

Proyecciones macroeconómicas e informe trimestral de la economía española. Septiembre de 2025

Índice

EDITORIAL 3

INFORME 8

Contexto global

- 1 La actividad económica mundial repuntó en el segundo trimestre, impulsada por Estados Unidos, aunque con cierta desaceleración en el área del euro y China 9
- 2 El proceso de desinflación se ralentizó en los meses de verano a nivel global 10
- 3 Y han continuado los recortes de los tipos de interés oficiales en la mayor parte de las economías avanzadas y emergentes 11
- 4 El acuerdo arancelario entre la UE y Estados Unidos ha incrementado los aranceles y, aunque se reduce la incertidumbre, esta se mantiene en niveles elevados 12
- 5 Se han registrado avances en los índices bursátiles, ligeras variaciones de los tipos de interés a largo plazo en el área del euro y estabilidad del tipo de cambio del euro frente al dólar 13

Contexto económico de la UEM

- 6 En el área del euro, la actividad económica se desaceleró en el segundo trimestre... 14
- 7 ... mientras que la inflación general ha permanecido en torno al 2 % 15
- 8 El BCE ha mantenido inalterados los tipos de interés oficiales en septiembre 16

Economía española

- 9 El ritmo de crecimiento de la economía española repuntó en el segundo trimestre hasta el 0,7 % 17
- 10 Los datos coyunturales más recientes apuntan a que la economía española mantendría un ritmo de crecimiento robusto durante el tercer trimestre 18
- 11 En el tercer trimestre, la creación de empleo habría mantenido un dinamismo similar al de la primera mitad del año 19
- 12 El coste de los nuevos préstamos ha seguido reduciéndose en los últimos meses, aunque de forma más moderada que en los meses precedentes 20
- 13 La financiación a los hogares siguió creciendo a un ritmo similar al de los meses anteriores, al tiempo que la recibida por las empresas repuntó 21
- 14 El descenso de los pagos por intereses favoreció una reducción de la ratio de carga financiera de los hogares y las empresas en los primeros meses del año 22
- 15 El consumo de los hogares mantendría un ritmo de avance elevado, aunque algo inferior al del segundo trimestre 23

- 16 La inversión productiva mantendrá el buen tono reciente, mientras que la inversión en vivienda se desacelerará en los próximos meses 24
- 17 El sector exterior podría mantener una contribución negativa al crecimiento del PIB en el tercer trimestre por la progresión de las importaciones 25
- 18 El dinamismo de los ingresos públicos mejora el saldo de las AAPP pese al aumento del gasto 26
- 19 El repunte de los precios energéticos ha elevado la inflación general desde mayo, mientras que la inflación subyacente se ha mantenido estable 27
- 20 Los costes laborales unitarios mantuvieron la senda de aceleración en el segundo trimestre de 2025 28
- 21 Las presiones inflacionistas internas se mantienen relativamente moderadas, favorecidas por el recorte de los márgenes unitarios de las empresas 29

PROYECCIONES MACROECONÓMICAS DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA (2025-2027) 30

- 22 Principales supuestos y factores condicionantes del ejercicio de proyecciones 31
- 23 De cara a los próximos trimestres, se proyecta una senda de desaceleración de la tasa de crecimiento del PIB 33
- 24 En los próximos años, el crecimiento de la actividad económica descansaría en el dinamismo de la demanda interna 34
- 25 En comparación con las proyecciones de junio, se revisa en dos décimas al alza la tasa de crecimiento del PIB en 2025 35
- 26 La creación de empleo se ralentizará a lo largo del horizonte de proyección, en línea con la desaceleración de la actividad y con una cierta recuperación de la productividad por ocupado 36
- 27 Mejora ligeramente la senda de déficit público prevista para el horizonte 2025-2027 con respecto a la proyectada en junio 37
- 28 Se espera que la inflación general inicie, a partir de octubre, una senda descendente hacia tasas cercanas al 2 % 38
- 29 La inflación subyacente se moderaría de forma leve en los últimos meses de este año y repuntaría ligeramente en el primer trimestre de 2026 39
- 30 Las proyecciones actuales implican una leve revisión al alza de la tasa de inflación general en 2025, mientras que no existen cambios relevantes en las tasas previstas para 2026 y 2027 40
- 31 Los riesgos sobre estas proyecciones están orientados a la baja en lo que respecta a la actividad y equilibrados en relación con la inflación 41

EDITORIAL

Editorial

Durante los últimos meses, la guerra arancelaria y el entorno de elevada incertidumbre han mostrado signos de una gradual atenuación. Los acuerdos alcanzados por Estados Unidos con algunos de sus principales socios comerciales y, en particular, el anunciado con la Unión Europea en el mes de julio han contribuido a disipar parte de la incertidumbre existente en torno al marco comercial futuro. A corto plazo, se han descartado los escenarios más extremos de incremento de aranceles y represalias comerciales entre las economías implicadas.

No obstante, persisten muchas dudas sobre el desarrollo de la guerra comercial y el desenlace de las diversas negociaciones en curso, así como respecto a la evolución de las tensiones geopolíticas vigentes, lo que sugiere que los niveles de incertidumbre se mantendrán elevados en los próximos meses. Por una parte, el acuerdo entre Estados Unidos y la Unión Europea, junto al aumento de los aranceles aplicables a algunos metales, ha derivado en un incremento de los aranceles que deben afrontar las empresas europeas en el mercado estadounidense. Asimismo, se mantiene la incertidumbre sobre el régimen arancelario que se aplicará a determinados productos europeos en fase de evaluación —como los productos farmacéuticos o los semiconductores— y sobre la implementación de medidas no arancelarias u otras restricciones al comercio. Por otra parte, está por determinar si se consolidará la desescalada arancelaria entre Estados Unidos y China —cuyo acuerdo provisional se extiende hasta el mes de noviembre—. Además, persiste una considerable incertidumbre respecto a cómo afectará el nuevo marco de relaciones comerciales a la configuración de las cadenas globales de valor y, en consecuencia, a la actividad económica de las distintas regiones geográficas.

A pesar del complejo entorno internacional, los mercados financieros internacionales han continuado mostrando un comportamiento favorable, reflejado en la reducida volatilidad de los precios. En los mercados de acciones, los índices bursátiles han prolongado, en general, su trayectoria de revalorización tras las turbulencias financieras registradas en abril, apoyados por unos buenos resultados corporativos. Esto ha llevado a que, en algunos casos, como el del S&P 500, alcancen máximos históricos. En Estados Unidos, la rentabilidad de la deuda soberana ha descendido como reflejo de las expectativas de una política monetaria más acomodaticia, a pesar de las dudas existentes en torno a la orientación futura de la política fiscal. En cambio, el rendimiento de la deuda pública en el área del euro ha mostrado ligeros aumentos, que han sido más intensos en el caso de la francesa, condicionada por la inestabilidad política de este país. Por su parte, el tipo de cambio del euro frente al dólar se ha estabilizado en las últimas semanas, aunque acumula una apreciación significativa tanto desde principios de año como desde la fecha de cierre del ejercicio de proyecciones de junio.

Con todo, la actividad económica global experimentó un repunte durante el segundo trimestre, impulsada por la recuperación de la economía estadounidense y la continuidad del crecimiento en China. En concreto, el PIB de Estados Unidos se expandió un 0,8 % entre

abril y junio. Por su parte, la actividad en China registró un crecimiento del 1,1 % en el segundo trimestre, apenas una décima por debajo del ritmo observado a comienzos de año. De este modo, las perspectivas de crecimiento global para el conjunto de 2025 se han revisado al alza, hasta el 3 %. El crecimiento de Estados Unidos alcanzaría el 1,6 % y el de China el 4,8 %, en ambos casos en torno a medio punto porcentual (pp) por encima de lo proyectado hace tres meses.

En el ámbito de los precios, el proceso de desinflación a escala global se ralentizó en el período estival, destacando el repunte de la inflación en Estados Unidos, que puede atribuirse parcialmente al aumento de los aranceles. La tasa de inflación subyacente se incrementó en este país hasta el 3,1 % en agosto —tres décimas más que en mayo—, impulsada por algunos bienes industriales no energéticos y por los precios de los servicios. En contraste, en China las presiones inflacionistas continúan siendo muy moderadas. Por otro lado, el precio del petróleo en los mercados internacionales registró un fuerte incremento en junio, como consecuencia del conflicto bélico entre Israel e Irán, moderado posteriormente.

En el área del euro, la actividad ha perdido dinamismo a lo largo del año, una vez que se han ido disipando los efectos anticipación de las exportaciones europeas, si bien el crecimiento del primer semestre superó al estimado inicialmente. Los datos más recientes indican que el PIB de la zona del euro se expandió un 0,6 % en el primer trimestre —tres décimas más que en la estimación preliminar— y se desaceleró hasta el 0,1 % en el segundo trimestre. El ejercicio de previsiones del Banco Central Europeo (BCE) de septiembre contempla un crecimiento de la actividad del 1,2 % en 2025, seguido de tasas del 1 % en 2026 y del 1,3 % en 2027. La previsión de 2025 se ha revisado al alza en tres décimas con respecto al ejercicio de junio, lo que refleja el buen comportamiento de principios de año. Pese a ello, en los próximos trimestres la actividad económica mantendría una marcada atonía, lo que ha llevado a una leve revisión a la baja del PIB de 2026 —en 0,1 pp—.

Las tasas de inflación general y subyacente en el área del euro han evolucionado en los últimos meses conforme a lo previsto, manteniéndose cercanas al objetivo del 2 %. En agosto, la inflación general repuntó ligeramente —hasta el 2,1 %—, como resultado principalmente del encarecimiento de los precios energéticos y alimenticios. Por su parte, la inflación subyacente se mantuvo estable en el 2,3 %. De acuerdo con el último ejercicio de previsiones del BCE, el escenario a medio plazo se mantiene prácticamente inalterado. Se anticipan tasas de inflación del 2,1 %, 1,7 % y 1,9 % en 2025, 2026 y 2027, respectivamente. Esta trayectoria implica una leve revisión al alza —de una décima— en las previsiones de 2025 y 2026, y una revisión a la baja —también de una décima— en la de 2027.

En el ámbito de la política monetaria, la debilidad observada en el mercado laboral de Estados Unidos durante el tercer trimestre podría favorecer la reanudación del ciclo de relajación monetaria en este país. Por su parte, el BCE ha mantenido sin variación el tipo de interés oficial en la zona del euro desde el mes de junio. Los datos relativos a la creación de empleo en Estados Unidos durante el período estival, junto con las declaraciones públicas realizadas por el presidente de la Reserva Federal en agosto, han contribuido a consolidar las expectativas del mercado en torno a futuras reducciones del tipo de interés oficial,

interrumpidas a lo largo de 2025. En contraste, en la zona del euro, la probabilidad de que se produzcan nuevos recortes en los tipos de interés —situados en el 2 % desde junio— se percibe más limitada, conforme a las expectativas que reflejan actualmente los mercados.

La economía española, por su parte, continúa mostrando una notable capacidad de resiliencia en el actual contexto internacional y registró en el segundo trimestre un comportamiento más favorable del previsto, impulsada por el buen desempeño de la demanda interna y, en particular, del consumo privado y la inversión. En el segundo trimestre de 2025, el PIB creció a una tasa intertrimestral del 0,7 %, superior tanto al ritmo observado en el trimestre precedente —0,6 %— como al contemplado en el ejercicio de proyecciones del Banco de España de junio —entre el 0,5 % y el 0,6 %—. Este dinamismo de la actividad en el segundo trimestre se habría visto respaldado, entre otros factores, por unas condiciones financieras favorables —caracterizadas por un menor coste del crédito y un aumento de los flujos de financiación a hogares y empresas—. De cara al tercer trimestre, los indicadores coyunturales más recientes apuntan a que la economía mantendrá un ritmo de crecimiento robusto, con una tasa estimada entre el 0,6 % y el 0,7 %.

En consecuencia, se revisa al alza —en dos décimas— la perspectiva de crecimiento de la economía española en 2025, hasta el 2,6 %. Esta revisión obedece a dos factores de signo opuesto. Por un lado, el destacado comportamiento de la actividad económica en los últimos meses, junto a la fortaleza que muestran los indicadores coyunturales más recientes, implica un ajuste al alza de tres décimas en la tasa de crecimiento del PIB del conjunto del año. Por otro lado, la incorporación de los nuevos supuestos —en particular en lo referente a los precios de la energía y al tipo de cambio— dibuja un escenario ligeramente más adverso que en junio, y resta una décima a la actividad de 2025. Por su parte, se mantienen sin cambios las tasas de crecimiento proyectadas en 2026 y 2027 —que alcanzarían el 1,8 % y el 1,7 %, respectivamente—, si bien la ausencia de cambios en la previsión de 2026 enmascara una ligera revisión al alza por el efecto arrastre del mayor crecimiento proyectado para 2025, que se compensa con una revisión a la baja por el efecto de un empeoramiento en el entorno exterior de acuerdo con los supuestos técnicos —en concreto, sobre los precios de la energía, el tipo de cambio y los mercados mundiales—.

En el ámbito de los precios, se prevé una tasa de inflación promedio en 2025 del 2,5 %, una décima superior a la prevista en junio. Esta ligera revisión responde al encarecimiento de los precios de la energía y, en menor medida, de los alimentos, que se ha visto compensado parcialmente por un crecimiento de los precios de los servicios algo inferior al previsto (explicado en parte por la introducción en julio del nuevo sistema tarifario del transporte público). De cara al resto del horizonte de proyección, y en línea con lo previsto en junio, se anticipa una desaceleración de la tasa de inflación, hasta el 1,7 %, en 2026 y un repunte, hasta el 2,4 %, en 2027, resultado principalmente de la introducción de un nuevo **régimen de comercio de derechos de emisión de la UE**.

Los riesgos sobre el escenario central de estas proyecciones se consideran orientados a la baja en lo que respecta a la actividad, mientras que se mantienen equilibrados en relación con la inflación. Por una parte, si bien la economía española ha logrado sortear hasta

el momento el complejo entorno internacional y el elevado grado de incertidumbre que rodea a las políticas económicas, no puede descartarse un eventual deterioro del contexto externo o que dicha incertidumbre tenga un impacto más adverso que el observado hasta ahora. Cabe resaltar que, en este entorno internacional complejo, se siguen advirtiendo valoraciones elevadas de los activos financieros con riesgo en los mercados internacionales —en particular en la renta variable de Estados Unidos y, especialmente, en el sector tecnológico—, de modo que una corrección abrupta de estas valoraciones podría endurecer las condiciones financieras y lastrar la actividad a escala global y, por ende, reducir el crecimiento de la economía española. Por otra parte, en el ámbito interno, conviene destacar el repunte reciente de los costes laborales unitarios, incremento que podría dificultar la continuación del proceso de desinflación y afectar a la competitividad de nuestra economía. En este sentido, es preciso monitorizar la evolución de la productividad —que muestra signos de debilitamiento en 2025— y la remuneración por asalariado —en un contexto en el que los salarios negociados han experimentado un repunte y la incertidumbre sobre su evolución futura es más elevada, al no existir aún un acuerdo entre los agentes sociales de cara a los próximos años—.

Esquema 1

	2025	2026	2027
PIB	2,6 % ↑ 0,2 pp	1,8 % =	1,7 % =
Inflación	2,5 % ↑ 0,1 pp	1,7 % =	2,4 % ↓ 0,1 pp

FUENTE: Banco de España.

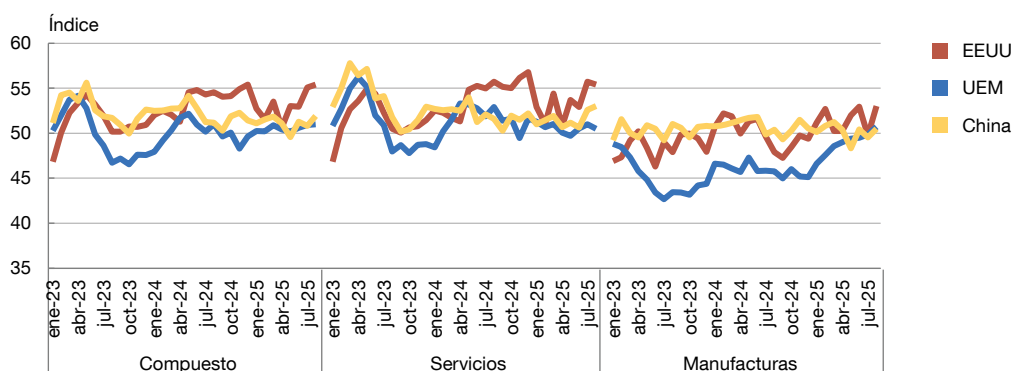
INFORME

1 La actividad económica mundial repuntó en el segundo trimestre, impulsada por Estados Unidos, aunque con cierta desaceleración en el área del euro y China

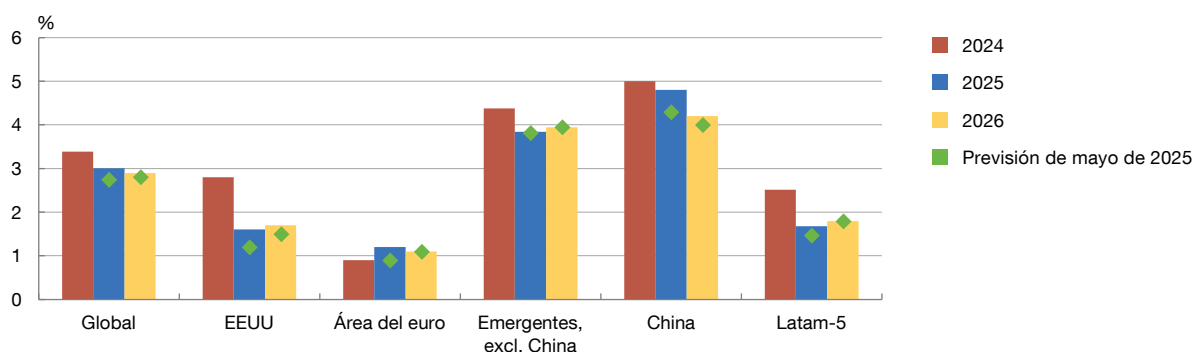
- El ritmo de crecimiento de la actividad a nivel mundial sorprendió al alza y se aceleró en el segundo trimestre de 2025, debido, principalmente, al repunte del PIB en Estados Unidos, que alcanzó el 0,8 % intertrimestral, tras el leve descenso registrado en el primer trimestre. Esta evolución fue el resultado de un mayor dinamismo en el sector servicios —como muestran los indicadores PMI (gráfico 1.a)— y de un descenso de las importaciones —tras el aumento extraordinario del primer trimestre en anticipación a la subida de aranceles—. En cambio, en el **área del euro**, el crecimiento del PIB se desaceleró respecto al primer trimestre —desde el 0,6 % hasta el 0,1 %—, tras el fuerte aumento de las exportaciones a Estados Unidos registrado a principios de año como consecuencia del anuncio de la subida de aranceles. En China, el crecimiento del PIB siguió apoyado en las diferentes medidas de estímulo y se mantuvo en el 1,1 % intertrimestral, una décima menos que en el primer trimestre.
- La conjunción de una evolución económica algo mejor de lo esperado en la primera mitad del año con el logro de diferentes acuerdos en el ámbito arancelario ha llevado a los analistas a revisar levemente al alza las perspectivas de crecimiento globales para 2025, principalmente en Estados Unidos, el área del euro y China (gráfico 1.b).

