

Situación España

Marzo 2025



Situación y perspectivas de la economía española

Marzo 2025

Resumen

El crecimiento del PIB en 2024 habría alcanzado el 3,2 %, una décima por encima de lo esperado hace tres meses. La evolución reciente de los indicadores de actividad confirma una aceleración en la creación de empleo, un mayor protagonismo del consumo de los hogares y la resiliencia de las exportaciones de servicios. Con estos vientos de cola, el avance del PIB se mantendría elevado al comienzo del año y estimamos que se situará alrededor del 0,7 % trimestral en el primer trimestre de 2025.

La recuperación del PIB continuará en 2025 (2,8 %) y 2026 (1,8 %) de la mano de distintos factores. Por un lado, se espera que las ganancias de competitividad obtenidas hasta ahora se mantengan gracias a la caída en el precio del petróleo, la inversión en la producción de energía renovable, la depreciación del euro frente al dólar y la inmigración. Las exportaciones de servicios y la industria se están viendo particularmente beneficiados por esta tendencia. La disminución de la inflación a niveles alrededor del 2 % permitirá que, en un mercado laboral tenso, con salarios al alza, la renta bruta disponible siga creciendo en términos reales. Por su parte, los tipos de interés continuarán cayendo, al tiempo que la política monetaria se vuelve más expansiva. Esto beneficiará, sobre todo, a sectores cuya demanda es intensiva en el uso del crédito, como los que comercializan bienes de consumo duraderos y, en especial, viviendas. La política fiscal no tendrá un tono contractivo en 2025, dadas las medidas anunciadas para apoyar a las familias y empresas afectadas por la DANA. La tasa de paro disminuye sin que aumente el porcentaje de vacantes sin cubrir, lo que puede estar señalando mejoras de eficiencia en el mercado laboral. El PIB en España está a punto de recuperar la tendencia de crecimiento anterior a la pandemia, algo que queda lejos para la eurozona.

A pesar de la evolución positiva de la economía, la probabilidad de ocurrencia de escenarios de riesgo está repuntando. El encarecimiento del gas puede poner en peligro la competitividad de las manufacturas intensivas en el uso de energía. El estancamiento en la eurozona -el principal socio comercial de España- lastra el avance de las exportaciones de bienes. Estas padecerán la incertidumbre relacionada con los cambios en la política comercial de EE. UU. y las posibles respuestas alrededor del mundo. El entorno geopolítico puede cambiar el tono que se esperaba de la política fiscal en Europa y hacerla más expansiva. La tasa de ahorro de los hogares en España se mantiene atípicamente elevada, lo que evidencia los limitantes del consumo privado para liderar el crecimiento. En comparación a otras fases expansivas, la inversión sigue sin mostrar una respuesta acorde con el ritmo de crecimiento del PIB. Las políticas anunciadas para hacer frente a los desequilibrios en la construcción de vivienda son, en buena parte, bienvenidas, pero insuficientes. La incertidumbre de política económica crece ante la falta de consensos, tanto a nivel nacional como europeo. Los escenarios hacia delante serán particularmente dependientes de las decisiones que se tomen relacionadas con la política comercial y la fiscal.

Se confirma una aceleración en la creación de empleo, un mayor protagonismo del consumo de los hogares y la resiliencia de las exportaciones de servicios

El avance del PIB se situó por encima de lo previsto en el 4T24 y podría mantenerse elevado en el 1T25. La estimación adelantada de la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR) indica que el PIB aumentó un 0,8 % trimestral en el cuarto trimestre de 2024, prolongando el dinamismo observado tanto en el segundo como en el tercer trimestre del año pasado. Este dato se situó 0,2 puntos porcentuales (pp) por encima de lo previsto en el escenario central de BBVA Research del mes de diciembre.¹ La información que se conoce de enero y febrero apunta a que la recuperación continúa y que la creación de empleo sigue fuerte. En particular, los datos de afiliación a la Seguridad Social muestran una aceleración que, de continuar, elevaría su crecimiento trimestral hasta el 0,7 % en el 1T25, 3 y 2 décimas superior a lo observado en el tercer y cuarto trimestres de 2024, respectivamente. Esto, junto con el resto de indicadores disponibles, apuntan a que **el crecimiento del PIB en el 1T25 podría situarse en el 0,7 % trimestral.**

La demanda interna sigue ganando tracción, mientras que la externa vuelve a tener una contribución negativa. Las estimaciones preliminares del INE muestran que el gasto doméstico contribuyó con 1,2 pp al aumento trimestral del PIB durante el 4T24, su mayor aportación en los últimos tres años. La tendencia de los indicadores que se conocen sobre el gasto de los consumidores sugieren que esta fortaleza se estaría manteniendo en el 1T25 (0,8 pp). Por su parte, la demanda externa neta mostró una contribución atípicamente negativa en el 4T24 (-0,4), que puede repetirse, aunque con menos intensidad, en el 1T25 (-0,1 pp).

