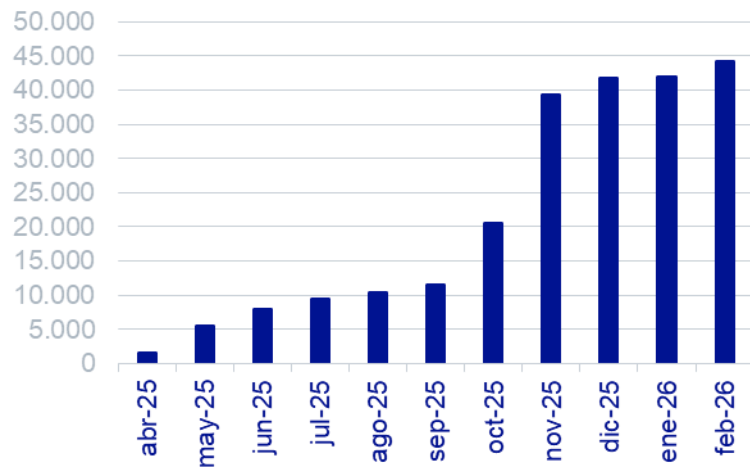
Fuente: BBVA Research a partir de Ministerio de Hacienda

En 2026 y 2027 la expansión continuará

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

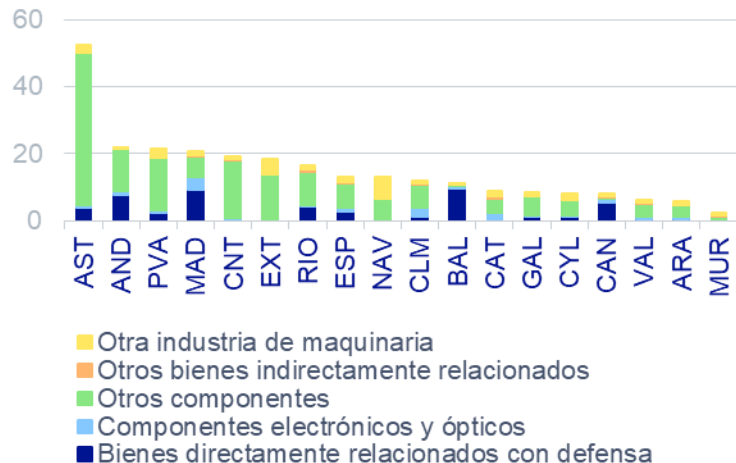
(SEGÚN EL PRESUPUESTO PREVISTO, ACUMULADO EN
MILLONES DE EUROS)



Fuente: BBVA Research a partir de las referencias del Consejo de Ministros

EXPORTACIONES DE BIENES RELACIONADOS CON LA DEFENSA

(PORCENTAJE DEL TOTAL DE EXPORTACIONES
REGIONALES, 2014-2024)



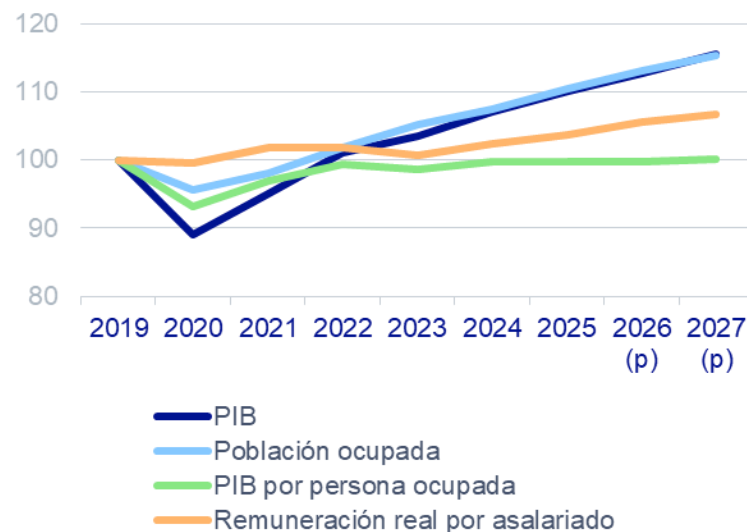
Fuente: BBVA Research a partir de Datacomex