Gráfico 1

1.a Evolución de los PMI



1.b Previsiones de crecimiento de Consensus (a)



FUENTES: S&P Global y Consensus Economics.

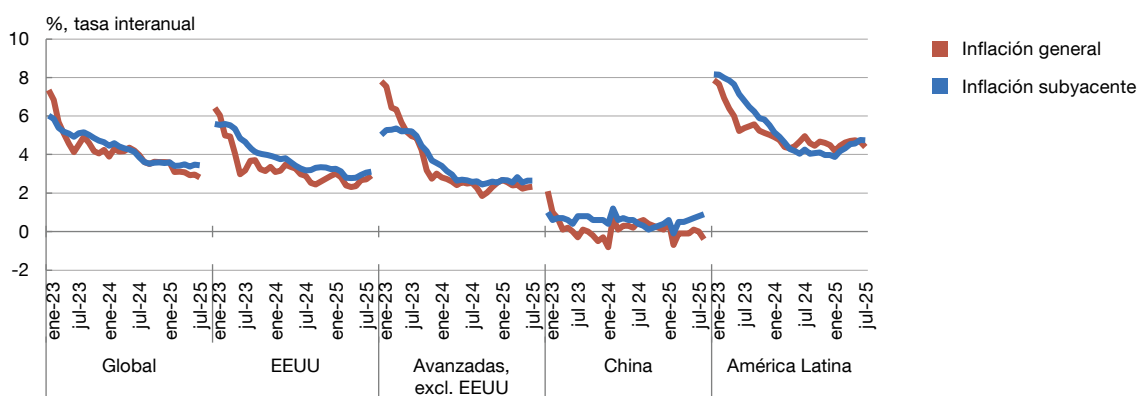
a Se comparan las previsiones de julio de 2025, en barras, con las previsiones de mayo de 2025, reflejadas con un rombo. Se incluyen en «Latam-5»: México, Colombia, Perú, Chile y Brasil; en «Emergentes, excl. China»: «Latam-5», Argentina, India, Indonesia, Malasia, Filipinas, Tailandia, Bulgaria, Hungría, Polonia, Rumanía, Rusia, Turquía y Ucrania; por último, en «Global» se incluyen los anteriores países más China, Estados Unidos, Canadá, Japón, Noruega, Suecia, Suiza, Reino Unido y «Área del euro». Las previsiones de Estados Unidos, el área del euro y China son las de agosto de 2025.

2 El proceso de desinflación se ralentizó en los meses de verano a nivel global

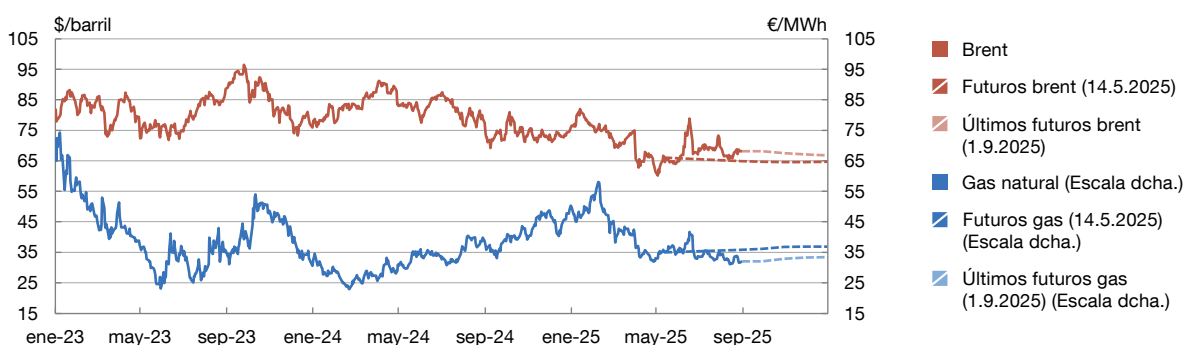
- En los últimos meses se ha interrumpido la senda de desaceleración de la inflación a nivel global, especialmente en el caso de algunas economías avanzadas (gráfico 2.a). En Estados Unidos, la tasa de inflación general aumentó hasta el 2,9 % en agosto —cinco décimas por encima de la registrada en mayo—, mientras que la subyacente registró un incremento de tres décimas, hasta situarse en el 3,1 %. Este repunte refleja el aumento del precio de algunos bienes industriales no energéticos (por ejemplo, los coches de segunda mano). En el Reino Unido, la tasa de inflación pasó del 3,4 % en mayo al 3,8 % en julio. En el área del euro, el repunte fue más moderado, del 1,9 % en mayo al 2,1 % en agosto —debido, fundamentalmente, al alza de los precios de los alimentos y de la energía—, mientras que la inflación subyacente se mantuvo estable en el 2,3 %. En China, continúa la ausencia de presiones inflacionistas, con la tasa de inflación en el 0 % en julio.
- Los precios del petróleo, que registraron un incremento en el mes de junio y alcanzaron niveles cercanos a los 80 dólares por barril de Brent como consecuencia del conflicto entre Irán e Israel, han experimentado una moderación en las semanas posteriores y actualmente se sitúan en torno a los 66 dólares por barril. No obstante, las cotizaciones de los contratos de futuros se mantienen ligeramente por encima de los valores observados hace tres meses (gráfico 2.b).

Gráfico 2

2.a Evolución de la inflación



2.b Precios y futuros gas y petróleo



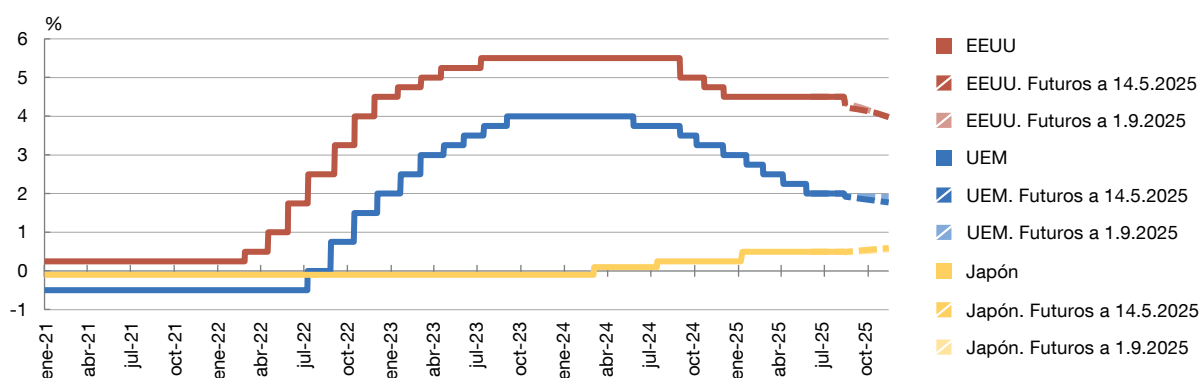
FUENTES: Estadísticas nacionales y LSEG.

3 Y han continuado los recortes de los tipos de interés oficiales en la mayor parte de las economías avanzadas y emergentes

- Los tipos de interés oficiales han seguido reduciéndose en las economías avanzadas. En el área del euro, el BCE redujo el tipo de depósito en 25 pb en junio —hasta el 2 %—, en línea con los recortes fijados por los bancos centrales de Suecia, Noruega y Suiza. En agosto, el Banco de Inglaterra decidió reducir el tipo de interés de referencia en 25 pb —hasta el 4 %—, conforme a las decisiones de los bancos centrales de Australia y Nueva Zelanda. En el caso de la Reserva Federal, que ha mantenido los tipos oficiales sin cambios en los últimos meses, los mercados descuentan que retome los recortes de tipos en la reunión de septiembre (gráfico 3.a), en un contexto en el que se espera que los riesgos para la inflación se inclinen al alza y que los riesgos para el empleo se orienten a la baja. El Banco de Japón tampoco ha alterado su tipo de interés oficial, que se mantiene en el 0,5 % desde enero de 2025.
- En el caso de las economías emergentes, particularmente en Latinoamérica, los bancos centrales de Chile y México han reducido sus tipos de interés oficiales, mientras que únicamente el de Brasil los ha aumentado. Por su lado, el banco central de China continúa con una política monetaria relativamente expansiva como parte de las medidas de estímulo económico.

Gráfico 3

3.a Tipos de interés oficiales observados y futuros (a)



FUENTES: Refinitiv Datastream, Banco de España y Reserva Federal.

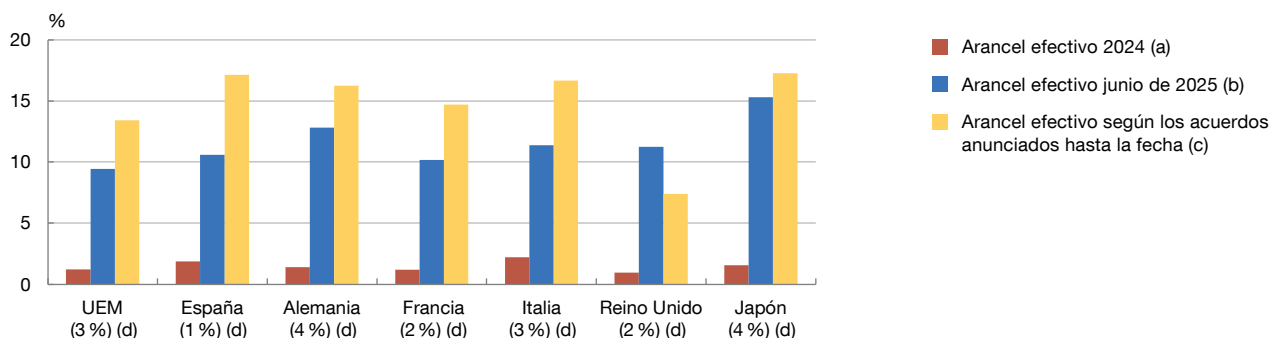
a Tipos de interés descontados por los respectivos mercados de futuros (futuros sobre el tipo de interés de la Reserva Federal en cada mes, futuros sobre el tipo de interés *overnight* del área del euro, futuros sobre el tipo de interés *overnight* de Japón).

4 El acuerdo arancelario entre la UE y Estados Unidos ha incrementado los aranceles y, aunque se reduce la incertidumbre, esta se mantiene en niveles elevados

- El pacto arancelario alcanzado el 27 de julio establece un arancel mínimo general del 15 % para las exportaciones europeas a Estados Unidos, aunque se mantienen en sus niveles de 2024 los aranceles para algunos productos¹. Estados Unidos se ha comprometido a no imponer aranceles superiores al 15 % sobre productos farmacéuticos, semiconductores y madera, así como a aplicar un arancel del 15 % a automóviles y sus componentes, cuando la UE haya implementado las reducciones arancelarias acordadas². Esta, a su vez, también se ha comprometido a aumentar las compras de energía y equipamiento militar a Estados Unidos, a realizar inversiones y a reducir las barreras no arancelarias.
- En conjunto, se estima que el arancel efectivo a las importaciones de Estados Unidos procedentes de la UE se ha incrementado en 12 pp con respecto a los niveles de 2024 y en 4 pp respecto al escenario central de las **proyecciones de junio del Eurosistema** (gráfico 4.a). En contraste, los aranceles de la UE a productos estadounidenses se mantienen o incluso se eliminan por completo para algunos productos³. Tras los acuerdos comerciales alcanzados entre Estados Unidos y algunos de sus principales socios comerciales —Reino Unido, Japón⁴ y la UE—, los indicadores de incertidumbre sobre las políticas económicas y, en concreto, la comercial han disminuido sustancialmente, aunque se mantienen en niveles históricamente elevados por el riesgo de que se anuncien nuevas medidas y las dudas sobre la implementación práctica de los acuerdos.

Gráfico 4

4.a Aranceles efectivos aplicados por Estados Unidos sobre bienes



FUENTES: US Trade Census, Banco de España y www.PolicyUncertainty.com a partir de datos de Scott R. Baker, Nicholas Bloom y Steven J. Davis. (2016). "Measuring Economic Policy Uncertainty". *The Quarterly Journal of Economics*, 131(4), pp. 1593-1636.

a Nivel del arancel efectivo vigente en 2024.

b Nivel del arancel efectivo en vigor a 1 de junio de 2025.

c Nivel del arancel efectivo según los acuerdos arancelarios anunciados hasta el 1 de septiembre de 2025. Se incluyen todas las medidas anunciadas, aunque algunas no están todavía en vigor o no han sido confirmadas por ambas partes del acuerdo.

d El porcentaje es el peso de las exportaciones a Estados Unidos sobre el PIB de cada país.

1 Por ejemplo, las aeronaves civiles y sus componentes, los medicamentos genéricos, sus ingredientes y precursores químicos, y algunos recursos naturales, como el corcho.

2 La UE tiene previsto eliminar los aranceles sobre los productos industriales procedentes de Estados Unidos y ofrecer acceso preferencial al mercado interno para una amplia gama de productos agrícolas.

3 Ambas partes han acordado seguir negociando para que otros sectores y productos relevantes para sus economías y cadenas de valor queden exentos del arancel general del 15 %.

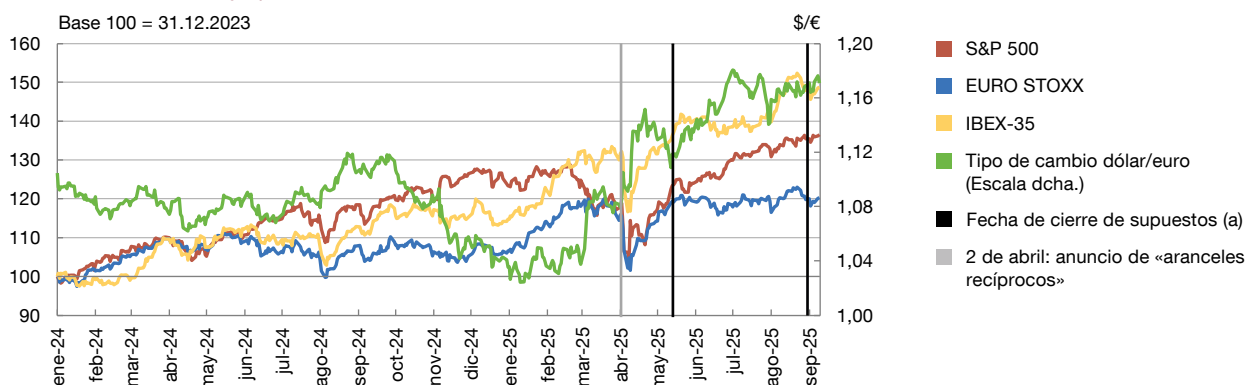
4 Los acuerdos con el Reino Unido y Japón establecen incrementos arancelarios generales sobre los niveles de 2024 de 10 pp y 15 pp, respectivamente. Ambos incrementos incluyen el sector automovilístico.

5 Se han registrado avances en los índices bursátiles, ligeras variaciones de los tipos de interés a largo plazo en el área del euro y estabilidad del tipo de cambio del euro frente al dólar

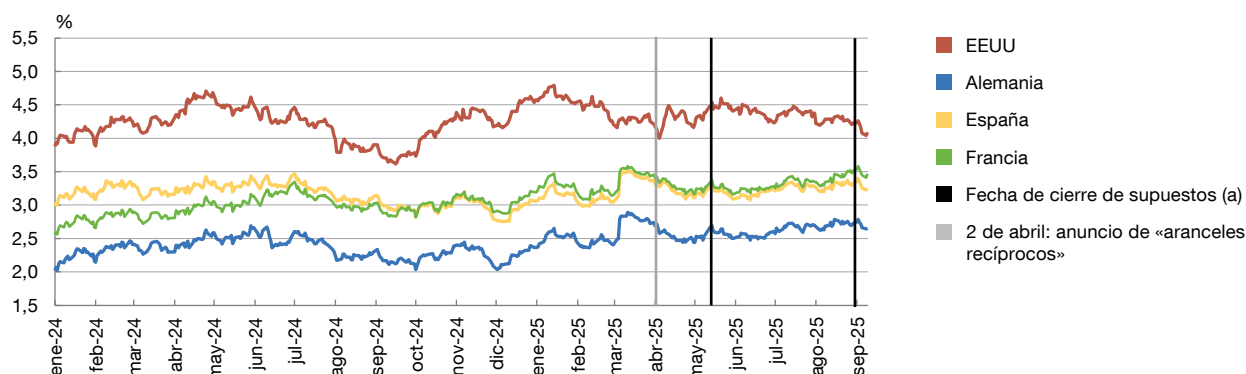
- Los índices bursátiles internacionales se han visto impulsados en el tercer trimestre por los buenos resultados corporativos, especialmente en Estados Unidos. El índice S&P 500 de las bolsas estadounidenses volvió a la zona de máximos históricos (gráfico 5.a) y sostiene métricas de valoración relativamente elevadas. El IBEX-35 se ha revalorizado un 9,5 % en el trimestre en curso, apoyado en el sector bancario.
- Por su parte, las rentabilidades soberanas a largo plazo del área del euro han experimentado ligeras variaciones, con un descenso de la referencia española y aumentos de la alemana y la francesa (gráfico 5.b). Sin embargo, la de la deuda estadounidense ha disminuido levemente ante las expectativas de una política monetaria más acomodaticia. Las primas de riesgo soberanas europeas han registrado ligeros descensos, excepto en Francia, donde ha aumentado 11 pb, condicionada por la elevada incertidumbre política.
- En los mercados cambiarios, el euro registra niveles frente al dólar similares a los observados a finales del trimestre anterior (en torno a 1,17 \$/€), acumulando una apreciación en torno al 13 % en el año.