Se consolida la transición hacia un modelo de crecimiento basado en el gasto de los hogares españoles y tal vez en la inversión de las empresas. Las familias incrementan su consumo de servicios y bienes duraderos, mientras que moderan el de bienes perecederos y semiduraderos (vestido y calzado, fundamentalmente). Por su parte, el consumo público se desacelera, en parte, como consecuencia de la menor contribución de las remuneraciones, en un entorno de menor creación de empleo en las administraciones públicas. Por su parte, la adquisición de maquinaria y equipo se vio afectada positivamente por el impacto de las ayudas para apoyar a las personas y empresas afectadas por la DANA que azotó a varias provincias del este peninsular, principalmente a Valencia. La inversión en construcción residencial comienza a mostrar signos de una recuperación sostenida, con avances que reflejan la urgencia de incrementar la oferta de vivienda.

Las exportaciones de servicios turísticos continúan mostrando fortaleza, en un entorno de estancamiento para el resto de ventas al exterior. El consumo de no residentes aumentó un 4,6 % trimestral en el 4T24, y los datos conocidos al inicio de 2025, como el gasto con tarjeta de extranjeros en puntos de venta de BBVA, adelantan una consolidación de los altos niveles de actividad alcanzados o, incluso, un leve crecimiento adicional. Este dinamismo de la demanda externa de servicios (sobre todo turísticos) no se ha trasladado a las exportaciones de bienes, que cayeron en el último trimestre de 2024. En general, este componente de la demanda muestra un estancamiento que alcanza ya un par de años.

1: Véase [BBVA Research \(2024\)](#): "Situación España. Diciembre 2024". BBVA.

El impacto de la DANA en la evolución de la economía habría sido menos negativo de lo previsto

La recuperación de los indicadores de actividad en las zonas más afectadas por las inundaciones ha sido más rápida de lo previsto, en buena parte gracias al soporte que han supuesto las medidas implementadas. El análisis agregado y anonimizado de las transacciones con tarjetas emitidas por BBVA y compras realizadas en TPV de BBVA apunta a que el gasto presencial realizado en la provincia de Valencia estaría mostrando ya un diferencial positivo de crecimiento (entre 2 y 3 pp) respecto a lo observado en el resto de España. Esto supone una fuerte recuperación con respecto a la semana de la DANA, cuando la diferencia alcanzó los 20 pp por debajo. Además, contrasta también con lo que se observaba antes de la desgracia, cuando el avance del gasto en la provincia evolucionaba entre 2 y 3 pp por debajo del resto del país. De la misma manera, los datos del mercado laboral, bien de los trabajadores afectados por un ERTE o bien de la afiliación a la Seguridad Social, apuntan a que en el inicio de 2025, el nivel de empleo actual se encuentra 2 décimas por encima del que se hubiese observado en un escenario sin las inundaciones.

La economía europea sigue mostrando un bajo crecimiento, que lastra el avance de la demanda externa de bienes en España

El crecimiento del PIB de Europa en el cuarto trimestre de 2024 y el primero de 2025 se situaría por debajo de lo previsto en el escenario de BBVA Research de diciembre. En los últimos tres meses del año pasado, el incremento trimestral del PIB apenas habría alcanzado el 0,2 %, mientras que en el inicio de 2025 no se espera que el dinamismo de la actividad esté siendo diferente (0,2 %). Si bien la composición por país sigue mostrando cierta heterogeneidad, tres de las principales economías de la eurozona (Francia, Alemania e Italia) habrían entrado en un período de estancamiento o, incluso, de caída del PIB. El tono restrictivo de la política monetaria impide un avance importante del consumo de los hogares, cuya tasa de ahorro se mantiene elevada. Por otro lado, las exportaciones continúan sin mostrar la fortaleza necesaria para que la economía de la eurozona pueda alcanzar tasas de crecimiento elevadas.