Perspectivas positivas, pero con retos estructurales

Las revisiones al alza en la serie de PIB y de inversión muestran una mayor capacidad de crecimiento de la economía

- **La expansión del PIB y del empleo continúa, pero la productividad se estanca.** La economía crece gracias a la capacidad de creación de empleo, impulsada por la inmigración.
- Las previsiones indican que tanto el PIB como el número de personas ocupadas podrían situarse en 2027 alrededor de un 15 % por encima de lo observado en 2019.
- 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.
- **El 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.

PIB, EMPLEO, PRODUCTIVIDAD Y REMUNERACIÓN
(2019 = 100)



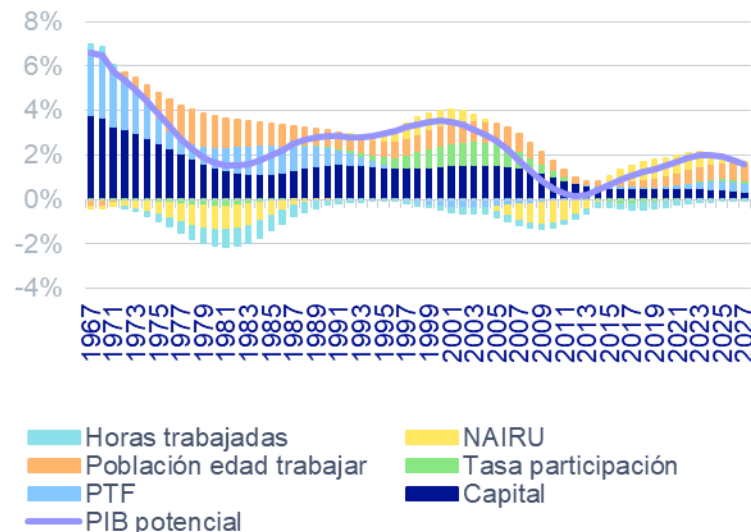
(p): previsión.
Fuente: BBVA Research a partir de INE

Perspectivas positivas, pero con retos estructurales

Las revisiones al alza en la serie de PIB y de inversión muestran una mayor capacidad de crecimiento de la economía

- 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 %.
- Alrededor de la mitad del aumento en el producto se centra en una **contribución positiva de la capacidad de creación de empleo** por el fuerte aumento que se ha producido en la población en edad de trabajar como consecuencia de la **inmigración**.
- Mantener estos niveles dependerá de la **capacidad para sostener los motores que han explicado este crecimiento hasta ahora**.

DESCOMPOSICIÓN DE LA VARIACIÓN DEL PIB POTENCIAL (%)



Perspectivas positivas, pero con retos estructurales

Para mantener el crecimiento hacia delante es necesario fomentar un entorno favorable para la inversión en sectores clave

- El 88 % de los nodos de la red de distribución eléctrica están saturados.
- **La falta de electricidad puede ser un cuello de botella adicional para la construcción** que se añade a los ya conocidos.
- Hay provincias donde las viviendas que se pueden construir con la capacidad eléctrica disponible son insuficientes para hacer frente al déficit existente.
- **Es necesario llevar a cabo inversiones para que el suministro de energía deje de ser un obstáculo** tanto para el sector de la construcción como para el desarrollo económico en general.

DÉFICIT DE VIVIENDA EN ESPAÑA Y VIVIENDAS QUE SE PUEDEN CONSTRUIR CON LA CAPACIDAD ELÉCTRICA EXISTENTE (NÚMERO DE VIVIENDAS)



* Viviendas que se pueden construir considerando que los hogares consumen un 31,5% de la electricidad total disponible en España (según Eurostat) y cada hogar se conecta a una potencia de 5 KW.