Gráfico 5

5.a Índices bursátiles y tipo de cambio



5.b Tipos de interés de la deuda soberana a diez años



FUENTES: LSEG Datastream y Bloomberg Data License. Última observación: 9 de septiembre de 2025.

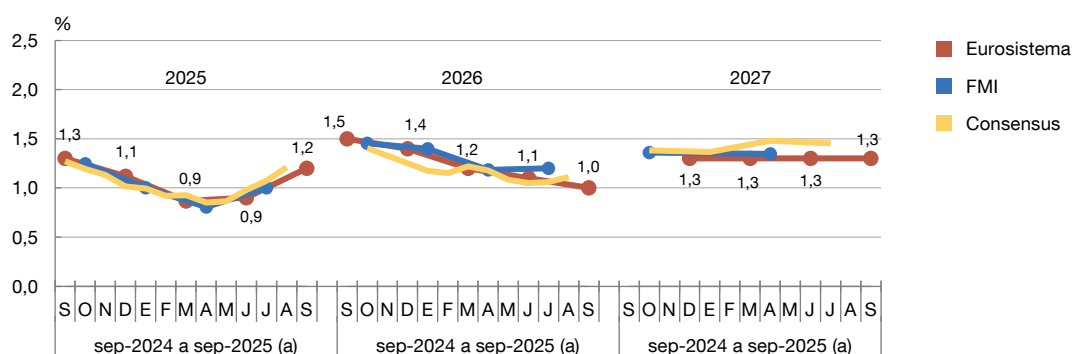
a Referidas al ejercicio de proyecciones del Banco de España de junio (14 de mayo) y de septiembre de 2025 (1 de septiembre).

6 En el área del euro, la actividad económica se desaceleró en el segundo trimestre...

- El PIB de la UEM creció un 0,1 % en el segundo trimestre, una décima menos de lo previsto, tras el 0,6 % del primer trimestre, al disiparse el aumento anticipatorio de las exportaciones previo al alza de los aranceles de Estados Unidos. Por países, en Alemania e Italia el PIB se contrajo, por la debilidad del sector exterior, mientras que en Francia y **España** la actividad repuntó. Los indicadores de confianza, especialmente del PMI de manufacturas, están mejorando. Se espera que el PIB crezca a tasas moderadas en el tercer trimestre y se recupere posteriormente, debido, al menos en parte, a la **reducción de la incertidumbre** ante unos escenarios arancelarios más favorables.
- El ejercicio de proyecciones de septiembre del BCE eleva tres décimas el incremento del PIB de la UEM para 2025 —hasta el 1,2 %—, principalmente por la revisión al alza del primer trimestre. Para 2026 y 2027, el aumento del PIB alcanzaría el 1 % y el 1,3 %, una décima menos y la misma cifra, respectivamente, que en la previsión anterior por el efecto de los aranceles (gráfico 6.a). Estas tasas de crecimiento se situarían en línea con el crecimiento potencial de la UEM, y el avance del PIB a lo largo del horizonte de proyección se apoya, principalmente, en el consumo privado y la inversión, así como en el impulso fiscal ligado al gasto público en defensa e infraestructuras.

Gráfico 6

6.a UEM. Previsiones de crecimiento del PIB



FUENTES: FMI, Consensus Economics y Eurosistema.

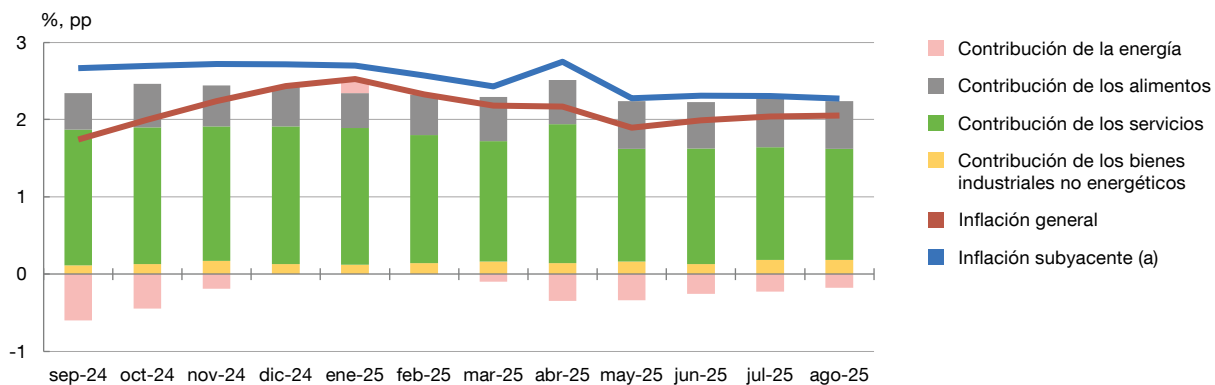
a Cada letra se refiere al mes en el que se publicó la previsión correspondiente.

7 ... mientras que la inflación general ha permanecido en torno al 2 %

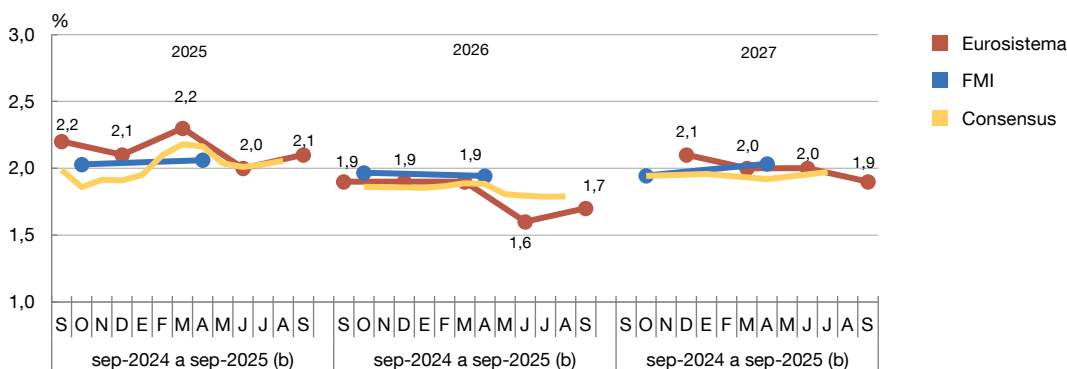
- La tasa de variación interanual del IAPC de la UEM se situó en el 2,1 % en agosto (gráfico 7.a), una décima más que en el mes anterior y tres décimas por encima de lo esperado en el ejercicio de proyecciones de junio, en un contexto de estabilidad de la inflación subyacente e incremento más intenso de lo previsto de los precios energéticos y de los alimentos.
- La inflación subyacente permaneció en el 2,3 %, con un leve retroceso de la inflación de servicios —de una décima, hasta el 3,1 %—, mientras que la correspondiente a los bienes industriales no energéticos se mantuvo en niveles reducidos (0,8 %).
- El ejercicio de proyecciones de septiembre del BCE eleva levemente la previsión de inflación general en una décima para 2025 y 2026, hasta el 2,1 % y el 1,7 %, respectivamente. Esta revisión respecto a lo previsto en el ejercicio de proyecciones de junio refleja la revisión al alza de la senda esperada del precio de la energía, contrarrestada, solo parcialmente, por el efecto de la apreciación del euro. En 2027, la inflación repuntaría hasta el 1,9 %, una décima menos que en la previsión anterior (gráfico 7.b).

Gráfico 7

7.a Inflación en el área del euro y contribución de los componentes



7.b UEM. Previsiones de inflación



FUENTES: FMI, Consensus Economics, Eurozona y Eurostat.

a IAPC general, excluidos energía y alimentos.

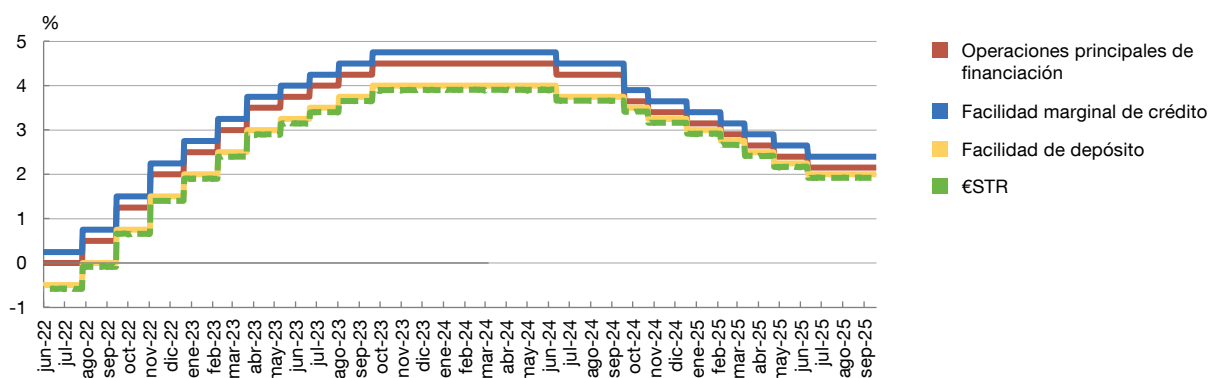
b Cada letra se refiere al mes en el que se publicó la previsión correspondiente.

8 El BCE ha mantenido inalterados los tipos de interés oficiales en septiembre

- El tipo de la facilidad de depósito, instrumento con el que el Consejo de Gobierno del BCE establece la orientación de la política monetaria, se ha mantenido en el 2 % desde junio (gráfico 8.a). La decisión ha estado fundamentada en la evaluación actualizada de las perspectivas de inflación, de la dinámica de la inflación subyacente y de la intensidad de la transmisión de la política monetaria.
- En su reunión de septiembre, el Consejo de Gobierno destacó que la inflación del área del euro se ha situado en torno a su objetivo del 2 % a medio plazo y que los indicadores de inflación subyacente han continuado siendo coherentes con dicho objetivo. Además, las **nuevas previsiones de inflación elaboradas por los expertos** apenas han variado, manteniéndose también en línea con el nivel deseado del 2 % a medio plazo. No obstante, el escenario de inflación sigue siendo más incierto de lo habitual debido al entorno global aún volátil de la política comercial.
- Por lo que respecta a la transmisión, las anteriores bajadas de tipos de interés continuaron reduciendo los costes de financiación de las empresas en el área del euro —hasta el 3,5 % en julio para los préstamos—. En el caso de las nuevas hipotecas, permanecieron estables en el 3,3 %.
- En las próximas reuniones, el Consejo de Gobierno seguirá aplicando un enfoque dependiente de los datos para determinar la orientación adecuada de la política monetaria, sin comprometerse de antemano con ninguna trayectoria específica de los tipos de interés oficiales.

Gráfico 8

8.a Tipos de interés oficiales del BCE y €STR



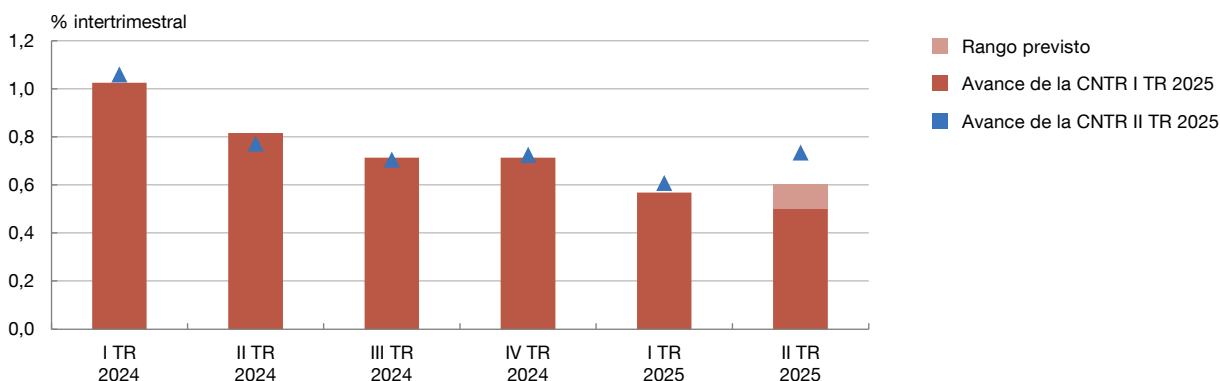
FUENTES: Banco de España y Refinitiv Datastream. Último dato observado: 11 de septiembre de 2025.

9 El ritmo de crecimiento de la economía española repuntó en el segundo trimestre hasta el 0,7 %

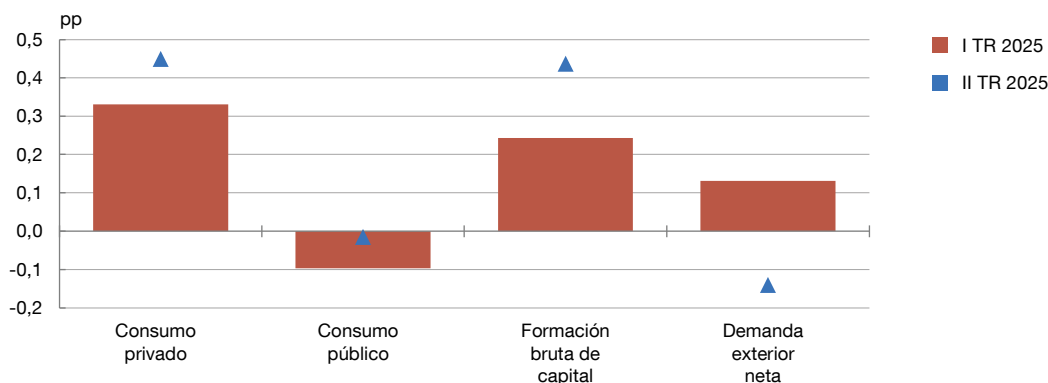
- El PIB de la economía española avanzó un 0,7 % en el segundo trimestre de 2025, una tasa superior a la registrada en el primer trimestre —0,6 %— y por encima del rango de crecimiento previsto en el [ejercicio de proyecciones del Banco de España de junio](#) —entre el 0,5 % y el 0,6 %— (gráfico 9.a).
- Este repunte de la actividad económica se debió al notable dinamismo de la demanda interna y, en particular, del [consumo privado](#) y de la [formación bruta de capital](#), cuyas aportaciones a la tasa de avance del producto sumaron, en conjunto, nueve décimas (gráfico 9.b). Por el contrario, la [demanda externa](#) restó algo más de una décima al crecimiento del PIB, resultado tanto de un menor incremento de las exportaciones —sobre todo, de las de servicios no turísticos— como de una leve aceleración de las importaciones —en particular, de las de bienes y servicios turísticos—.
- Desde la óptica de la oferta, en el segundo trimestre del año destacó la contracción del sector primario —del 9,5 %—, tras el buen desempeño del primer trimestre, mientras que se aceleró la actividad en la industria manufacturera —hasta el 1,1 %—, la construcción —1,5 %— y los servicios de mercado —1,7 %—. La actividad de los servicios de no mercado, por su parte, se redujo por segundo trimestre consecutivo.

Gráfico 9

9.a Evolución del PIB en España



9.b Contribuciones al crecimiento del PIB en España



FUENTES: INE y Banco de España.

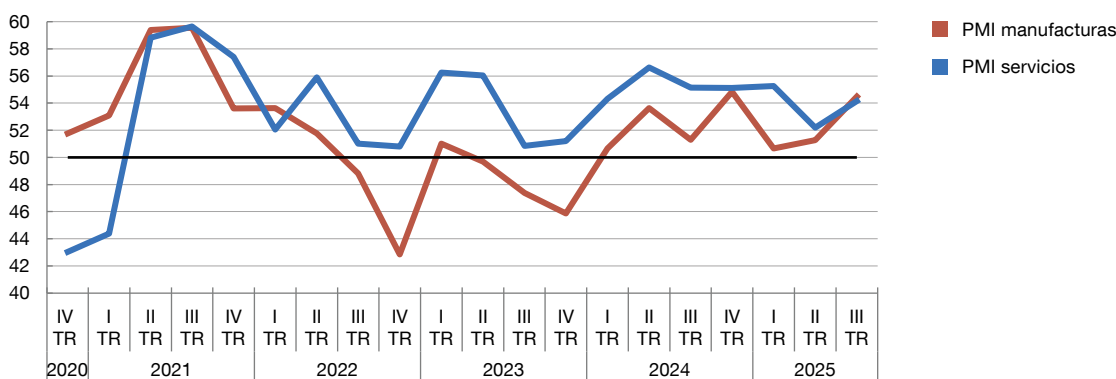


10 Los datos coyunturales más recientes apuntan a que la economía española mantendría un ritmo de crecimiento robusto durante el tercer trimestre

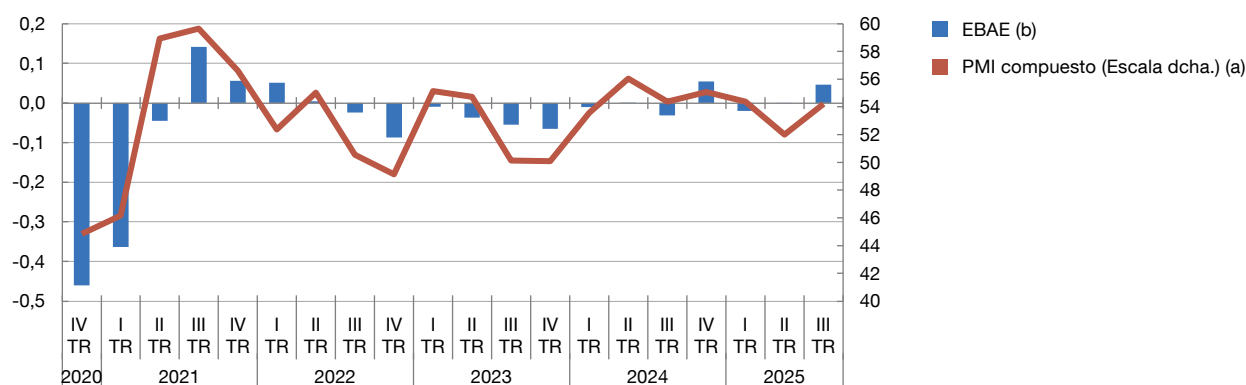
- El análisis conjunto de los distintos indicadores, que ofrecen información parcial, y aún incompleta, sobre el comportamiento de la actividad en el tercer trimestre, apunta a que el ritmo de avance del PIB en este período podría situarse entre el 0,6 % y el 0,7 % intertrimestral, en línea con el observado en el trimestre precedente⁵.
- Entre los indicadores que son coherentes con el mantenimiento de una tasa de crecimiento similar a la del trimestre previo, cabe destacar los de **empleo** y los de **confianza**. En este último caso, con información hasta agosto, los indicadores PMI han repuntado en los últimos meses, tanto en las manufacturas como en los servicios (gráfico 10.a), tras el descenso observado en el segundo trimestre.
- Los resultados de la EBAE apuntan también en esta dirección y sugieren que la facturación de las empresas españolas habría aumentado levemente entre julio y septiembre (gráfico 10.b)⁶.