Los indicadores de confianza apuntan a un estancamiento, en parte influenciados por el entorno geopolítico y la incertidumbre interna. Los cambios de Gobierno en Francia y Alemania han acrecentado las dudas sobre la evolución de la política fiscal dentro de la eurozona. Además, el cambio de presidente en EE. UU. ha traído preguntas sobre el futuro de la política comercial americana y su impacto sobre la economía europea. Por su parte, el precio del gas ha subido, no sólo por condiciones climáticas más adversas. Las diferencias entre la administración Trump y el Gobierno de Ucrania sobre la posible firma de un acuerdo de paz con Rusia han acentuado la volatilidad en algunos mercados. En este contexto, Europa se replantea el modelo de crecimiento, su abastecimiento energético, alimentario y estratégico y su política de seguridad. Las decisiones que se tomen durante los próximos meses serán clave para determinar si la velocidad de salida se acelera, si se mantienen las perspectivas de estancamiento secular o, incluso, si el nivel de actividad desciende. **En un entorno sin cambios en la política económica, se prevé que el crecimiento del PIB en la eurozona continúe alrededor del 1 % tanto en 2025 como en 2026. A este respecto, de particular importancia será la rapidez y cuantía de las políticas que puedan implementarse, sobre todo por parte del nuevo Gobierno alemán para reforzar la construcción de infraestructuras o aumentar el gasto en defensa.**

Aunque existen riesgos al alza, en el escenario más probable, la inflación general en la eurozona continuará su tendencia a la baja. El sesgo proviene de la ya mencionada volatilidad de los precios de la energía y del actual entorno geopolítico. Sin embargo, distintos factores apoyan la tendencia de caída en el

avance de los precios. Por un lado, la economía crece por debajo de su potencial. Consistente con lo anterior, el mercado laboral comienza a mostrar señales de debilitamiento. Los salarios continúan aumentando, aunque muestran ya una desaceleración que permitirá reducir su contribución al incremento en los costes laborales y a la formación de precios durante los próximos trimestres. Esto debería permitir que las presiones provenientes del sector servicios se moderen. El tono restrictivo de la política monetaria ha tenido un impacto significativo en los sectores intensivos en el uso de crédito, como la construcción. Todo lo anterior permitirá que la inflación continúe su tendencia descendente y se consolide alrededor del objetivo del BCE a partir del verano.

El tipo de interés de política monetaria podría caer hasta el 2,0 %, nivel que sería consistente con proveer de un estímulo moderado a la economía europea. El euríbor 12 meses se situaría alrededor del 2 % en la segunda mitad del año y se mantendría en ese nivel durante todo el horizonte de previsión. Con la inflación alrededor de la meta, el tipo de interés real evidenciaría la transición desde un tono restrictivo a uno expansivo. Esto contrastaría con las decisiones que tendrá que tomar la Reserva Federal de EE. UU., la cual deberá vigilar cómo se ejecutan los distintos anuncios del nuevo Gobierno y, en particular, los efectos en la inflación y en la actividad de los incrementos de aranceles anunciados, los cambios en la política fiscal y la restricción que puede suponer para el mercado laboral una menor inmigración. Por lo tanto, la divergencia entre los rendimientos en dólares y en euros consolidará la fortaleza del dólar. En particular, se espera que durante 2025 la cotización dólar/euro se mantenga apenas por encima de la unidad y que prosiga en ese nivel cierto tiempo, hasta que se vaya consolidando un entorno de mayor certidumbre y crecimiento en la eurozona. Hacia final de año se espera que por un euro se paguen 1,06 dólares y hacia diciembre de 2026 que la cotización sea de 1,11 dólares por euro.

En España se consolida un entorno de fuerte crecimiento en 2025 (2,8 %), aunque se mantiene la expectativa de desaceleración hacia delante (2026: 1,8 %)

Continuarán las ganancias de competitividad que han permitido el fuerte crecimiento de las exportaciones. Se estima que la depreciación nominal del euro frente al dólar de alrededor de un 3,2 % prevista para 2025 podría incrementar las ventas de bienes y servicios al exterior en aproximadamente 0,7 pp y el PIB, en 0,1 pp durante este año. A esto deberían añadirse la ventaja de las empresas españolas al tener acceso a una electricidad relativamente más barata y a un incremento de la fuerza laboral que permite un mayor control de los costes. Según BBVA Research, si las fuentes de origen renovable no hubiesen aumentado su peso en la producción de electricidad en los dos últimos años, su coste podría haber sido hasta un 20 % mayor. Cumplir con los objetivos del PNIEC permitiría que los precios bajaran un 20 % más de lo que lo harían en un escenario sin cambios adicionales en el peso de las energías renovables en la producción de electricidad. Por su parte, el coste del barril de petróleo podría situarse alrededor de los 75 dólares en promedio durante este año, una disminución del 6% frente a lo que se pagó el año pasado y considerablemente por debajo de los 99 dólares de 2022. Por otro lado, las personas con nacionalidad extranjera o doble nacionalidad explicaron un 79 % de la creación de empleo en 2024 y, cuando menos por el momento, no se observa un debilitamiento de esta contribución. Si bien es cierto que la productividad por hora trabajada cayó en el 4T24, la tendencia durante los últimos dos años ha sido positiva.