Fuente: BBVA Research a partir de MIVAU, MITMA, INE y mapas de demanda de las distribuidoras eléctricas

Perspectivas positivas, pero con retos estructurales

El aumento reciente de la participación laboral, impulsado por la inmigración, es cíclico

CONTRIBUCIONES A LA VARIACIÓN DE LA TASA DE ACTIVIDAD

(VARIACIÓN ACUMULADA EN PORCENTAJE Y PUNTOS PORCENTUALES, DATOS CVEC)



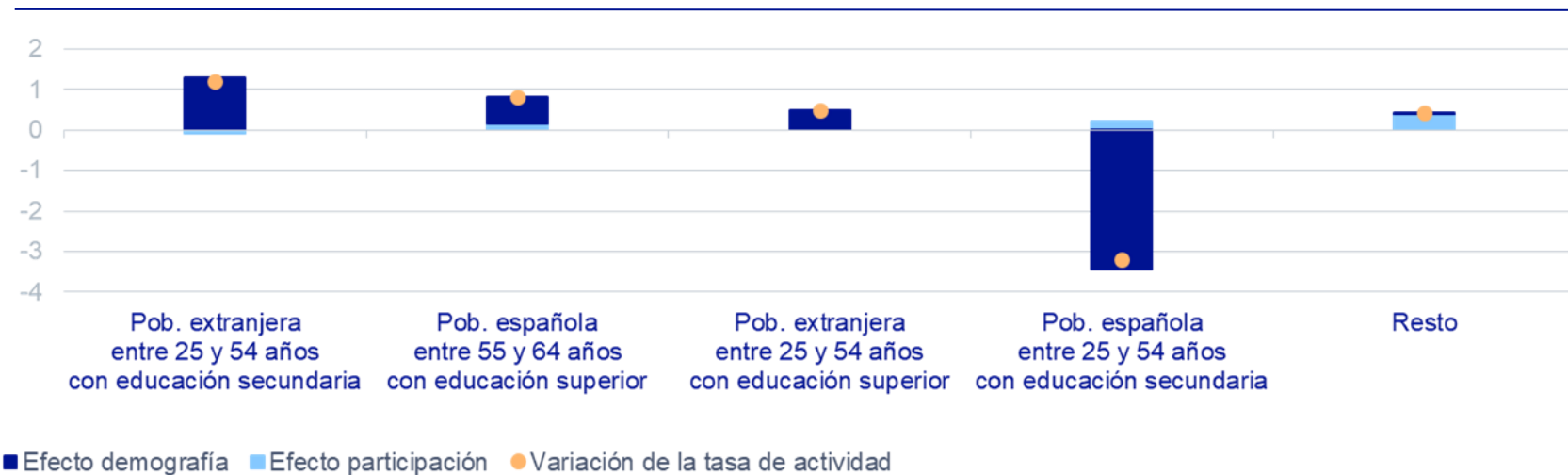
Efecto participación: variación en la tasa de actividad (TA) debida a cambios en la participación laboral de los diferentes grupos poblacionales, manteniendo constantes sus pesos en la población en edad de trabajar.
Efecto demografía: variación en la TA debida a cambios en el peso de cada grupo en la población en edad de trabajar, asumiendo que sus TA se mantienen constantes.
Fuente: BBVA Research a partir de INE

Perspectivas positivas, pero con retos estructurales

El envejecimiento de la población española explica la caída del componente estructural de la tasa de actividad, parcialmente compensado por la inmigración y el aumento del nivel educativo

CONTRIBUCIONES A LA VARIACIÓN TENDENCIAL DE LA TASA DE ACTIVIDAD ENTRE 2020 Y 2025

(VARIACIÓN ACUMULADA EN PORCENTAJE Y PUNTOS PORCENTUALES, DATOS CVEC)



Efecto participación: variación en la tasa de actividad (TA) debida a cambios en la participación laboral de los diferentes grupos poblacionales, manteniendo constantes sus pesos en la población en edad de trabajar.