Gráfico 10

10.a Evolución de los PMI (a)



10.b Evolución trimestral de la facturación de la EBAE y del PMI compuesto



FUENTES: S&P Global y EBAE (Banco de España).

a El dato del PMI del tercer trimestre de 2025 es el promedio de los meses de julio y agosto.

b Las respuestas cualitativas de la EBAE se traducen a una escala numérica según la siguiente correspondencia: descenso significativo = -2; descenso leve = -1; estabilidad = 0; aumento leve = 1; aumento significativo = 2. Serie corregida de efectos estacionales.

5 Para más detalles, véanse las proyecciones de este documento.

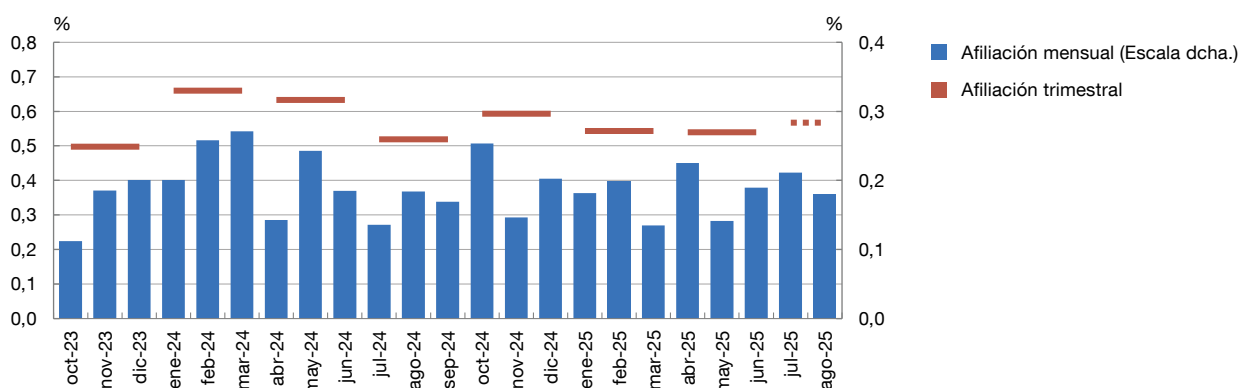
6 Fernández Cerezo, Izquierdo y Posada (2025).

11 En el tercer trimestre, la creación de empleo habría mantenido un dinamismo similar al de la primera mitad del año

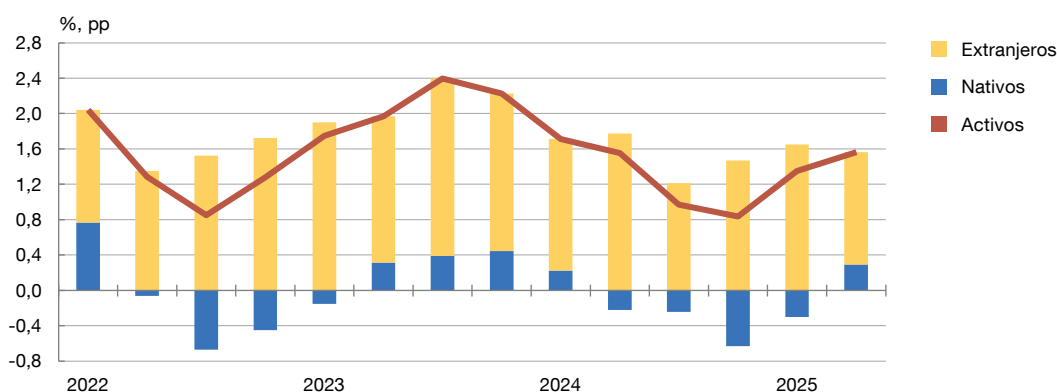
- La afiliación a la Seguridad Social registró un avance del 0,2 % en agosto en tasa mensual desestacionalizada, similar al observado en julio. Estos ritmos de crecimiento se sitúan en línea con los del primer semestre (gráfico 11.a) y sugieren una continuidad en la dinámica de creación de empleo en el conjunto del tercer trimestre.
- Por ramas de actividad, el crecimiento del empleo es generalizado, con la excepción de la agricultura. Destaca la fortaleza en el sector del transporte y en la construcción. La senda de avance de la afiliación en el resto de los servicios y en la industria se mantiene estable.
- El dinamismo del empleo permitió reducir la tasa de paro hasta el 10,3 % en el segundo trimestre —tres décimas por debajo del primer trimestre en términos de la serie desestacionalizada—, en consonancia con lo previsto en el ejercicio de proyecciones del Banco de España de junio, y en un contexto en el que la población activa mantuvo su dinamismo, apoyado en el sostenido aumento de la población extranjera (gráfico 11.b).

Gráfico 11

11.a Afiliación total. Tasas mensuales y trimestrales (a)



11.b Tasa de variación interanual de la población activa: contribuciones de colectivos según país de nacimiento



FUENTES: Banco de España, Ministerio de Inclusión, Seguridad Social y Migraciones, y Eurostat.

a Tasas mensuales y trimestrales desestacionalizadas. Los datos del tercer trimestre de 2025 son previsiones.

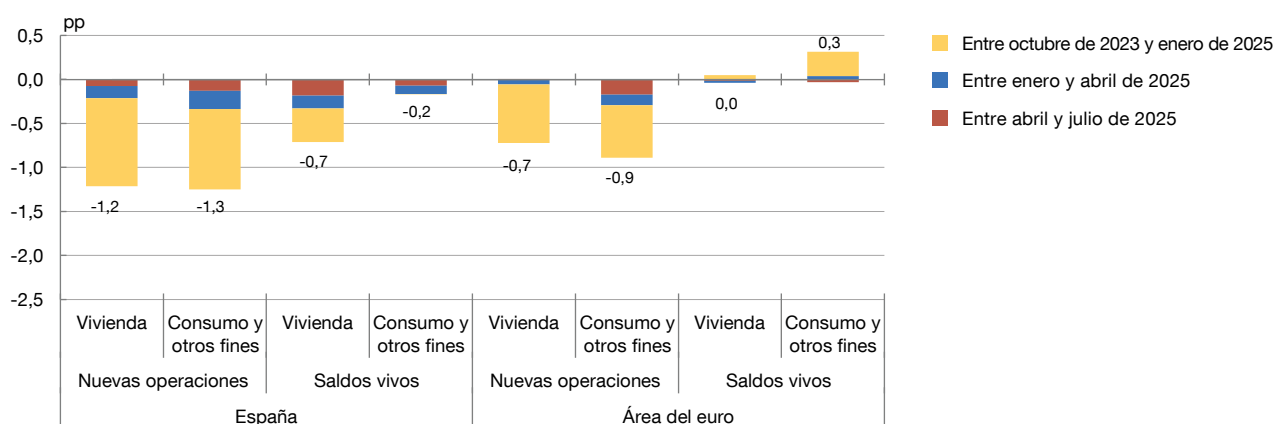


12 El coste de los nuevos préstamos ha seguido reduciéndose en los últimos meses, aunque de forma más moderada que en los meses precedentes

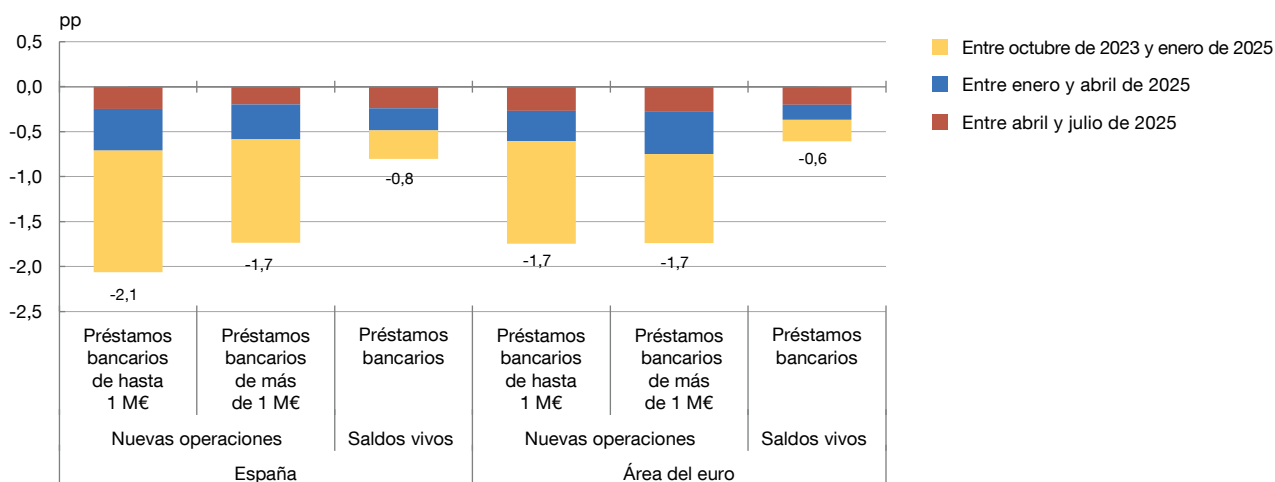
- El coste del crédito a los hogares disminuyó ligeramente entre abril y julio, hasta el 2,7 % y el 5,8 % en los préstamos para adquisición de vivienda y para consumo y otros fines, respectivamente (gráfico 12.a). El coste medio de los préstamos vivos también continuó descendiendo, a diferencia de lo observado en el área del euro⁷.
- Entre abril y julio, el coste de los nuevos préstamos a empresas se redujo en torno a 25 pb y se situó en el 3,2 % para importes de hasta un millón de euros y en el 3,3 % para los de mayor cuantía (gráfico 12.b). Esta reducción, junto con la de los préstamos a tipo variable, siguió reflejándose en una caída del coste del saldo vivo, una tendencia también observada en el conjunto del área del euro.

Gráfico 12

12.a Variación en el coste del crédito a hogares durante la fase de normalización de la política monetaria (a)



12.b Variación en el coste del crédito a empresas no financieras durante la fase de normalización de la política monetaria (a)



FUENTE: Banco de España.

a TEDR ajustados por componente estacional e irregular. Las etiquetas de datos muestran la variación acumulada desde octubre de 2023.

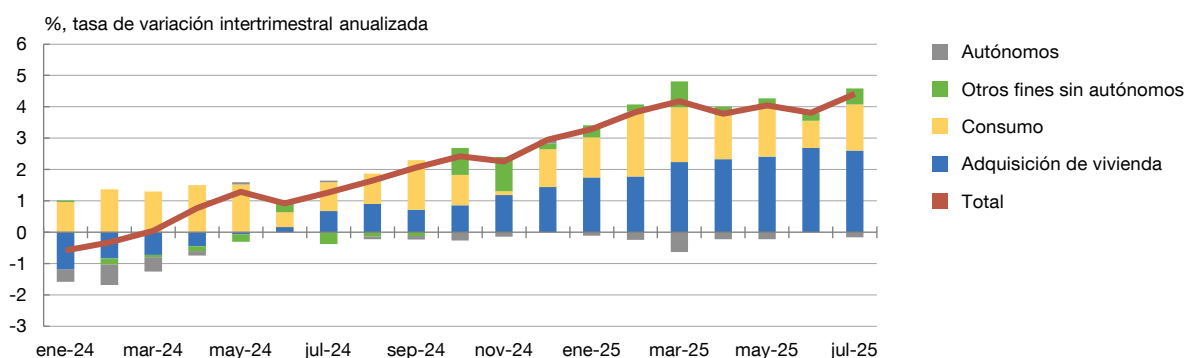
7 El aumento acumulado del coste de los préstamos vivos para consumo y otros fines se debe al vencimiento de créditos antiguos con tipos más bajos. En 2019, el coste del nuevo crédito fue del 3,9 %, frente al 6,3 % del período de relajación. En España, esta diferencia es menor (5,4 %, frente al 6,4 %).

13 La financiación a los hogares siguió creciendo a un ritmo similar al de los meses anteriores, al tiempo que la recibida por las empresas repuntó

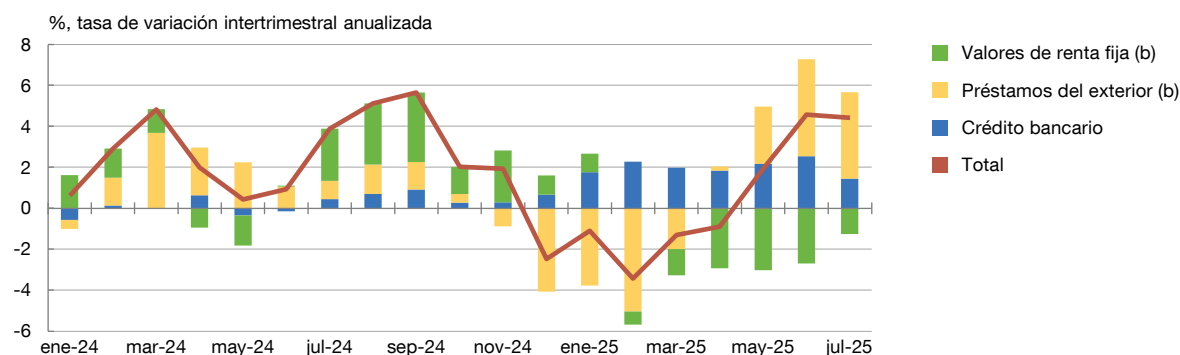
- Según la [Encuesta sobre Préstamos Bancarios](#), los criterios de concesión de préstamos apenas variaron en el segundo trimestre, y la demanda, tras cuatro trimestres de crecimiento continuado, se estabilizó o se desaceleró. De acuerdo con la [Encuesta sobre el Acceso de las Empresas a la Financiación](#), estas continuaron reportando una mejora en el acceso a la financiación bancaria.
- En este contexto, los préstamos vivos a los hogares continuaron creciendo a un ritmo similar al de meses anteriores (4,4 % en términos trimestrales anualizados en julio), apoyados en el vigor del crédito al consumo y del destinado a la adquisición de vivienda (gráfico 13.a). En el caso de las empresas, el crecimiento del crédito bancario, así como el de los préstamos del exterior, más que compensó la caída en la emisión de valores de renta fija, lo que favoreció un repunte del total de la financiación recibida, con una tasa de crecimiento del 4,4 % intertrimestral anualizada en julio (gráfico 13.b).

Gráfico 13

13.a Financiación a los hogares (a)



13.b Financiación a las empresas no financieras (a)



FUENTE: Banco de España.

- a Datos desestacionalizados (y corregidos por componente irregular en los tipos de interés). Los saldos de financiación bancaria incluyen titulización.
 b Los valores emitidos en el exterior se excluyen de los préstamos del exterior y se incluyen en valores de renta fija.

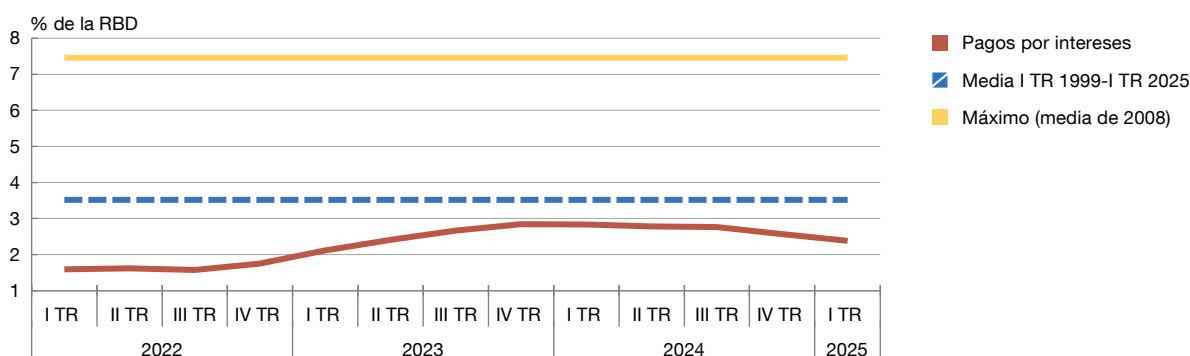


14 El descenso de los pagos por intereses favoreció una reducción de la ratio de carga financiera de los hogares y las empresas en los primeros meses del año

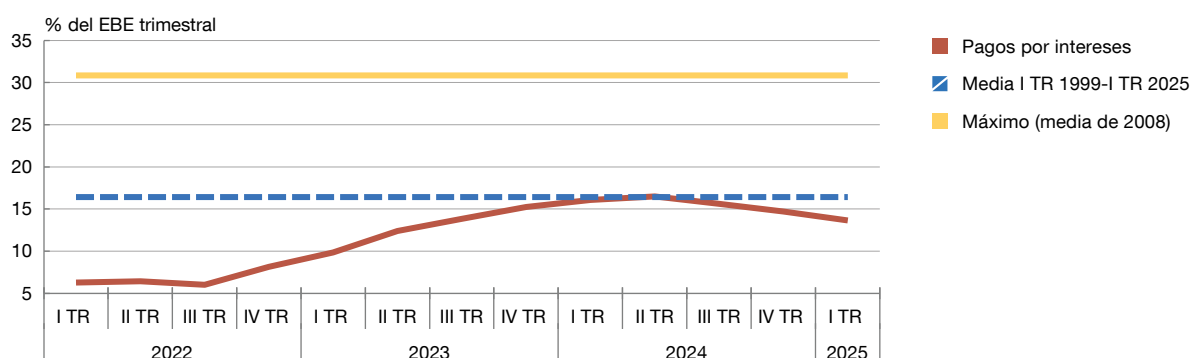
- La reducción de los pagos por intereses de la deuda de los hogares, junto con el crecimiento de las rentas nominales, permitió un leve descenso adicional de la ratio de carga financiera, hasta el 2,4 % de la renta bruta disponible (RBD) en el primer trimestre, 0,2 pp menos respecto al trimestre anterior (gráfico 14.a). En el caso de las empresas, la reducción de los pagos por intereses de su deuda también favoreció una reducción de su carga financiera hasta el 13,6 % del excedente bruto de explotación (EBE), 1,1 pp por debajo de la registrada el trimestre anterior (gráfico 14.b).
- La evolución positiva de la situación económica y financiera de los hogares y las empresas se ha reflejado también en una mejora de la calidad crediticia de los préstamos durante el segundo trimestre, lo que permite anticipar que las condiciones de financiación seguirán siendo favorables.