Los servicios y la industria son algunos de los principales beneficiarios de estas ganancias de competitividad. Se prevé que el consumo de no residentes siga avanzando con fuerza (6,7 % en 2025 y 3,0 % en 2026) y mantenga así una aportación elevada al crecimiento del PIB. El turismo extranjero continúa mostrando avances elevados durante las temporadas bajas. Además, ciertas ciudades tienen todavía capacidad sin utilizar y, en principio, podrían seguir absorbiendo visitantes si continúan los avances en la desestacionalización del turismo. La debilidad del euro y unos precios que no han aumentado tanto como en otros países mantendrán el atractivo

de España como destino. Por su parte, aunque las manufacturas y las exportaciones de bienes se han estancado en niveles similares a los observados en 2022, las perspectivas podrían mejorar. Si bien el incremento en el coste de la energía ha hecho que los sectores intensivos en su uso se vean negativamente afectados, la caída en su producción ha sido de sólo un 3,1 % durante los últimos dos años, cifra que compara positivamente con lo observado en el mismo período en Alemania (-8,9 %). Por su parte, el resto de la industria muestra un crecimiento del 0,8 %, frente a la caída en Alemania (-4,5 %).

La política fiscal finalmente no tendrá un tono contractivo en 2025. En principio, la aplicación de las reglas acordadas en la eurozona apuntaban a que el sector público lastraría la demanda interna. Sin embargo, dos factores harán que, al menos de momento, esto no se produzca. Por un lado, la falta de consenso en el Congreso ha llevado a que algunas de las medidas necesarias para cumplir con los compromisos adquiridos no estén aprobadas. Un ejemplo es el incremento de la carga tributaria sobre el diésel o sobre los beneficios de las empresas en el sector energético. Por otro, las medidas anunciadas para apoyar a las personas y empresas afectadas por la DANA en la provincia de Valencia han llegado con mayor rapidez de lo esperado. Además, su cuantía se ha ampliado desde que se aprobaron las primeras, a inicios de noviembre. En particular, entre transferencias y préstamos, las políticas anunciadas podrían alcanzar 1,3 pp del PIB de España. En todo caso, no todo lo prometido será gastado. Por ejemplo, el número de personas en ERTE ha sido inferior al previsto, y consecuentemente, los recursos necesarios para mantener el empleo han sido inferiores a lo presupuestado. BBVA Research estima que el estímulo final podría alcanzar 0,6 pp del PIB. Su impacto en el crecimiento de la economía dependerá de la eficiencia del gasto. En todo caso, supondrá un soporte importante para la demanda en el corto plazo, especialmente en sectores afectados, como el de maquinaria y equipo de transporte o el de la construcción. El impacto a medio y largo plazo estará condicionado por la destrucción ocasionada por las inundaciones, la suficiencia de las ayudas para reponer el capital físico perdido, los cuellos de botella y, sobre todo, qué tan eficiente sea su utilización para mejorar las perspectivas de crecimiento a futuro.

El cambio hacia una política monetaria más expansiva beneficiará a la inversión, sobre todo en los sectores intensivos en el uso del crédito. Parte de la falta de tono que ha mostrado la acumulación de capital durante los últimos dos años estaría ligada al incremento en el coste de financiación. La reducción en los tipos de interés, junto con el crecimiento del empleo y de la demanda interna, favorecerá la puesta en marcha de nuevos proyectos y la creación de empresas. En particular, se espera que durante los próximos trimestres se acelere la expansión tanto de la demanda como de la oferta de vivienda. Entre el 3T23 y el 3T25, el abaratamiento del coste de financiación permitirá mejorar la accesibilidad a la vivienda en 2,3 pp de la renta salarial media de los hogares. Por su parte, la inversión en construcción residencial podría pasar de mostrar incrementos del 1,4 % en 2024 al 5,5 y 6,6 % en 2025 y 2026, respectivamente. De hecho, los datos disponibles de visados de obra nueva y de afiliación a la Seguridad Social en el sector apoyan esta visión. Otro sector que se beneficiará de la caída en los tipos de interés será el de los bienes duraderos, particularmente la compra de automóviles, que podría continuar su recuperación en 2025.

Los fundamentales que explican la evolución del consumo de los hogares continúan mejorando. A esto está contribuyendo el control de la inflación, que continuará su moderación durante los próximos meses, pasando de un 2,8 % en 2024 a un 2,5 % en 2025 y un 2,1 % en 2026. Por su parte, la remuneración por asalariado habría aumentado un 4,8 %, en promedio, durante el año anterior y continuaría avanzando alrededor de estos niveles durante los próximos trimestres. Esto, junto con la fortaleza que viene presentando el empleo, permitirá que la renta disponible de los hogares siga aumentando (8,2 %, 5,4 % y 4,0 % en 2024, 2025 y 2026, respectivamente) y que lo haga sensiblemente por encima de la inflación. La riqueza inmobiliaria seguirá creciendo, lo que compensará el impacto que pueda tener el descenso en los tipos de interés y la volatilidad en los mercados sobre la riqueza financiera. Todo lo anterior permitirá que el consumo de los hogares aumente un 3,1 % en 2025 y un 1,9 % en 2026.