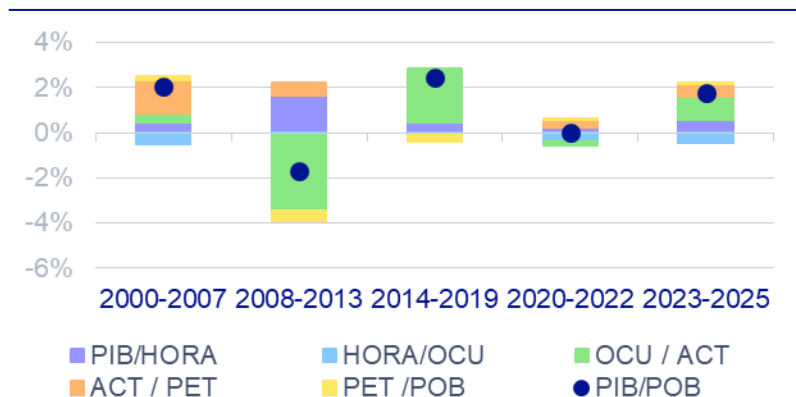
Efecto demografía: variación en la TA debida a cambios en el peso de cada grupo en la población en edad de trabajar, asumiendo que sus TA se mantienen constantes.

Fuente: BBVA Research a partir de INE

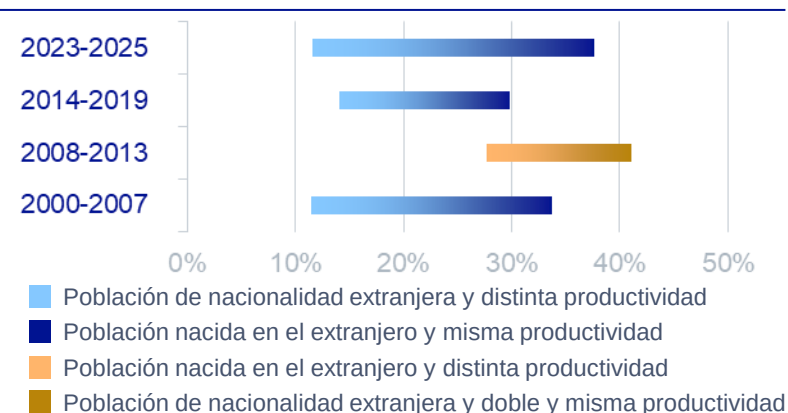
Perspectivas positivas, pero con retos estructurales

La inmigración, clave para el incremento del PIB per cápita

COMPONENTES DE LA VARIACIÓN MEDIA ANUAL DEL PIB PER CÁPITA* (% Y PP)



CONTRIBUCIÓN DE LA POBLACIÓN EXTRANJERA A LA VARIACIÓN ANUAL DEL PIB PER CÁPITA** (%)



* HORAS: horas trabajadas. OCU: población ocupada. ACT: población activa. PET: población en edad de trabajar. POB: población.

** Los rangos dependen de la definición de población extranjera y población en edad de trabajar y de la estimación del diferencial de productividad por hora entre la población española y la extranjera.

Fuente: BBVA Research a partir de INE

El PIB per cápita ha crecido un 1,8% anual desde 2023, impulsado por la creación de empleo y el avance de la tasa de participación y de la productividad. La población extranjera explica entre un 12% y un 38% del aumento