Gráfico 14

14.a Carga financiera por intereses de los hogares (a)



14.b Carga financiera neta por intereses de las SNF (a)



FUENTES: INE y Banco de España.

a Datos desestacionalizados. Los pagos por intereses son flujos trimestrales de caja (no están ajustados por los SIFMI) y la ratio se calcula sobre la RBD trimestral o el EBE trimestral.

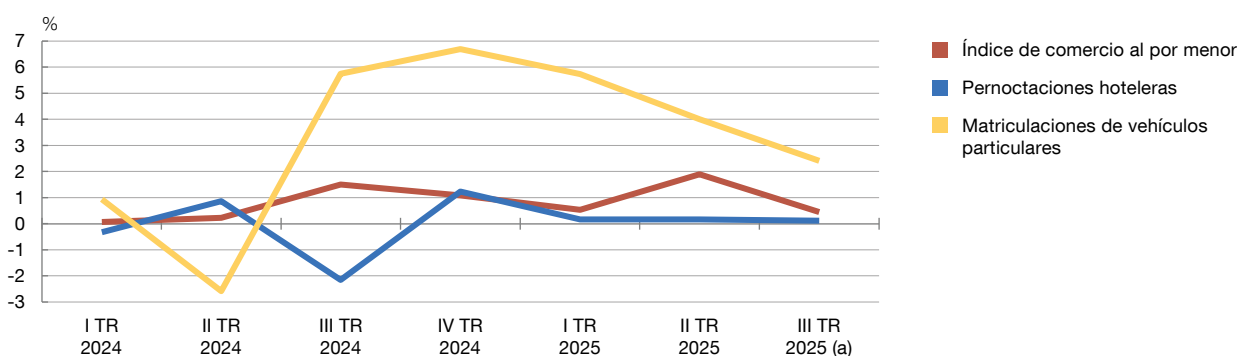


15 El consumo de los hogares mantendría un ritmo de avance elevado, aunque algo inferior al del segundo trimestre

- A pesar del contexto de elevada incertidumbre y del deterioro de la confianza de los hogares, el consumo privado sorprendió al alza en el segundo trimestre, con un avance trimestral del 0,8 %, por encima del 0,6 % del primer trimestre y en línea con los crecimientos observados a lo largo de 2024.
- Los datos disponibles muestran que en la parte transcurrida del tercer trimestre el consumo podría haber moderado su crecimiento (gráfico 15.a), aunque mantendría un avance robusto, favorecido por la mejora de la confianza de los hogares en julio y, especialmente en el caso de los bienes duraderos, por la **mejoría de las condiciones financieras**. En esta dirección apunta el dinamismo que mantienen las matriculaciones de vehículos particulares⁸, aunque crecieron algo menos que en los trimestres pasados. Asimismo, el índice de comercio minorista moderó su avance en julio.
- La evolución de las pernoctaciones hoteleras sugiere que el gasto turístico de los hogares estaría mostrando una mayor atonía. Esta moderación se concentra en las pernoctaciones en territorio nacional, mientras que el gasto turístico en el exterior mantiene el perfil de recuperación de los años anteriores.

Gráfico 15

15.a Tasa de crecimiento intertrimestral de los indicadores habituales de consumo



FUENTES: Asociación Española de Fabricantes de Automóviles y Camiones e INE.

a Para el tercer trimestre de 2025, la tasa de crecimiento intertrimestral se ha calculado con los datos observados del mes de julio para las pernoctaciones hoteleras y el índice del comercio al por menor y con la media del período julio-agosto para las matriculaciones de automóviles.



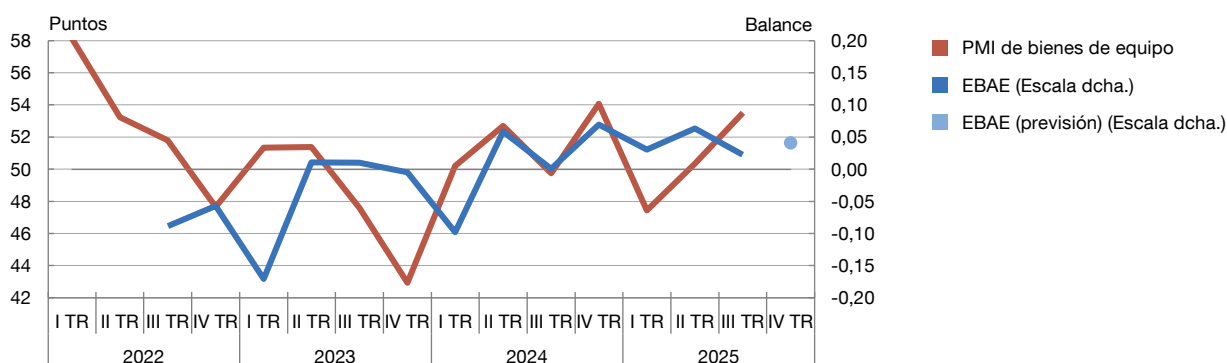
⁸ La renovación de vehículos tras la DANA de octubre de 2024 (y las ayudas públicas otorgadas para este fin) y el programa de incentivos a la compra de vehículos electrificados han contribuido a esta evolución.

16 La inversión productiva mantendrá el buen tono reciente, mientras que la inversión en vivienda se desacelerará en los próximos meses

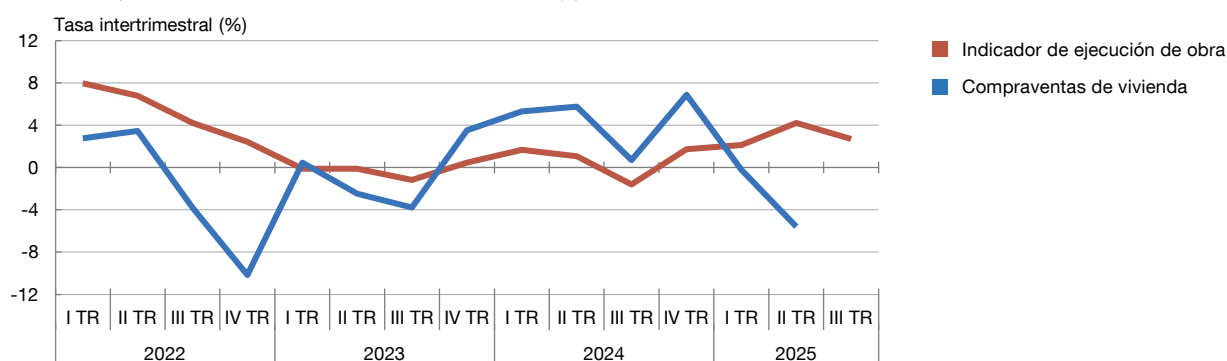
- La inversión productiva prolongó su avance en los dos primeros trimestres de 2025, aunque lejos del repunte observado a finales del año anterior. La composición de la inversión ha rotado desde las otras construcciones hacia el componente de los bienes de equipo, que registró un avance interanual del 11 % en el segundo trimestre. En lo que respecta al transporte, sigue lejos de los niveles de 2019 (–13,5 %), si bien se prevé que la renovación del envejecido parque de vehículos comerciales impulsará esta partida en los próximos años.
- De cara a la segunda mitad del año, la senda positiva de los indicadores cualitativos, como la EBAE y el PMI de bienes de equipo (gráfico 16.a), apunta a que la inversión en equipo continuará creciendo, aunque a un ritmo algo más moderado.
- Por lo que respecta a la inversión en vivienda, tras su elevado dinamismo de la primera mitad del año, se desaceleraría en el tercer trimestre, a tenor de la evolución más reciente del indicador de ejecución de obra y las compraventas escrituradas de vivienda (gráfico 16.b). Por su parte, el precio de la vivienda continuó acelerándose en el segundo trimestre, hasta registrar un aumento interanual del 12,7 %, por encima del aumento medio de 2024 (8,4 %).

Gráfico 16

16.a Indicadores cualitativos de inversión (a)



16.b Principales indicadores de la inversión en vivienda (b)



FUENTES: S&P Global, Banco de España, Centro de Información Estadística del Notariado, INE y Ministerio de Transportes y Movilidad Sostenible.

- a Último dato disponible del PMI: mayo de 2025. Último dato disponible de la EBAE: tercer trimestre de 2025, previsión del cuarto trimestre de 2025.
- b Último dato disponible: mayo de 2025 para visados y junio para compraventas de vivienda. Para el indicador de ejecución de obra se asume un calendario de ejecución de tres meses desde que se emite el visado hasta el inicio de la obra y de dieciocho meses para la ejecución. Serie desestacionalizada para las compraventas de vivienda.

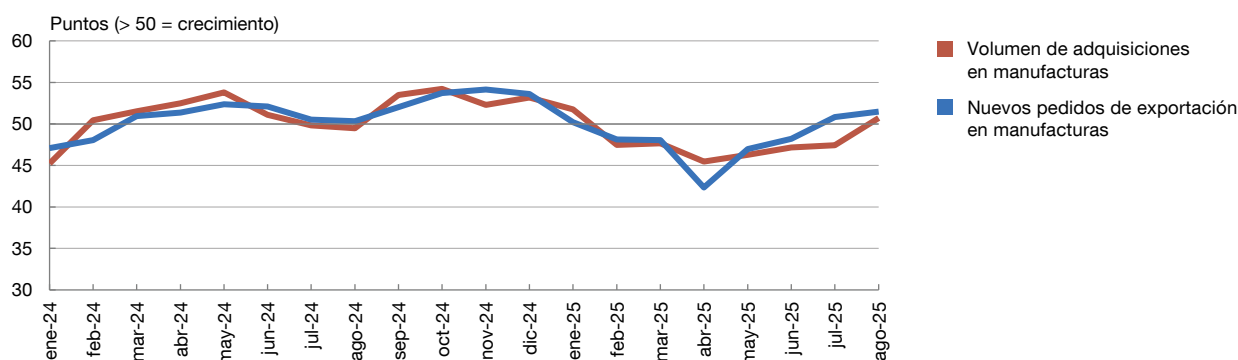


17 El sector exterior podría mantener una contribución negativa al crecimiento del PIB en el tercer trimestre por la progresión de las importaciones

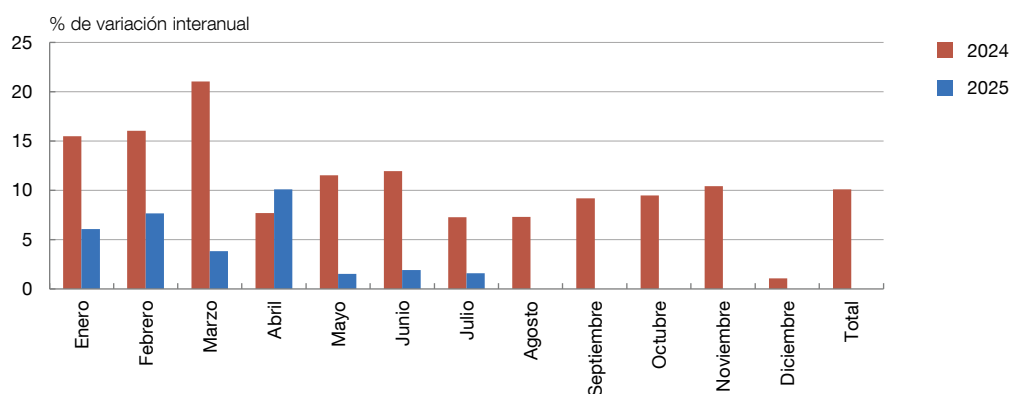
- La aportación de la demanda externa neta al crecimiento fue levemente negativa (de $-0,1$ pp) en el segundo trimestre, debido, principalmente, al dinamismo de las importaciones de servicios —en especial de las de servicios turísticos (+4,5 %)— y, en menor medida, al de las importaciones de bienes (+1,5 %). No obstante, las exportaciones de bienes recuperaron una tónica positiva (+1,5 %).
- En el tercer trimestre, los indicadores PMI de nuevos pedidos de exportación y de volumen de adquisiciones en manufacturas prosiguieron su tónica de recuperación, y ambos se situaron en terreno expansivo (gráfico 17.a), lo que apuntaría a un mejor comportamiento de las exportaciones de bienes en el tercer trimestre. Por otro lado, las importaciones de bienes se verían favorecidas por el dinamismo de la demanda interna, en especial de la inversión.
- En cuanto a las exportaciones de servicios, se mantendría la progresiva moderación observada en la primera mitad del año, especialmente en el caso de los servicios turísticos. En concreto, las llegadas de turistas extranjeros crecieron un 1,6 % interanual en julio, manteniendo tasas de avance inferiores a las del año pasado (gráfico 17.b).

Gráfico 17

17.a Indicadores PMI (a)



17.b Llegadas de turistas extranjeros por meses



FUENTES: S&P Global e INE.

a Última observación: agosto de 2025.

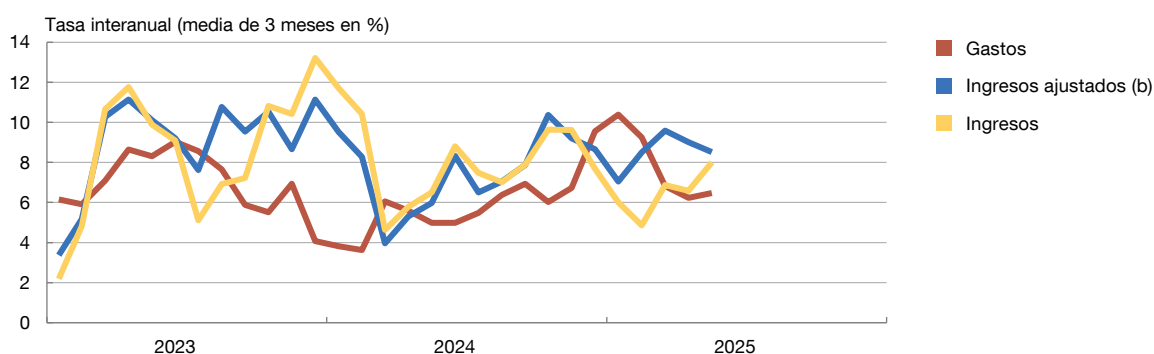


18 El dinamismo de los ingresos públicos mejora el saldo de las AAPP pese al aumento del gasto

- Los ingresos públicos continúan evolucionando de manera muy positiva. Con información hasta mayo, se estima un aumento interanual del 6,6 %⁹, que, una vez ajustado de comportamientos intraanuales irregulares¹⁰, situaría el avance por encima del 8 % en términos homogéneos (gráfico 18.a). Este dinamismo se apoya en el crecimiento notable de los impuestos y de las cotizaciones sociales, impulsados por el aumento de la renta de los hogares y de las sociedades, así como por las medidas implementadas¹¹.
- Por su parte, el gasto público, aunque muestra un menor dinamismo que los ingresos, registra también tasas de crecimiento significativas (5,7 %), con un avance del 5,6 % en el gasto primario corriente, lo que podría implicar una senda de crecimiento del gasto primario en términos netos —de medidas discrecionales de ingresos y otros componentes— superior a la establecida en el Plan Fiscal y Estructural de Medio Plazo (PFEMP).
- Con todo, el fuerte avance de los ingresos habría conllevado una mejora del saldo de las AAPP hasta mayo, que sería coherente con una reducción del déficit público para el conjunto del año 2025, hasta situarse algo por debajo del objetivo del Gobierno del 2,8 % del PIB.

Gráfico 18

18.a Ingresos y gastos de las AAPP en España (a)



FUENTES: Banco de España e IGAE. Último dato: mayo de 2025.

a No incluye las CCLL.

b Tasas ajustadas de comportamientos mensuales atípicos a causa de las medidas.



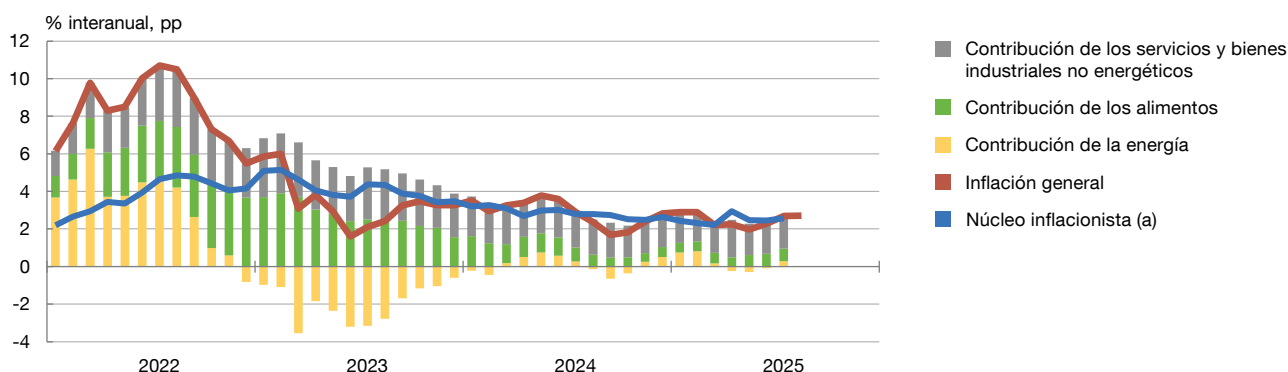
- 9 Estimación basada en la información de las AAPP, excluyendo las CCLL, hasta mayo y de las CCLL del primer trimestre.
- 10 En el período enero-mayo se han concentrado la suspensión de las contribuciones al Fondo de Garantía de Depósitos y la desaparición del primer pago de los gravámenes transitorios a empresas financieras y energéticas, al tiempo que se ha incluido solo una pequeña parte del impacto esperado en el año de las medidas de aumento de la recaudación del impuesto sobre sociedades.
- 11 Recuperación de los tipos impositivos habituales en el IVA de alimentos y energía, así como en otros impuestos a la energía; recuperación del límite a la deducción de pérdidas pasadas y límite temporal a la deducción de pérdidas de filiales en el impuesto sobre sociedades, y aumento del Mecanismo de Equidad Intergeneracional, incremento de las bases máximas de cotización e introducción de la cuota de solidaridad en cotizaciones sociales.