La actual recuperación rompe con el patrón observado tras las crisis precedentes

Los distintos indicadores del mercado laboral siguen apuntando a una mayor capacidad de crecimiento de la economía española. La creación de empleo está siendo generalizada por nacionalidad y grupo de edad, excepto entre la población española de 35 a 44 años. En esta misma línea, la inmigración continúa impulsando el avance de la población activa pese a la contracción de su tasa de actividad. Incluso en el último trimestre han repuntado las horas trabajadas por ocupado, lo que unido al incremento del empleo, explicó la recuperación del tiempo de trabajo. La disminución del paro y de las restantes medidas de infrautilización de la mano de obra se aceleró. Las vacantes crecen menos de lo sugerido por la contracción del paro, lo que parece apuntar a una mejora de la eficiencia de los emparejamientos laborales.

El gasto en activos intangibles continúa mostrando avances por encima del resto de los componentes de la inversión. Entre el 4T19 y el 4T24, la formación bruta de capital fijo en intangibles ha aumentado un 15,2 % en términos reales. En comparación, el PIB lo ha hecho en un 7,6 % y el conjunto de la inversión, un 2,5 %. Aunque apenas representa un 3,7 % del PIB, su creciente importancia puede estar detrás del peso que han ganado las exportaciones de servicios y del cambio de modelo productivo hacia una mayor dependencia de las fuentes de energía renovable. Por ejemplo, de acuerdo a los datos de transacciones financieras de clientes de BBVA, los mayores demandantes de servicios de innovación y desarrollo (uno de los principales contribuyentes al aumento de la inversión en intangibles) han sido el sector energético, algunos servicios profesionales y, precisamente, empresas que se dedican a la I+D.

La economía española está a punto de alcanzar el nivel de PIB al que se habría llegado si hubiera continuado la tendencia de crecimiento anterior a la pandemia. Esto supone un comportamiento diferencial respecto al que se está produciendo en el resto de la eurozona, donde el estancamiento reciente está abriendo una brecha. También implica una recuperación más positiva que la observada después de la crisis financiera global de 2008 o en los años posteriores a la de la deuda soberana en Europa. Estos ejemplos ponen en contexto la buena evolución reciente de la actividad económica en España.

Aumenta la probabilidad de ocurrencia de escenarios de riesgo

El incremento en el precio del gas y su traslación al resto de la cesta de consumo puede limitar la caída de la inflación. Desde septiembre de 2024, el coste de producción de la electricidad ha aumentado como consecuencia del pronunciado encarecimiento del gas en los mercados europeos. Las razones detrás de esta tendencia probablemente se mantengan durante los siguientes trimestres, dado que responden a la incertidumbre geopolítica y al incremento del consumo debido a una climatología en el hemisferio norte menos favorable que en años anteriores. Como consecuencia de ello, el precio de la electricidad en España ha aumentado, lo que ha generado niveles de inflación más elevados de lo previsto durante los últimos meses. BBVA Research prevé que el precio del gas adquirido en Europa sea un 33,1 % superior en 2025 frente a lo observado el año anterior, y que este encarecimiento tendría un impacto cercano a -0,3 pp en el PIB de España y a 0,4 pp en la inflación de 2025.

El bajo crecimiento de la eurozona supone un lastre para las exportaciones españolas. El estancamiento secular que muestra la economía de algunos de los principales socios comerciales está teniendo consecuencias en la capacidad de crecimiento de sectores clave, como la industria. La atonía de la demanda interna (consumo de los hogares e inversión) y de las exportaciones se está viendo reflejada en la caída de la actividad que muestra la producción de automóviles o de ropa y calzado. BBVA Research estima que si el crecimiento del PIB en la

eurozona en 2023 y 2024 hubiese sido similar al observado en los años inmediatamente anteriores a la pandemia, las ventas de bienes y servicios al exterior podrían haber aumentado hasta 2,5 pp más cada uno de los dos años y que el nivel de PIB sería ahora 2,5 pp mayor. En ausencia de una aceleración del crecimiento en la eurozona, las exportaciones, sobre todo las de bienes, continuarán lastrando la recuperación.