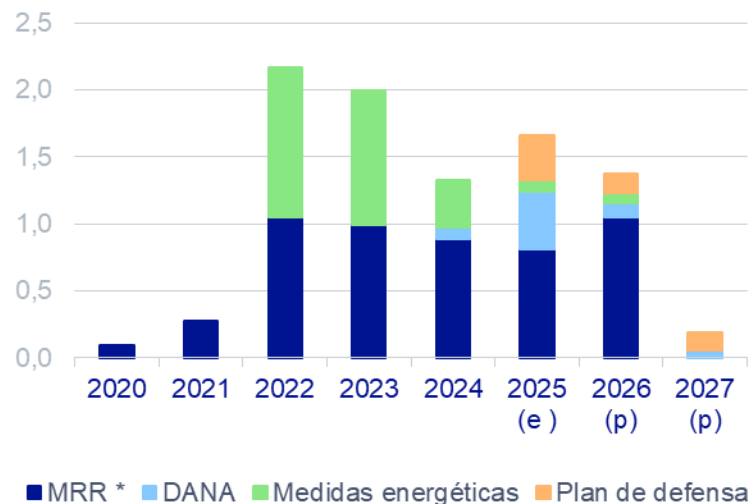
Perspectivas positivas, pero con retos estructurales

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

- El agotamiento de los fondos del **Mecanismo de Recuperación y Resiliencia (MRR)** podría generar **volatilidad en la inversión**, con riesgo de retroceso en la segunda mitad de 2026 por el “efecto precipicio”.
- El **impulso asociado a las ayudas por la DANA** (se estima que habría alcanzado en torno a 8 800 millones, 0,5 % del PIB hasta dic-25) **se irá diluyendo**, tras haberse concentrado principalmente en el primer trimestre del año pasado.
- La **necesidad de cumplir con las reglas fiscales reforzará esta moderación del impulso fiscal**, limitando el margen de apoyo adicional a la actividad, pese al incremento esperado en el gasto en defensa.
- En función de cómo se desarrolle el conflicto en Irán, el impulso fiscal adicional podría verse afectado por las medidas fiscales que se aprueben para paliar sus efectos.

IMPULSO FISCAL DISCRECIONAL

(% DEL PIB)



Nota: se asume que se completan todas las inversiones financiadas con las transferencias del MRR hasta agosto de 2026. (e): estimado. (p): previsión.

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

Perspectivas positivas, pero con retos estructurales

La propuesta de reforma del SFA* mejora el punto de partida, reduce desequilibrios, pero mantiene la incertidumbre sobre la sostenibilidad y equidad del sistema a largo plazo

MEJORAS DEL MODELO



Es un **modelo general** para todas las comunidades autónomas de régimen común (se aleja de una financiación singular).

Avanza en la **simplificación, transparencia y equidad** del sistema.

Mejora en el cálculo de la población ajustada como variable para aproximar las necesidades de gasto.

Aumenta la **capacidad tributaria** y reduce de la dependencia de la nivelación.

LIMITACIONES



El mantenimiento del **statu quo** limita su capacidad transformadora.

Aumenta la **cesión de impuestos** pero no la capacidad normativa.

La población ajustada sigue midiendo necesidades potenciales, no costes reales.

Supone un **trasvase estructural de recursos** desde el Estado.

HACIA DÓNDE AVANZAR



Reducir mecanismos de ajuste ad hoc que desvirtúan la equidad del sistema.

Mejorar el cálculo de los ingresos fiscales normativos.

Apostar por nivelación parcial pero elevada y respetuosa con la ordinalidad.

Buscar amplio **consenso** político.

ASUNTOS PENDIENTES



Cómo **compensará** el Estado la pérdida de recursos.

Reestructuración y absorción parcial de deuda autonómica.

Reforma o eliminación progresiva del FLA.

Mejora institucional y reglas de revisión futura.

Aumento de la corresponsabilidad fiscal.