19 El repunte de los precios energéticos ha elevado la inflación general desde mayo, mientras que la inflación subyacente se ha mantenido estable

- La inflación general —medida por el IAPC— permaneció estable en agosto en el 2,7 %, tras el aumento de los dos meses anteriores desde el 2 % registrado en mayo. Con información desagregada hasta julio, esta evolución habría reflejado el repunte de los precios energéticos, asociado al encarecimiento del petróleo y de la electricidad¹², y a una leve aceleración de los precios alimenticios (gráfico 19.a).
- Por su parte, la inflación subyacente —IAPC, excluidos energía y alimentos— se ha mantenido estable en el entorno del 2,5 % desde mayo, si bien experimentó un ligero repunte en julio, hasta el 2,6 %. En particular, los precios de los servicios se aceleraron ligeramente en julio, aunque algo menos de lo esperado, debido a la reversión solo parcial de los descuentos al transporte público¹³ que entraron en vigor en septiembre de 2022, mientras que se mantiene la elevada persistencia en los precios de los servicios relacionados con la restauración y el turismo. Por otra parte, los precios de los bienes industriales no energéticos continuaron mostrando crecimientos interanuales muy reducidos e inferiores a los de los precios de producción interior de este tipo de bienes.

Gráfico 19

19.a Inflación en España: evolución y contribución de los componentes



FUENTES: Eurostat y Banco de España.

a Inflación general, excluidos energía y alimentos.



12 El aumento interanual del precio de la electricidad de julio se debió en parte al efecto base del IVA, que pasó del 10 % en julio de 2024 al 21 % en el mismo período de 2025.

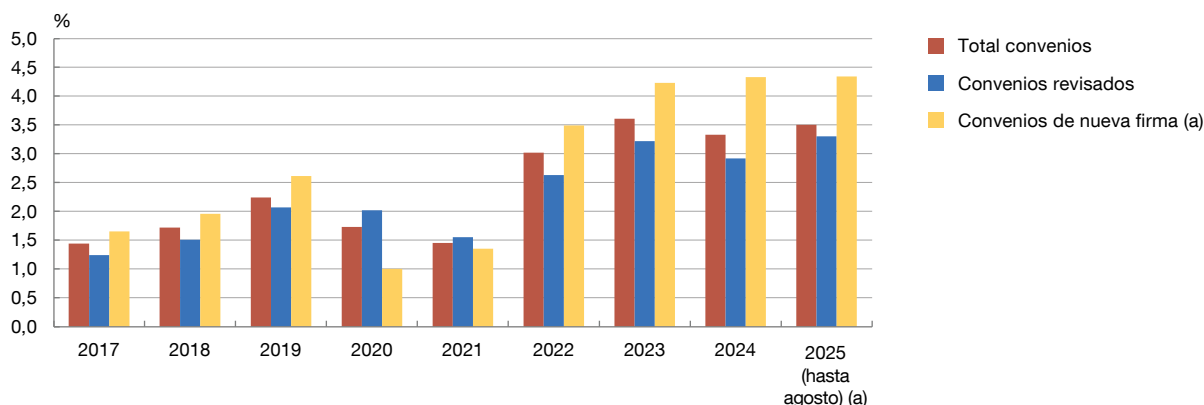
13 En julio entró en vigor un nuevo sistema tarifario en el transporte público, lo que supuso una reducción parcial de los descuentos iniciados en septiembre de 2022, que finalizarán en diciembre de 2025. En el ejercicio de proyecciones del Banco de España de junio se esperaba que los descuentos se eliminaran totalmente a partir del mes de julio, según lo aprobado hasta la fecha de cierre de las proyecciones.

20 Los costes laborales unitarios mantuvieron la senda de aceleración en el segundo trimestre de 2025

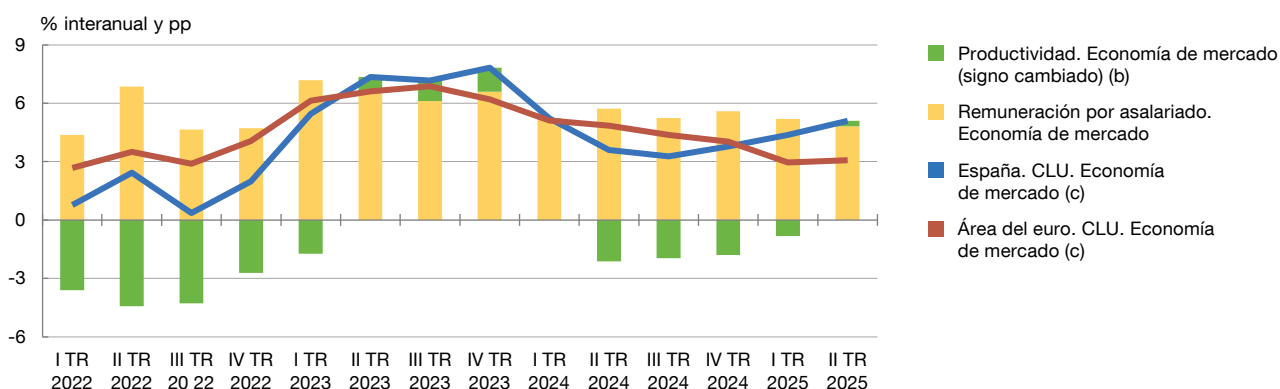
- Con información hasta agosto, el incremento salarial pactado para 2025 se sitúa en el 3,5 %, por encima del registrado en 2024 y del acordado en el V Acuerdo para el Empleo y la Negociación Colectiva (AENC), que estableció una referencia general del 3 % para 2025. La mayoría de los asalariados con convenios cerrados para 2025 están sujetos a acuerdos firmados en ejercicios anteriores, que contemplan un aumento salarial medio del 3,3 %. Por su parte, los nuevos convenios suscritos en 2025 recogen un incremento medio superior, del 4,3 % (gráfico 20.a).
- La remuneración por asalariado en la economía de mercado mantuvo la senda de suave desaceleración iniciada a principios de año; no obstante, se mantiene en tasas aún elevadas (4,8 % en el segundo trimestre). En este contexto, los costes laborales unitarios (CLU) se aceleraron en el segundo trimestre, hasta el 5,1 % en la economía de mercado, lo que refleja el sostenido avance de la remuneración y el descenso de la productividad por ocupado, que disminuyó un 0,3 % interanual en el segundo trimestre (gráfico 20.b).

Gráfico 20

20.a Incremento salarial pactado



20.b CLU. Economía de mercado. Evolución y contribuciones



FUENTES: Ministerio de Trabajo y Economía Social e INE.

a Los convenios de nueva firma hasta agosto de 2025 se refieren a 1.728.000 trabajadores (cerca del 20 % del total de trabajadores con convenios cerrados para 2025).

b La productividad se define como valor añadido bruto sobre el total de asalariados en un determinado sector.

c La variación de los CLU puede aproximarse como la suma de la variación de la remuneración por asalariado y la variación de la productividad (cambiada de signo). Por tanto, una contribución positiva de la productividad en el gráfico se interpreta como el efecto de una caída de la productividad.

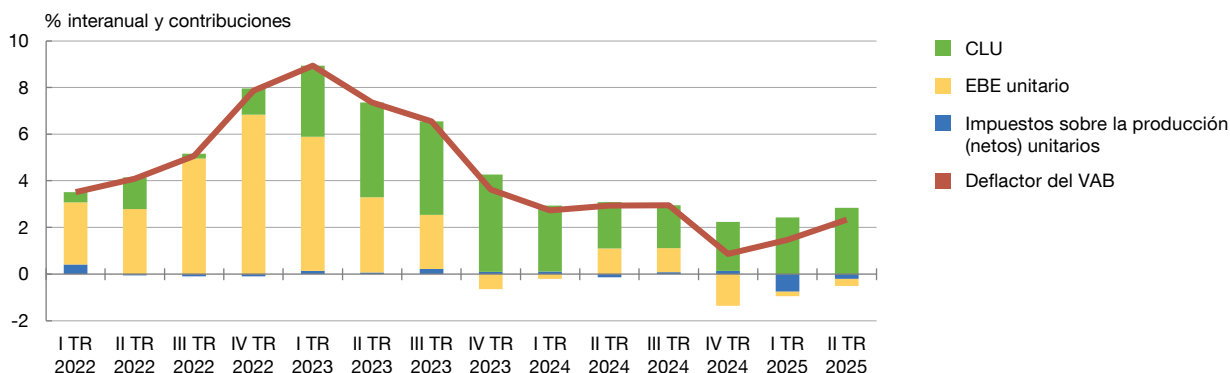


21 Las presiones inflacionistas internas se mantienen relativamente moderadas, favorecidas por el recorte de los márgenes unitarios de las empresas

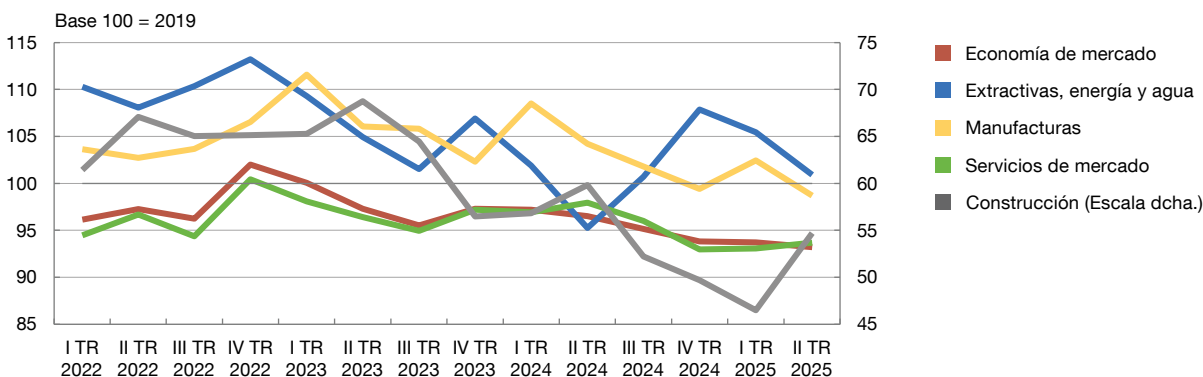
- El deflactor del valor añadido bruto (VAB) de la economía de mercado repuntó 0,8 pp en el segundo trimestre de 2025, hasta el 2,3 %. A ello contribuyó, principalmente, la aceleración de los CLU, ya que tanto el EBE unitario como los impuestos sobre la producción unitarios registraron contribuciones negativas (gráfico 21.a).
- De hecho, los márgenes empresariales, medidos como la ratio entre el EBE y el VAB de la economía de mercado, mantuvieron una senda de ligera desaceleración (gráfico 21.b), de acuerdo con la CNTR¹⁴. Esta desaceleración es reflejo de la evolución de la ratio en la mayoría de los sectores, excepto en la construcción, donde repuntaron en el segundo trimestre, tras haberse situado en los niveles mínimos de los últimos años a principios de año.

Gráfico 21

21.a Deflactor del valor añadido de la economía de mercado



21.b Evolución de los márgenes empresariales (EBE/VAB) según la CNTR. Desglose por sectores



FUENTES: Banco de España e INE.



14 Para un mayor grado de detalle sobre la interpretación y evolución reciente de distintas medidas alternativas que buscan aproximar los márgenes empresariales, véase el [sitio web del Observatorio de Márgenes Empresariales](#), en el que participan el Ministerio de Economía, Comercio y Empresa, la AEAT y el Banco de España.

**PROYECCIONES MACROECONÓMICAS DE LA ECONOMÍA
ESPAÑOLA (2025-2027)**

22 Principales supuestos y factores condicionantes del ejercicio de proyecciones

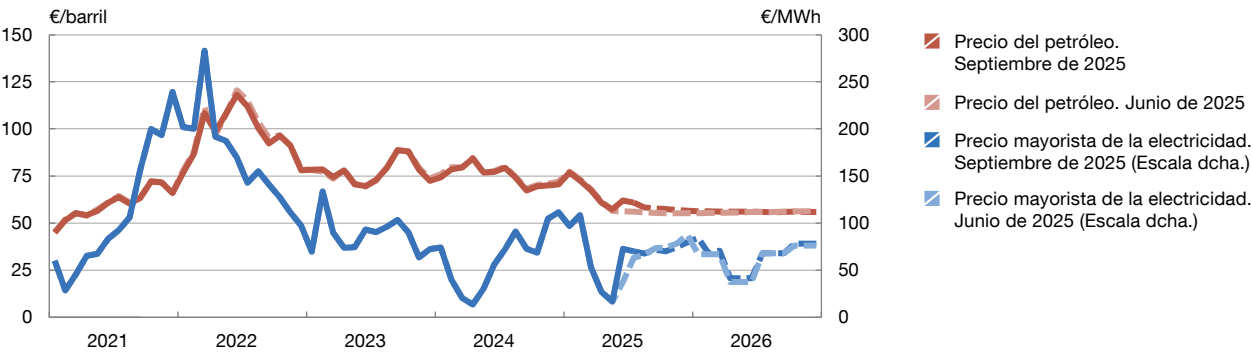
- Este ejercicio de proyecciones se sustenta sobre una serie de supuestos técnicos acerca de la evolución futura de determinadas variables macroeconómicas, financieras y **fiscales**¹⁵. Su consideración conjunta ofrece un escenario de cara a los próximos trimestres algo más adverso para la actividad económica que el de hace tres meses, especialmente en lo relativo a la apreciación del tipo de cambio, el incremento de los precios energéticos y el desempeño de los mercados de exportación en 2026. En concreto:
 - El crecimiento de los mercados de exportación de España en 2025 se revisa cuatro décimas al alza, hasta el 2,8 %, como consecuencia de unos datos correspondientes al segundo trimestre del año superiores a los inicialmente previstos, así como por la revisión al alza de las tasas de crecimiento de los trimestres anteriores. Este mayor dinamismo se ve compensado, no obstante, por una evolución algo menos favorable en la segunda parte de este año. Para 2026 se anticipa una desaceleración significativa de los mercados de exportación, hasta el 1,9 % —lo que implica una revisión a la baja de una décima en la tasa de crecimiento con respecto a junio—, en un contexto caracterizado por mayores barreras arancelarias y niveles de incertidumbre sobre las políticas económicas globales aún elevados. En 2027, el crecimiento repuntaría hasta el 2,8 % —la misma tasa que en junio— (cuadro 1).
 - De acuerdo con los mercados de futuros, la trayectoria esperada para los precios del petróleo en euros y de la electricidad se situaría, durante la primera parte de 2026, por encima de la proyectada tres meses atrás (gráfico 22). Cabe destacar que, en los últimos meses, tanto los precios del crudo como los de la electricidad han sido superiores a los anticipados en junio.
 - El tipo de cambio nominal del euro se encuentra ahora más apreciado que en el anterior ejercicio de proyecciones, tanto con respecto al dólar estadounidense como en términos efectivos (cuadro 1).
 - En relación con los tipos de interés, las expectativas de los mercados financieros se mantendrían en niveles similares a los del ejercicio de proyecciones de junio. El tipo de interés a corto plazo descendería gradualmente a lo largo de 2025 y 2026, seguido de un repunte en 2027, si bien este sería algo más moderado que el contemplado tres meses atrás. El tipo de interés a largo plazo, por su parte, se incrementaría ligeramente a lo largo del horizonte de proyección (cuadro 1).
- Además, los datos más recientes acerca de la evolución del PIB de la economía española en los trimestres precedentes implican, con respecto al ejercicio de previsiones anterior, un punto de partida distinto a partir del cual se proyectan las sendas futuras de la actividad y los precios. En particular, en ausencia de otros cambios, los **datos de avance de la CNTR** referidos al segundo trimestre de 2025 supondrían, de forma mecánica, un nivel de partida del producto más elevado para el actual ejercicio de proyecciones y una tasa de crecimiento del PIB más alta para 2025¹⁶.

15 Con respecto a las **previsiones publicadas el pasado 10 de junio**, las actuales incorporan la nueva información conocida desde entonces. Esta incluye, en particular, los datos de avance de la CNTR del segundo trimestre de 2025 y los de las CTNFSI del primer trimestre de 2025. La fecha de cierre de la elaboración de supuestos es el 1 de septiembre y la de cierre de las proyecciones el 4 de septiembre.

16 Asimismo, el INE revisó marginalmente al alza —en 0,04 pp— la tasa de crecimiento del primer trimestre de 2025.

Gráfico 22

22.a Evolución de los precios de la energía



FUENTES: OMIE y Reuters.

Cuadro 1
Entorno internacional y condiciones monetarias y financieras (a)

Tasas de variación anual (%), salvo indicación en contrario

	2024	Proyecciones de septiembre de 2025			Diferencia entre las previsiones actuales y las de junio de 2025 (b)		
		2025	2026	2027	2025	2026	2027
Mercados de exportación de España (c)	1,4	2,8	1,9	2,8	0,4	-0,1	0,0
Precio del petróleo en dólares/barril (nivel)	81,2	70,0	66,0	66,0	3,3	3,2	1,7
Precio mayorista de la electricidad en €/MWh (nivel)	62,9	67,3	65,4	54,8	2,2	3,3	-3,5
Condiciones monetarias y financieras							
Tipo de cambio dólar/euro (nivel)	1,08	1,13	1,17	1,17	0,02	0,04	0,04
Tipo de cambio efectivo nominal frente a la zona no euro (d) (nivel 2000 = 100)	116,0	119,4	122,5	122,5	2,1	3,8	3,8
Tipos de interés a corto plazo (euríbor a tres meses; nivel) (e)	3,6	2,2	1,9	2,1	0,0	0,0	-0,1
Tipo de interés a largo plazo (rendimiento de los bonos del Tesoro a diez años; nivel) (e)	3,2	3,3	3,6	3,9	0,0	0,0	0,0

FUENTES: Banco de España y BCE.

- a Fecha de cierre de la elaboración de supuestos: 1 de septiembre, excepto los de los mercados de exportación, que es el 28 de agosto. Las cifras en niveles son promedios anuales y las cifras en tasas están calculadas a partir de los correspondientes promedios anuales.
- b Las diferencias son en tasas para los mercados de exportación, en nivel para el precio del petróleo, el tipo de cambio dólar/euro y el tipo de cambio efectivo nominal, y en puntos porcentuales para los tipos de interés.
- c Los supuestos acerca del comportamiento de los mercados de exportación de España presentados en el cuadro se obtienen a partir de las «Proyecciones macroeconómicas elaboradas por los expertos del Eurosistema para la zona del euro» de septiembre de 2025.
- d Una variación porcentual positiva del tipo de cambio efectivo nominal refleja una apreciación del euro.
- e Para el periodo de proyección, los valores del cuadro constituyen supuestos técnicos, elaborados siguiendo la metodología del Eurosistema. Estos supuestos se basan en los precios negociados en los mercados de futuros o en aproximaciones a estos, y no deben ser interpretados como una predicción del Eurosistema sobre la evolución de estas variables.