El posible incremento de los aranceles por parte de EE. UU. a las importaciones provenientes de la Unión Europea supone una fuente de incertidumbre. El escenario base de BBVA Research sigue siendo que los anuncios realizados sobre posibles cambios en la política comercial de EE. UU. no son solo una herramienta de negociación, sino que forman parte de una estrategia (ineficiente) a medio y largo plazo, que persigue varios objetivos. Entre estos se incluyen el tratar de proteger a los productores locales de la competencia externa y la reducción de los desequilibrios externos (cuenta corriente) e internos (déficit público). Por lo tanto, se espera que los aranceles sean más altos y que su incremento sea permanente.

Se prevé que el impacto directo sobre la economía española sea menor que en el resto de la eurozona.

Como referencia, BBVA Research estima que un incremento de un 10% en los aranceles a las importaciones europeas y Chinas por parte de EE. UU. reduciría en 0,4 pp el PIB de la eurozona durante los tres años posteriores a su implantación. En el caso de España, la caída sería de aproximadamente la mitad, en línea con la menor exposición de las empresas nacionales a la demanda americana. En todo caso, el impacto por región o sector será desigual, dependiendo del peso de las exportaciones de bienes y su dependencia de la economía de los EE. UU. Las ventas de maquinaria y equipo, medicamentos, automóviles o alimentos y bebidas pueden estar especialmente expuestas, lo que afectará a la actividad en País Vasco, Comunidad Valenciana y Andalucía. Finalmente, estos efectos podrían verse potenciados por el aumento de la incertidumbre de política económica y su impacto sobre la inversión. Muy probablemente, las dudas relacionadas con la magnitud y permanencia de las medidas arancelarias también afecten a los mercados financieros, lo que incrementa el riesgo de entrar en círculos viciosos de deterioro de las expectativas y caída de la riqueza.

La tasa de ahorro de los hogares en España se mantiene atípicamente elevada, lo que evidencia las dificultades para que el consumo lidere el avance de la actividad. De acuerdo a BBVA Research, la permanencia en el tiempo de los factores que explican su aumento, hace poco probable que se reduzca durante los próximos trimestres. Si bien la inmigración está permitiendo un incremento en la capacidad de producción de la economía española, el gasto en consumo de los trabajadores extranjeros tiende a ser inferior (a igualdad de características) que el que tienen los trabajadores nativos. Los inmigrantes no tienen el mismo acceso a las redes sociales o a prestaciones para enfrentar situaciones de desempleo. Además, algunos deben enviar dinero a sus países de origen. Por otro lado, una parte del mayor ahorro refleja incertidumbre sobre la evolución del desequilibrio en las cuentas públicas. Las dudas sobre si se mantendrá la generosidad en el sistema de pensiones, las prestaciones en el de salud o si aumentarán los impuestos en el futuro estarían incrementando el ahorro de una parte de la población. Finalmente, el aumento de la renta bruta disponible se estaría concentrando en colectivos con tasas de ahorro elevadas, ya sea por su edad o por niveles de riqueza relativamente elevados.

La recuperación de la inversión sigue siendo históricamente débil. Si bien el PIB se sitúa ya un 7,6% por encima de su nivel previo a la pandemia, la formación bruta de capital fijo apenas lo ha sobrepasado recientemente. Esto, a pesar de los fondos europeos NGEU y de que existen sectores donde la necesidad de incrementar la producción es urgente, como el de la vivienda. De acuerdo a BBVA Research, en el periodo 2021 - 2026 la diferencia entre el número de hogares creados y la vivienda construida llegará al millón de unidades. Lo anterior acentuará las presiones sobre los precios, que podrían aumentar un 7,3 % este año y un 5,3 % el siguiente, aunque estos números reflejan el promedio nacional. En algunas ciudades, el encarecimiento del coste de adquisición de una vivienda puede ser muy superior. Para aliviar este desequilibrio es necesario ahondar en una serie de políticas que faciliten el desarrollo de suelo y aceleren la construcción de vivienda.

La falta de consenso sobre cómo abordar el problema de la vivienda supone un obstáculo importante a su resolución. El rechazo a la reforma de la Ley de Suelo en el Congreso es un ejemplo. Las modificaciones introducidas pretendían aligerar los tiempos asociados a la transformación del suelo y, por tanto, a reducir los plazos para incrementar la oferta de vivienda nueva. De la misma manera, no hay certidumbre acerca de cuándo se aprobaran algunas de las medidas anunciadas por el Gobierno para incentivar el aumento de la oferta de alquiler asequible. Por lo tanto, la situación actual continúa siendo crítica. Por un lado, la dificultad para desarrollar suelo seguirá siendo un obstáculo para la construcción. A esto se añade el fuerte aumento observado en los costes como consecuencia del incremento en el precio de algunos insumos o la escasez de mano de obra cualificada. Asimismo, el crecimiento de la productividad sigue siendo muy bajo como para compensar estos vientos de cara. Por otro lado, los controles de precios establecidos desde hace unos años están reduciendo la oferta de vivienda en alquiler e incrementando su precio. Esta situación se prolongará en el tiempo y se intensificará cuanto mayor sea el crecimiento económico.