(*): Sistema de financiación autonómica

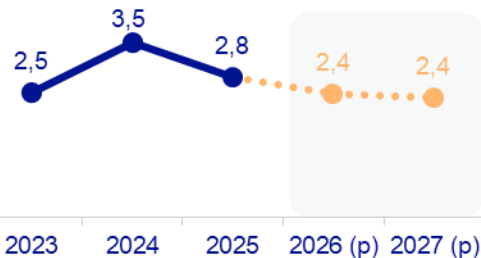
3. Marzo 2026

Previsiones

Previsiones

CRECIMIENTO DEL PIB

(%)



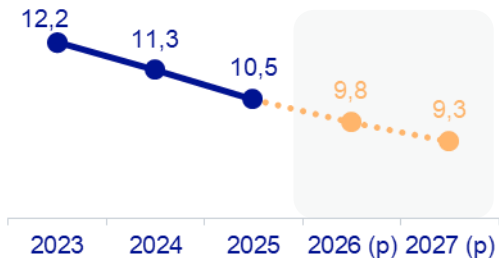
CRECIMIENTO DEL EMPLEO EPA

(%)



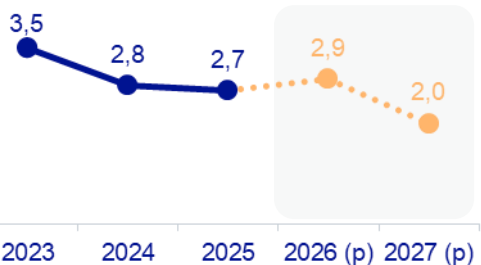
TASA DE PARO

(%)



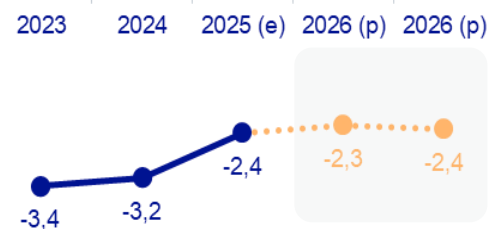
INFLACIÓN MEDIA ANUAL

(%)



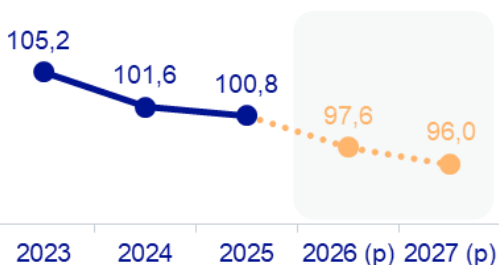
DÉFICIT PÚBLICO

(% DEL PIB)



DEUDA PÚBLICA

(% DEL PIB)



(e): estimación. (p): previsión.

Fuente: BBVA Research a partir de INE y BdE

Previsiones

% a/a	2023	2024	2025	2026 (p)	2027 (p)
Gasto en consumo final nacional	2,5	3,0	3,0	2,7	2,3
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*	1,6	3,3	3,6	3,3	2,9
Exportaciones	2,2	3,2	3,4	2,0	3,6
Exportaciones de bienes	-1,5	0,1	0,7	0,4	3,6
Exportaciones de servicios	11,3	9,8	8,3	4,7	3,6
Servicios no turísticos	6,6	8,1	10,9	4,9	4,4
Consumo final de no residentes en el territorio económico	19,1	12,4	4,6	4,5	2,5
Importaciones	0,0	2,9	6,3	4,8	5,7
Demanda externa*	0,9	0,2	-0,8	-0,8	-0,6
PIB real pm	2,5	3,5	2,8	2,4	2,4

(p): previsión.

Fuente: BBVA Research a partir de INE

Previsiones

% a/a	2023	2024	2025	2026 (p)	2027 (p)
Empleo CNTR (equivalente a tiempo completo)	3,6	2,8	3,1	2,0	1,8
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
IPC (media anual)	3,5	2,8	2,7	2,9	2,0
Deflactor del PIB	6,4	3,0	3,0	3,1	2,0
Déficit Público (% PIB)	-3,4	-3,2	-2,4	-2,3	-2,4
Deuda Pública (% PIB)	105,2	101,6	100,8	97,6	96,0

(p): previsión.

Fuente: BBVA Research a partir de INE y BdE

Aviso legal

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

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

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

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

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

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

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

BBVA

Research