23 De cara a los próximos trimestres, se proyecta una senda de desaceleración de la tasa de crecimiento del PIB

- En el segundo trimestre de 2025, el **ritmo de avance del PIB alcanzó el 0,7 %**, tasa superior tanto a la del trimestre precedente —0,6 %— como a la contemplada en el **ejercicio de proyecciones del Banco de España de junio** —entre el 0,5 % y el 0,6 %—. En la composición del crecimiento destacó el dinamismo que mostraron tanto el consumo privado como la inversión, que compensó la sorpresa a la baja registrada por el consumo público y la aportación de la demanda externa. En el segundo trimestre de 2025, el PIB de la economía española superó en un 8,8 % el alcanzado antes de la pandemia, un incremento que supera en 2,8 pp el observado en el área del euro.
- De cara al tercer trimestre, los **indicadores coyunturales más recientes** apuntan a que la economía española mantendrá un ritmo de crecimiento robusto, con una tasa estimada de entre el 0,6 % y el 0,7 %.
- En los próximos trimestres, el escenario central contempla una desaceleración gradual de los ritmos de avance del producto hacia tasas compatibles con el crecimiento potencial de la economía española, estimado ligeramente por debajo del 2 % al final del horizonte de proyección. En concreto, se prevé que el crecimiento del PIB real se modere desde el 3,2 % registrado en 2024 hasta el 2,6 % en 2025, el 1,8 % en 2026 y el 1,7 % en 2027 (cuadro 2)¹⁷.

Cuadro 2

Proyección de las principales macromagnitudes de la economía española (a)

Tasas de variación anual sobre el volumen (%) y en porcentaje del PIB

	Proyecciones de septiembre de 2025				Proyecciones de junio de 2025		
	2024	2025	2026	2027	2025	2026	2027
PIB	3,2	2,6	1,8	1,7	2,4	1,8	1,7
Consumo privado	2,9	3,1	2,0	1,6	2,7	1,8	1,5
Consumo público	4,1	1,9	1,7	1,6	2,5	1,8	1,7
Formación bruta de capital	1,9	5,0	2,5	2,0	3,6	2,3	2,1
Exportación de bienes y servicios	3,1	3,1	2,3	2,8	1,9	2,3	2,7
Importación de bienes y servicios	2,4	5,0	3,1	2,9	3,0	2,8	2,7
Demanda nacional (contribución al crecimiento)	2,9	3,1	2,0	1,6	2,7	1,9	1,6
Demanda exterior neta (contribución al crecimiento)	0,3	-0,5	-0,2	0,1	-0,3	-0,1	0,1
PIB nominal	6,2	5,3	3,7	3,7	4,8	3,6	3,8
Deflactor del PIB	3,0	2,6	1,9	2,0	2,3	1,8	2,0
IAPC	2,9	2,5	1,7	2,4	2,4	1,7	2,5
IAPC sin energía ni alimentos	2,8	2,4	2,1	1,9	2,6	2,1	1,9
Empleo (personas)	2,2	2,6	1,3	1,0	2,2	1,0	1,0
Empleo (horas)	1,9	1,2	1,4	1,0	1,0	1,0	1,0
Tasa de paro (% de la población activa). Media anual	11,3	10,5	10,2	9,7	10,5	10,2	9,7
Capacidad (+) / necesidad (-) de financiación de la nación (% del PIB)	4,2	3,6	3,5	3,2	3,7	3,7	3,5
Capacidad (+) / necesidad (-) de financiación de las AAPP (% del PIB)	-3,2	-2,5	-2,3	-2,3	-2,8	-2,6	-2,6
Deuda de las AAPP (% del PIB)	101,8	100,7	100,4	100,0	101,4	101,4	101,3

FUENTES: Banco de España e INE.

a Fecha de cierre de las proyecciones: 4 de septiembre de 2025. Último dato publicado de la CNTR: avance del segundo trimestre de 2025.

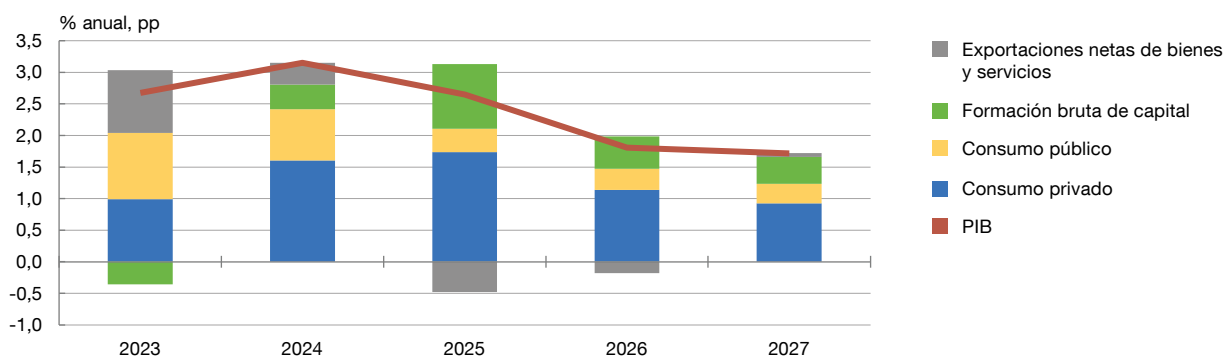
17 En este escenario, la diferencia entre el PIB real y el PIB potencial —esto es, la brecha del producto o *output gap*— sería positiva a lo largo de todo el horizonte de proyección, si bien esta comenzaría a cerrarse gradualmente a partir de 2026.

24 En los próximos años, el crecimiento de la actividad económica descansaría en el dinamismo de la demanda interna

- De acuerdo con estas proyecciones, el avance del producto en el período 2025-2027 estaría basado en el dinamismo de la demanda interna (gráfico 24). En particular:
 - El consumo privado constituiría el componente con una mayor contribución al avance de la actividad, fruto de la evolución proyectada para la renta disponible, el empleo y los flujos migratorios. A lo largo del horizonte de proyección, sin embargo, se anticipa una desaceleración de su dinamismo tras los **elevados registros observados en los últimos trimestres**, en consonancia tanto con la ralentización prevista de los factores mencionados como con un entorno caracterizado por la **elevada incertidumbre** y por una tasa de ahorro por encima del promedio histórico.
 - La formación bruta de capital, que ha exhibido un **notable vigor desde el último trimestre de 2024**, aumentaría su contribución a la actividad en 2025 con respecto al año anterior. En 2026 y 2027 se prevé que mantenga tasas de crecimiento sólidas, impulsadas, en parte, por el despliegue de los fondos NGEU, unas condiciones de financiación propicias y el dinamismo de la inversión residencial.
 - El consumo público —que encadena dos trimestres consecutivos de contracción— moderaría su aportación al aumento de la actividad en los próximos años, en línea con el supuesto de crecimiento tendencial del gasto público en ausencia de nuevas medidas, si bien se vería impulsado por el **aumento previsto del gasto en defensa**.
- En el lado opuesto, la contribución de la demanda exterior neta al crecimiento del PIB sería negativa en 2025 y 2026 y prácticamente nula en 2027 (gráfico 24). En concreto:
 - Por el lado de las exportaciones, se contempla una gradual desaceleración, acorde con la evolución reciente, de las llegadas de turistas internacionales y de las exportaciones de servicios no turísticos. Las exportaciones de bienes, por su parte, experimentarían un estancamiento en 2025, reflejo del **escenario comercial global** y del débil crecimiento de la UEM, y se recuperarían después, en consonancia con la **evolución esperada de los mercados exteriores de nuestro país** y con una progresiva disminución de los niveles de incertidumbre.
 - En cuanto a las importaciones de bienes y servicios, estas registrarían un dinamismo significativo en 2025, impulsadas por la **marcada fortaleza mostrada durante el primer semestre**, mientras que se desacelerarían en 2026 y 2027, en línea con la trayectoria prevista para la inversión y las exportaciones de bienes.

Gráfico 24

24.a Crecimiento del PIB y contribuciones de los principales componentes



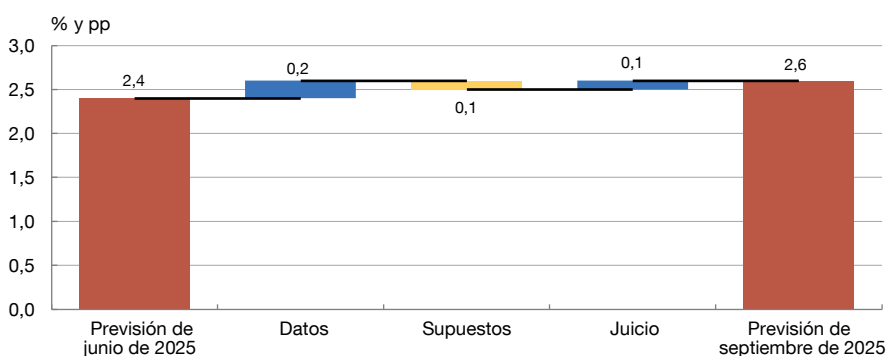
FUENTES: Banco de España e INE.

25 En comparación con las proyecciones de junio, se revisa en dos décimas al alza la tasa de crecimiento del PIB en 2025

- El ritmo de avance de la actividad previsto para 2025 se incrementa en dos décimas, hasta el 2,6 %, con respecto al ejercicio de proyecciones de junio, resultado de la confluencia de varios factores (gráfico 25).
 - En primer lugar, los **datos de avance del crecimiento del PIB en el segundo trimestre de este año**, junto a la revisión de las tasas de crecimiento pasadas —particularmente, la del primer trimestre— llevada a cabo por el INE, implicarían, de manera mecánica, un incremento de la tasa de crecimiento anual del PIB en 2025 de 0,2 pp.
 - En segundo lugar, los **supuestos técnicos** del actual ejercicio de proyecciones contemplan un nivel del tipo de cambio más apreciado respecto al considerado en el ejercicio de junio, así como unos precios de la electricidad superiores a los proyectados tres meses atrás. En conjunto, se estima que el impacto negativo de estos factores sobre el crecimiento de la actividad en 2025 ascendería a 0,1 pp.
 - Por último, respecto al juicio, la **información disponible correspondiente al tercer trimestre** —incluida la evolución del mercado laboral, los PMI y diversos indicadores de alta frecuencia— apunta a un dinamismo de la actividad superior al inicialmente previsto. Este factor contribuiría con 0,1 pp adicionales a la tasa de crecimiento estimada para el conjunto de 2025.
- Para los años 2026 y 2027, las tasas de crecimiento del PIB se mantienen sin variación y se sitúan en el 1,8 % y el 1,7 %, respectivamente. La ausencia de cambios en la estimación de 2026 enmascara la influencia de dos factores contrapuestos que se compensan entre sí. Por un lado, el mayor dinamismo de la actividad en 2025 supondría un incremento de una décima en la tasa de crecimiento de 2026. Por otro, los nuevos **supuestos técnicos** y, en particular, las trayectorias proyectadas para los precios de la energía, el tipo de cambio y los mercados mundiales restarían una décima a dicha tasa.

Gráfico 25

25.a Cambios en la previsión de crecimiento del PIB en 2025



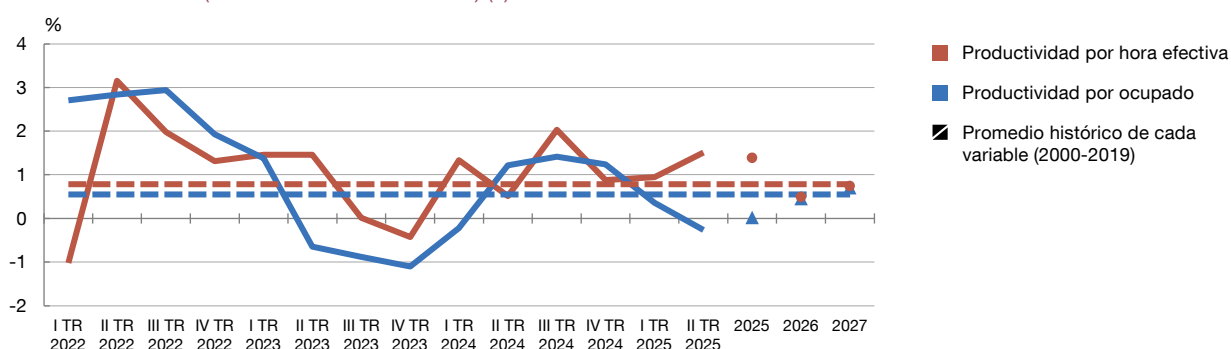
FUENTE: Banco de España.

26 La creación de empleo se ralentizará a lo largo del horizonte de proyección, en línea con la desaceleración de la actividad y con una cierta recuperación de la productividad por ocupado

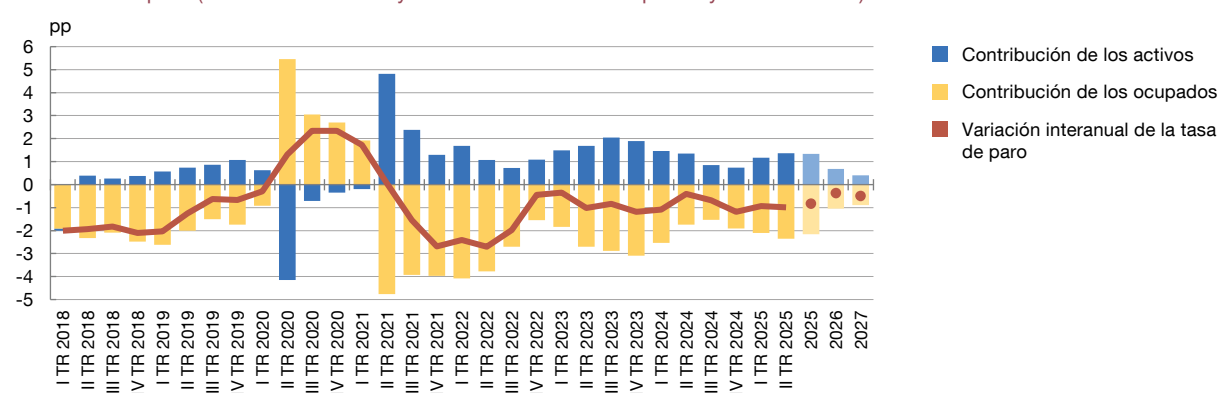
- La creación de empleo se prolongará a lo largo del período 2025-2027, aunque su ritmo de avance disminuirá en los próximos trimestres. Así, mientras que en el conjunto de 2025 se espera un incremento del empleo —medido en términos de personas ocupadas— del 2,6 % —superior al 2,2 % observado en 2024—, este se ralentizaría en 2026 y 2027, hasta tasas del 1,3 % y el 1 %, respectivamente (cuadro 2).
- En relación con la productividad por ocupado, se contempla un crecimiento nulo en 2025 —frente al incremento del 0,9 % en 2024—, tras la fuerte desaceleración que ha experimentado esta variable en la primera mitad de año (gráfico 26.a). En 2026 y 2027, sin embargo, se proyecta que el crecimiento de la productividad por ocupado repunte gradualmente hacia tasas similares a su promedio histórico. La productividad por hora trabajada avanzaría un 1,4 % en 2025, tasa ligeramente superior a la observada en 2024 —1,2 %—. Para 2026 y 2027 se prevé una estabilización de las horas por trabajador.
- La tasa de paro ralentizaría su ritmo de caída en el horizonte 2025-2027, en línea con el menor dinamismo proyectado para la creación de empleo. Se contempla, asimismo, una cierta desaceleración en el incremento de la población activa —variable muy influida por la evolución prevista para los flujos migratorios—, tras el fuerte crecimiento que se espera para 2025 —1,5 %—. En conjunto, entre 2024 y 2027, la tasa de paro se reduciría desde el 11,3 % al 9,7 % (gráfico 26.b).

Gráfico 26

26.a Productividad (tasa de variación interanual) (a)



26.b Tasa de paro (variación interanual y contribución de los ocupados y de los activos)



FUENTES: Banco de España e INE.

a Series desestacionalizadas.

27 Mejora ligeramente la senda de déficit público prevista para el horizonte 2025-2027 con respecto a la proyectada en junio

- Desde junio apenas se han anunciado nuevas medidas relevantes en materia fiscal. Únicamente habría que destacar la aprobación, a finales de julio, de la ampliación en tres semanas de los permisos por nacimiento y cuidado del menor, con un impacto presupuestario limitado¹⁸.
- La previsión de déficit público para 2025 se revisa a la baja en 0,3 pp, hasta el 2,5 % del PIB, como consecuencia de la evolución favorable de los ingresos públicos, ligada en parte al mayor dinamismo de la actividad económica, y pese a un crecimiento de los gastos también algo mayor de lo esperado. De este modo, el déficit público se situaría en 2025 por debajo del objetivo del Gobierno del 2,8 % del PIB. Esta mejora se traslada igualmente a los años 2026 y 2027, en los que en ambos casos se espera un saldo deficitario de las cuentas públicas del 2,3 % del PIB.
- Esta previsión incluye una estimación de los gastos relacionados con la DANA de octubre de 2024 de 0,2 pp del PIB en 2025 y de 0,1 pp adicionales en 2026, con lo que el gasto asociado a esta catástrofe ascendería a 0,6 pp del PIB en el acumulado del período 2024-2026.
- En ausencia de nuevos Presupuestos Generales del Estado y de medidas concretas ligadas al PFEMP, las proyecciones continúan basándose en un escenario inercial, que no incorpora el cumplimiento de los compromisos de gasto del PFEMP. Así, como resultado de los supuestos habituales y teniendo en cuenta la información disponible para el año en curso, se estima que el gasto neto computable crecería entre un 4,4 % y un 5,1 % en 2025¹⁹. Dicho rango se sitúa por encima del 3,7 % de crecimiento máximo comprometido para 2025 en el PFEMP. En los años siguientes, el gasto neto computable crecería en torno al 4 %, también por encima de los límites del plan fiscal —3,5 % y 3,2 % en 2026 y 2027, respectivamente—.
- En este contexto, la ratio de deuda pública se reduciría marginalmente, desde el 101,8 % del PIB en 2024 al 100,7 % a finales de este año y al 100 % en 2027.