Futuros incrementos en los costes laborales pueden llevar a una mayor inestabilidad en el empleo. Si bien es cierto que la tasa de temporalidad se ha reducido considerablemente desde 2022 y ahora se sitúa en línea con la observada en Portugal o Francia, la tasa de transición del empleo al desempleo sigue siendo un 50 % mayor. Es más, en los últimos años, este indicador se ha estabilizado sin signos de mejora.² Por su parte, a pesar del objetivo de los fondos NGEU y de sus reformas, los avances de productividad son muy escasos, con un patrón de crecimiento basado principalmente en la creación de empleo. De los 7,6 puntos de incremento del PIB respecto a finales de 2019, 7,4 los explica el aumento de las personas ocupadas. Incluso el PIB por hora trabajada ha aumentado solo 1,7 puntos en cinco años. En este entorno, es posible que los cambios que se anuncian en la jornada laboral puedan tener efectos negativos sobre el empleo y la actividad económica, sobre todo si no vienen acompañados de acuerdos que permitan a las empresas adaptarse progresivamente³.

En estos momentos hay siete gobiernos autonómicos con presupuestos prorrogados del año anterior, en territorios donde la población representa un 43 % del total de España. A esto se suma que la Administración central está trabajando con las cuentas de 2023. Por ahora, los efectos de esta incertidumbre sobre la actividad económica no se aprecian, posiblemente, porque estén compensados por vientos de cola. A esto ayuda la disposición que se percibe de cumplir con los ajustes fiscales independientemente de la existencia de presupuestos. También que su ausencia da cierta garantía de contención del gasto, particularmente en los gobiernos regionales. Finalmente, la elevada liquidez en los mercados financieros, la búsqueda de rentabilidad en un entorno de caída de los tipos de interés y las políticas del BCE están llevando, incluso, a reducciones de la prima de riesgo. En todo caso, esta forma de realizar la consolidación fiscal no parece ni eficiente ni transparente. La magnitud de los ajustes futuros, junto con la necesidad de incrementar el gasto en infraestructura (vivienda, defensa), pensiones o sanidad requiere de unos presupuestos que den certidumbre sobre cómo se financiarán.

El acuerdo para que el Estado absorba parte de la deuda de los gobiernos regionales debería ir acompañado de una reforma de la financiación autonómica, de las condiciones de acceso y salida del Fondo de Liquidez Autonómica y ser dependiente del cumplimiento de reformas para asegurar la sostenibilidad de la deuda autonómica. Sin eliminar el desequilibrio estructural que muestran las finanzas de algunas comunidades autónomas, el problema de fondo perdurará. Además, la absorción por parte del Estado de parte del endeudamiento de los Gobiernos regionales, sin condiciones claras ni una reforma del propio mecanismo de financiación, podría incentivar comportamientos fiscales irresponsables en el futuro. Por otro lado, la propuesta que se ha hecho pública no resuelve el problema de la elevada deuda de las comunidades autónomas en peor situación. Las regiones con mayor presión de la deuda sobre sus ingresos corrientes, seguirán teniendo ratios muy

2: Véase [BBVA Research, Fedea y Sagardoy Abogados \(2025\)](#): Observatorio Trimestral del Mercado Laboral. Cuarto trimestre de 2024. Fedea.

3: Véase [BBVA Research \(2023\)](#): Propuesta de reducción de la jornada laboral: incidencia e impacto potencial. BBVA.

elevadas y dificultades de acceso a los mercados. Como se ha propuesto, la medida supone un subsidio desde los ciudadanos residentes en comunidades autónomas poco endeudadas a aquellos en las más endeudadas. Sería recomendable avanzar en propuestas de mejora que aborden simultáneamente reformas del sistema de financiación y utilicen criterios de condonación basados en los cálculos de desequilibrios en la financiación autonómica. De igual manera, debería establecerse una condicionalidad clara, que genere incentivos para reducir la deuda autonómica remanente hasta objetivos consistentes con las nuevas reglas fiscales en la eurozona. Finalmente, los criterios de acceso y de salida del Fondo de Liquidez Autonómica deberían establecerse al mismo tiempo.

De no revertir el reciente incremento que registran distintos indicadores de incertidumbre de política económica, tanto en Europa, como en España, el crecimiento del PIB podría resentirse. De acuerdo a BBVA Research, en ausencia de dicho tensionamiento, la economía española podría haber llegado a crecer, en promedio anual, cerca de 0,5 pp por encima del escenario que se presenta en esta publicación tanto en 2025 como en 2026. Hacia delante, serán claves las medidas que puedan implementarse para reducir las dudas sobre el impacto que tendrán los cambios en la política comercial, así como en la fiscal y en la monetaria. De particular importancia serán los esfuerzos que puedan consolidarse para intensificar la integración europea y generar un ambiente más propicio para la inversión, la creación de empleo y la mejora de los salarios en España.