¹⁸ Real Decreto-ley 9/2025.

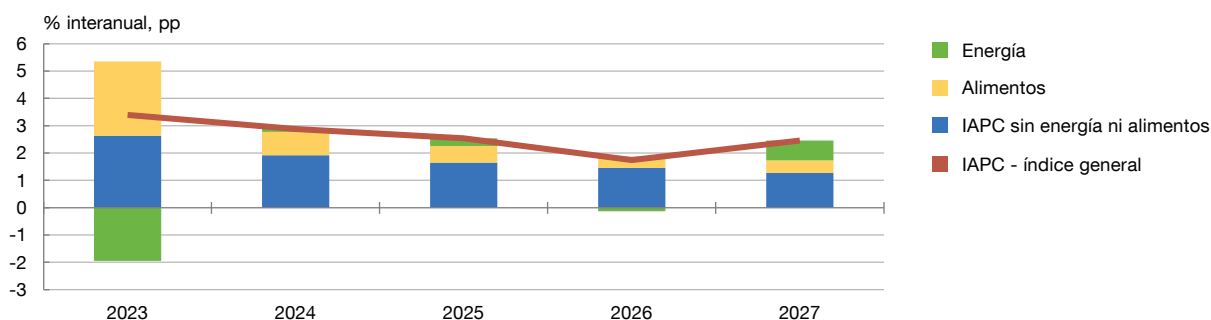
¹⁹ El crecimiento del gasto neto computable es la variable instrumental de las nuevas reglas fiscales europeas en términos de la cual se definen los compromisos del PFEMP. Se define como el aumento del gasto del conjunto de las AAPP, excluyendo pagos por intereses, gasto cíclico en desempleo, gastos atípicos y gasto financiado o cofinanciado por la UE. El incremento del gasto resultante se ajusta a la baja —o al alza— por el importe de las nuevas medidas de aumento —o disminución— de los ingresos. Cabe señalar que el cálculo del crecimiento del gasto neto computable se ve dificultado por la incertidumbre existente sobre la estimación de algunos de sus componentes, en particular los gastos atípicos, los financiados o cofinanciados por la UE y el importe de las medidas de aumento o disminución de los ingresos.

28 Se espera que la inflación general inicie, a partir de octubre, una senda descendente hacia tasas cercanas al 2 %

- La inflación general ha experimentado un repunte en los últimos meses, hasta alcanzar un 2,7 % en agosto, ligeramente por encima de lo contemplado en el ejercicio de proyecciones de junio. Por su parte, la inflación subyacente —IAPC, excluidos energía y alimentos— se ha mantenido estable desde mayo en torno al 2,5 %, con ritmos de crecimiento inferiores a los previstos, especialmente en el componente de servicios.
- De cara al último trimestre del año, se prevé una ligera moderación de la inflación general, hasta tasas cercanas al 2,3 %. De esta forma, el ritmo de crecimiento medio anual del IAPC en 2025 se situaría en el 2,5 %, 0,4 pp menos que en 2024. En 2026 se prevé que la inflación prolongue esta senda de desaceleración gradual, hasta registrar un 1,7 % en el promedio del año, mientras que en 2027 repuntaría hasta el 2,4 % (gráfico 28).
- Los factores que condicionarán en mayor medida la evolución de la inflación irán variando a lo largo del horizonte de proyección. Cabe destacar los siguientes:
 - La disminución de la inflación general en 2025 vendría explicada por la moderación del componente subyacente y una menor contribución de los precios de los alimentos. El ritmo de avance de estos últimos se reduciría en este ejercicio —desde el 3,6% en 2024 al 2,7% en 2025— y se estabilizaría en torno al 2 % en 2026 y 2027, en línea con el comportamiento mostrado por los precios de producción de los alimentos y con el que los mercados de futuros proyectan para los precios de las materias primas alimenticias.
 - En 2026, la reducción de la inflación general reflejaría una menor contribución de todos sus componentes. En particular, el energético pasaría a tener una aportación ligeramente negativa, mientras que la **desaceleración de los precios de los servicios** reduciría la contribución de la inflación subyacente (gráfico 28).
 - Por último, el repunte de la inflación esperado en 2027 se debe, fundamentalmente, a la introducción prevista de un **nuevo régimen de comercio de derechos de emisión en la UE** (EU ETS2, por sus siglas en inglés). En efecto, sin incorporar el impacto de dicho régimen, la inflación esperada en 2027 se situaría en el 1,7 %, si bien este impacto solo puede estimarse con un elevado grado de incertidumbre²⁰.

Gráfico 28

28.a Contribuciones al crecimiento del IAPC por componentes



FUENTES: Banco de España e INE.

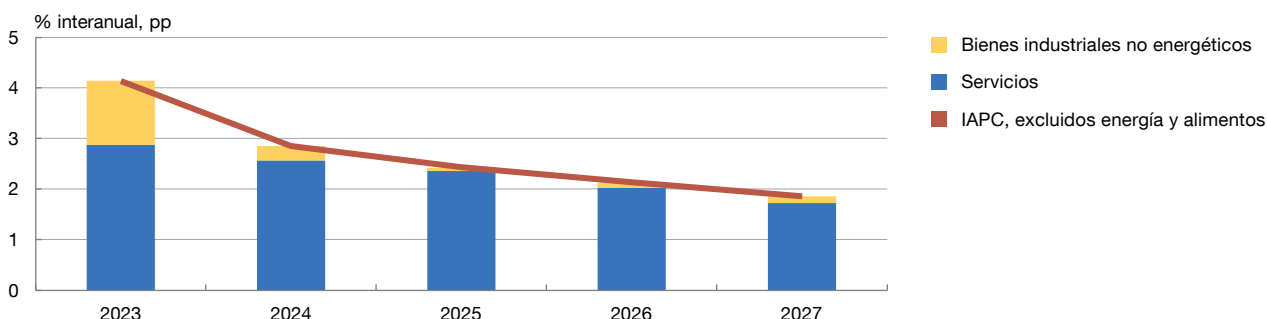
20 La magnitud de dicho incremento es muy incierta y dependerá, entre otros factores difíciles de precisar en la actualidad, del precio que alcancen los nuevos derechos de emisión y del grado y la velocidad de traslación del aumento de los costes de producción a los precios minoristas. Otra fuente de incertidumbre sobre el impacto de este nuevo régimen en el IAPC de 2027 deriva de la posibilidad de que su entrada en vigor, que requiere trasponer a la legislación nacional una directiva europea, se postergue hasta 2028 si, como contempla la normativa, el precio del gas o del petróleo es excepcionalmente alto en 2026.

29 La inflación subyacente se moderaría de forma leve en los últimos meses de este año y repuntaría ligeramente en el primer trimestre de 2026

- La inflación subyacente —IAPC, excluidos energía y alimentos—, que se había mantenido estable en el 2,5 % desde mayo, **repuntó ligeramente en julio, hasta el 2,6 %**, como consecuencia de la eliminación parcial de los descuentos al transporte público, que entró en vigor en dicho mes²¹. El impacto de esta medida —de una décima en la tasa interanual— fue menor en tres décimas que el previsto en las proyecciones de junio, en las que se asumía, conforme a lo aprobado hasta ese momento, que los mencionados descuentos serían eliminados en su totalidad en julio.
- La estabilidad observada en la inflación subyacente desde mayo ha estado asociada, fundamentalmente, al comportamiento de los precios de los servicios, que han mantenido tasas de crecimiento elevadas, aunque inferiores a las previstas. Esta evolución ha prolongado el patrón de persistencia mostrado en meses anteriores, tanto en las partidas más estrechamente relacionadas con el turismo como en aquellas cuyo ajuste de precios se realiza con menor frecuencia.
- De cara a los próximos meses, se prevé que la inflación subyacente se desacelere levemente hasta alcanzar tasas algo superiores al 2% a finales de año, antes de repuntar moderadamente a comienzos de 2026 debido a la eliminación prevista de los descuentos al transporte público aún vigentes. Así, la inflación subyacente se situaría, en el promedio de 2025, en el 2,4 %, una reducción modesta con respecto al 2,8 % registrado en 2024. Por el contrario, en el bienio 2026-2027 se espera una desaceleración más acusada, hasta el entorno del 2 %, en un contexto de ralentización de la actividad, menores presiones salariales y moderación de los flujos turísticos (gráfico 29). Por componentes, cabe destacar lo siguiente:
 - La persistencia observada en la inflación de los servicios, en tasas cercanas al 3,5 %, se prolongaría hasta el mes de septiembre, a partir del cual se iniciaría una ralentización gradual del ritmo de avance de los precios de dicho componente. De esta forma, el incremento medio anual de los precios de los servicios en 2025 se moderaría ligeramente, hasta el 3,4%, desde el 3,7% registrado el año pasado. Esta trayectoria descendente continuaría en el período 2026-2027, hasta alcanzar tasas por debajo del 3 %.
 - Los precios de los bienes industriales no energéticos, que en los últimos meses han evolucionado en línea con lo previsto, seguirían manteniendo ritmos de avance muy contenidos en los próximos trimestres —apenas superiores al 0 %—, en consonancia con la senda esperada de los precios de producción interior y de importación de este tipo de bienes.

Gráfico 29

29.a Contribuciones al crecimiento del IAPC, excluidos energía y alimentos



FUENTES: Banco de España e INE.

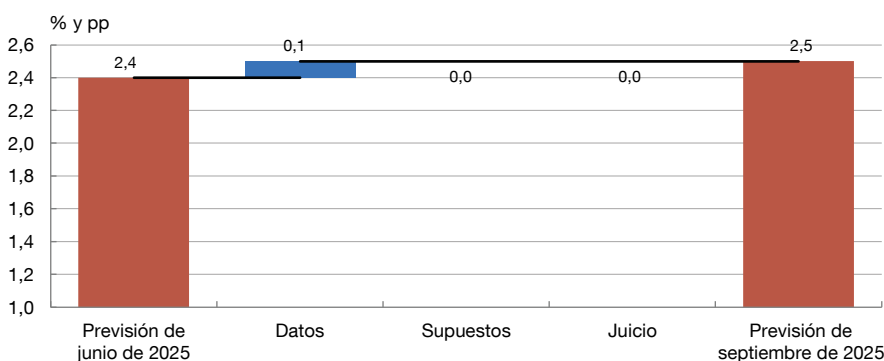
21 En julio entraron en vigor las nuevas tarifas del transporte público —aprobadas en junio como desarrollo del **Real Decreto-ley 1/2025**—, que han supuesto la reducción parcial de los descuentos al transporte público vigentes desde septiembre de 2022.

30 Las proyecciones actuales implican una leve revisión al alza de la tasa de inflación general en 2025, mientras que no existen cambios relevantes en las tasas previstas para 2026 y 2027

- En comparación con el ejercicio de proyecciones de junio, la tasa de inflación general prevista para 2025 se revisa una décima al alza, desde el 2,4 % hasta el 2,5 % (gráfico 30), como resultado de los siguientes factores:
 - Por un lado, la incorporación al escenario central de los mayores precios de la energía observados recientemente añade dos décimas a la tasa de inflación promedio de 2025. Por otro, la evolución de los precios de los servicios, que ha sido ligeramente inferior a la prevista en el ejercicio de junio, resta una décima a dicha tasa de inflación promedio. Por lo tanto, la consideración conjunta de los nuevos datos suma una décima a la previsión de inflación de 2025. En lo que respecta a la inflación de los servicios, cabe señalar que la sorpresa a la baja obedece a dos factores. En primer lugar, la desaceleración registrada en mayo —tras el repunte experimentado en abril, vinculado a la Semana Santa— resultó más intensa de lo anticipado. En segundo lugar, tal como se ha mencionado, la supresión de los descuentos aplicados al transporte público en el mes de julio se llevó a cabo de manera parcial, y no total, como se contemplaba en el ejercicio de proyecciones de junio.
 - Por otra parte, en lo que se refiere a los supuestos técnicos del ejercicio, la revisión de la trayectoria esperada de los precios energéticos para los próximos meses —según lo reflejado en los mercados de futuros— conlleva una leve revisión al alza de la tasa de inflación promedio correspondiente a 2025. No obstante, dicho efecto se estima inferior a una décima.
- De cara al resto del horizonte de proyección, se mantiene sin variaciones la tasa de inflación general prevista para 2026, mientras que se revisa ligeramente a la baja, en una décima, la de 2027. La ausencia de cambios en 2026 enmascara una leve corrección a la baja en la inflación del componente alimenticio, que se ve compensada por un cambio al alza en la del componente energético.

Gráfico 30

30.a Cambios en la previsión de inflación en 2025



FUENTE: Banco de España.

31 Los riesgos sobre estas proyecciones están orientados a la baja en lo que respecta a la actividad y equilibrados en relación con la inflación

- La evolución de las tensiones comerciales, junto con los elevados niveles de incertidumbre en torno a las políticas económicas a escala global, continúa representando una de las principales fuentes de riesgo externo para la economía española. A la luz de los **datos de actividad del segundo trimestre**, no se observan efectos significativos sobre el desempeño económico de nuestro país derivados del repunte de la incertidumbre. En este contexto, el **acuerdo comercial alcanzado entre Estados Unidos y la UE** ha contribuido a clarificar el marco que regirá los intercambios comerciales entre ambas economías, lo que ha permitido disipar parcialmente la incertidumbre existente. No obstante, persisten dudas relevantes sobre el desarrollo de la guerra comercial —entre las que destacan las relativas a las negociaciones entre Estados Unidos y China, cuyo desenlace podría generar efectos indirectos sobre la economía europea— o sobre la implementación de medidas no arancelarias u otras restricciones al comercio. En consecuencia, es posible que la incertidumbre llegue a tener un impacto más acusado sobre la economía española que el experimentado hasta el momento.
- Persiste, asimismo, el riesgo de que se produzca una corrección significativa en los mercados financieros internacionales, en un contexto en el que la **valoración de algunos activos con riesgo** sigue siendo elevada desde una perspectiva histórica y en el que se han acrecentado aún más, si cabe, las dudas sobre la política monetaria y fiscal de Estados Unidos. Si bien hasta el momento las perturbaciones de carácter geopolítico han afectado solo transitoriamente a la valoración de los mencionados activos, no pueden descartarse escenarios en los que dichas perturbaciones originen nuevas turbulencias financieras o una recomposición de las carteras de los agentes más intensa. En este sentido, se mantiene el riesgo de que la inestabilidad política en Francia y las dudas sobre la sostenibilidad de sus cuentas públicas generen episodios de volatilidad financiera con efectos de contagio sobre el conjunto de la zona euro, que incidirían negativamente sobre la actividad.
- Entre las principales fuentes de riesgo de origen interno, habría que destacar el **repunte de los costes laborales unitarios** observado desde finales de 2024. Dicho repunte viene explicado, por un lado, por la evolución reciente de la productividad aparente del trabajo —calculada en función del número de ocupados—, que, tras exhibir un cierto dinamismo el año pasado, muestra signos de deterioro en lo que va de 2025, y, por otro, por la moderada desaceleración de la remuneración por asalariado. Cabe señalar que, de prolongarse, el repunte en los costes laborales unitarios podría afectar negativamente a la competitividad externa de la economía española y dificultar el proceso de desinflación, especialmente en el sector servicios, cuya inflación ha mostrado una significativa **resistencia a la baja** en los últimos trimestres.
- En este contexto, conviene señalar que la negociación colectiva ha derivado, en los últimos meses, en incrementos salariales pactados superiores a la referencia establecida en el V AENC, cuya vigencia expira este año. De este modo, aunque el escenario central de estas proyecciones contempla una senda de desaceleración de los costes laborales —como resultado tanto de una recuperación del crecimiento de la productividad hacia su promedio histórico como de una moderación de los salarios pactados y una contención de la deriva salarial—, cabe subrayar el riesgo de que se materialicen escenarios más adversos que minoren la competitividad de la economía española y, por ende, su capacidad de crecimiento. Este riesgo se ve intensificado, además, por los indicios de tensionamiento que presenta el mercado laboral —en particular en lo relativo a la disponibilidad de mano de obra—, la **fortaleza de la demanda interna** y la evolución contenida que vienen mostrando los **márgenes empresariales** en lo que llevamos de año.
- Por último, persiste, en línea con lo señalado en proyecciones anteriores, una elevada incertidumbre acerca de la magnitud y el efecto macroeconómico de los fondos NGEU, así como sobre el **gasto en defensa** que se ejecutará en la economía española en los próximos años. En el escenario central de estas proyecciones se mantiene la hipótesis de una ejecución íntegra de todas las transferencias NGEU asignadas a España. No obstante, ello exigirá una cierta aceleración en el ritmo de despliegue de dichos fondos durante este año y el siguiente en comparación con lo observado hasta 2024.

SIGLAS Y ABREVIATURAS UTILIZADAS

AAPP	Administraciones Públicas
AEAT	Agencia Estatal de Administración Tributaria
AENC	Acuerdo para el Empleo y la Negociación Colectiva
BCE	Banco Central Europeo
CCLL	Corporaciones Locales
CLU	Costes laborales unitarios
CNTR	Contabilidad Nacional Trimestral
CTNFSI	Cuentas Trimestrales no Financieras de los Sectores Institucionales
DANA	Depresión aislada en niveles altos
EBAE	Encuesta del Banco de España sobre la Actividad Empresarial
EBE	Excedente bruto de explotación
€STR	<i>Euro short-term rate</i> (tipo de interés a corto plazo del euro)
EU ETS1	<i>Emissions Trading System</i>
EU ETS2	<i>Emissions Trading System for buildings, road transport and small industry</i>
FMI	Fondo Monetario Internacional
IAPC	Índice armonizado de precios de consumo
IGAE	Intervención General de la Administración del Estado
INE	Instituto Nacional de Estadística
IVA	Impuesto sobre el valor añadido
Latam	Latinoamérica
NGEU	<i>Next Generation EU</i>
PFEMP	Plan Fiscal y Estructural de Medio Plazo
PIB	Producto interior bruto
PMI	Índice de gestores de compras (<i>purchasing managers' index</i>)
RBD	Renta bruta disponible
SNF	Sociedades no financieras
UE	Unión Europea
UEM	Unión Económica y Monetaria
VAB	Valor añadido bruto
mm	Miles de millones
pb	Puntos básicos
pp	Puntos porcentuales