Tablas

Cuadro 1.1. PRODUCTO INTERIOR BRUTO (PROMEDIO ANUAL, %)

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

* Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Paraguay, Perú y Uruguay.

Fecha de cierre de previsiones: 10 marzo 2025.

Fuente: BBVA Research y FMI.

Cuadro 1.2. INFLACIÓN (PROMEDIO ANUAL, %)

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

* Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Paraguay, Perú y Uruguay.

Fecha de cierre de previsiones: 10 marzo 2025.

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
EE. UU.	1,44	2,95	3,96	4,21	4,54	4,30
Alemania	-0,31	1,18	2,45	2,34	2,43	2,43

Fecha de cierre de previsiones: 10 marzo 2025.

Fuente: BBVA Research y FMI.

Cuadro 1.4. TIPOS DE CAMBIO (PROMEDIO ANUAL)

	2021	2022	2023	2024	2025	2026
EUR-USD	0,84	0,95	0,92	0,92	0,95	0,93
USD-EUR	1,18	1,05	1,08	1,08	1,05	1,08
CNY-USD	6,45	6,73	7,08	7,20	7,33	7,35

Fecha de cierre de previsiones: 10 marzo 2025.

Fuente: BBVA Research y FMI.

Cuadro 1.5. TIPOS DE INTERÉS OFICIALES (FIN DE PERIODO, %)

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

(*) Tipo de facilidad de depósito.

Fecha de cierre de previsiones: 10 marzo 2025.

Fuente: BBVA Research y FMI.

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

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

Tasa de variación anual en %, salvo indicación expresa.

Fecha de cierre de previsiones: 10 marzo 2025.

(*) 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, %)	2022	2023	2024	2025	2026
Actividad					
PIB real	6,2	2,7	3,2	2,8	1,8
Consumo privado	4,8	1,8	2,9	3,1	1,9
Consumo público	0,6	5,2	4,9	3,2	1,9
Formación Bruta de Capital Fijo	3,3	2,1	2,3	6,2	5,3
Equipo y Maquinaria	2,9	1,1	2,3	6,0	3,6
Construcción	2,2	3,0	2,6	6,4	5,8
Vivienda	8,4	2,1	1,4	5,5	6,6
Demanda Interna (contribución al crecimiento)	3,9	1,7	2,8	3,6	2,5
Exportaciones	14,3	2,8	2,9	2,7	2,3
Importaciones	7,7	0,3	2,0	5,4	4,5
Demanda Externa (contribución al crecimiento)	2,3	1,0	0,4	-0,8	-0,6
PIB nominal	11,2	9,1	6,3	5,4	3,8
(Miles de millones de euros)	1373,6	1498,3	1593,1	1679,2	1743,2
Mercado de trabajo					
Empleo, EPA	3,6	3,1	2,2	2,2	1,9
Tasa de paro (% población activa)	13,0	12,2	11,3	10,4	9,9
Empleo CNTR (equivalente a tiempo completo)	4,1	3,2	2,4	2,3	1,6
Productividad aparente del factor trabajo	2,1	-0,5	0,8	0,4	0,3
Precios y costes					
IPC (media anual)	8,4	3,5	2,8	2,4	2,1
IPC (fin de periodo)	5,7	3,1	2,8	2,1	2,1
Deflactor del PIB	5,0	6,4	3,1	2,6	2,0
Remuneración por asalariado	3,9	5,6	4,8	2,4	2,5
Coste laboral unitario	1,8	6,1	3,9	2,0	2,3
Sector exterior					
Balanza por Cuenta Corriente (% del PIB)	0,4	2,8	3,0	2,7	2,3
Sector público (*)					
Deuda (% PIB)	109,5	105,1	102,5	101,1	100,8
Saldo AA.PP. (% PIB)	-4,5	-3,5	-3,3	-2,7	-2,4
Hogares					
Renta bruta disponible	5,3	10,7	8,5	5,2	4,0
Tasa de ahorro (% renta bruta disponible)	9,0	12,0	13,6	13,3	13,6

Tasa de variación anual en %, salvo indicación expresa.

Fecha de cierre de previsiones: 10 marzo 2025.

(*) 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.

INTERESADOS DIRIGIRSE A:

BBVA Research: Calle Azul, 4. Edificio La Vela – 4ª y 5ª planta. 28050 Madrid (España).
Tel.: +34 91 374 60 00 y +34 91 537 70 00 / Fax: +34 91 374 30 25
www.bbvarresearch.com