

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

Índice

EDITORIAL 4

INFORME 9

Contexto global

- 1 La economía global muestra resiliencia en un entorno de reducción de la incertidumbre comercial 10
- 2 Se prevé que el proceso de desinflación global continúe 11
- 3 El panorama de la política monetaria global es heterogéneo 12
- 4 Los acuerdos comerciales firmados por Estados Unidos han reducido ligeramente los aranceles, mientras que los exportadores europeos mantienen una mejor posición frente a sus competidores 13

Contexto económico de la UEM

- 5 Se han registrado ascensos en los índices bursátiles, descensos en los diferenciales soberanos del área del euro y estabilidad en el tipo de cambio del euro frente al dólar 14
- 6 En el área del euro, el crecimiento de la actividad económica se aceleró ligeramente en el tercer trimestre... 15
- 7 ... mientras que la inflación general se mantuvo prácticamente estable 16
- 8 El BCE mantuvo inalterados los tipos de interés oficiales en el 2 % 17

Economía española

- 9 El ritmo de crecimiento de la economía española en el tercer trimestre alcanzó el 0,6 %, en línea con las previsiones 18
- 10 Los datos coyunturales más recientes apuntan a que la economía española mantendría un ritmo de crecimiento robusto durante el cuarto trimestre 19
- 11 La creación de empleo habría mantenido un elevado dinamismo en el cuarto trimestre, en un contexto de vigor sostenido de la población activa 20
- 12 El coste de los nuevos préstamos se ha estabilizado en los últimos meses en la mayoría de los segmentos 21
- 13 La financiación a los hogares repuntó en los últimos meses, apoyada en el avance del crédito al consumo... 22
- 14 ... mientras que la financiación a las empresas mantuvo una cierta atonía 23

- 15 Los hogares y las empresas canalizaron parte de su ahorro hacia activos líquidos y continuaron con la recomposición de su cartera 24
- 16 En un contexto de condiciones financieras favorables, el consumo de los hogares mantiene un elevado dinamismo 25
- 17 El ritmo de avance de la inversión productiva y de la inversión en vivienda se moderaría en el cuarto trimestre del año 26
- 18 En un contexto de menor incertidumbre comercial, se espera un cierto repunte de las exportaciones... 27
- 19 ... mientras que las importaciones mantendrían su dinamismo en el último trimestre del año 28
- 20 La evolución de los ingresos y los gastos públicos hasta septiembre sería coherente con el cumplimiento del objetivo de déficit del Gobierno para 2025 29
- 21 La inflación general ha aumentado desde agosto, de manera que el diferencial con la UEM se ha elevado hasta 1,1 pp 30
- 22 La inflación subyacente ha repuntado en los últimos meses, lo que refleja una persistencia mayor que la esperada en la inflación de los servicios 31
- 23 Los aumentos salariales negociados hasta octubre de 2025 se mantienen en el 3,5 %, por encima del 3 % acordado en el V Acuerdo para el Empleo y la Negociación Colectiva 32
- 24 La moderación de los excedentes unitarios de las empresas favorece la contención de las presiones inflacionistas internas 33

PROYECCIONES MACROECONÓMICAS DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA (2025-2027) 34

- 25 Principales supuestos y factores condicionantes del ejercicio de proyecciones 35
- 26 Se proyecta una senda de desaceleración de la tasa de crecimiento del PIB en los próximos trimestres 37
- 27 Respecto a septiembre, se revisa en tres décimas al alza el ritmo de avance del PIB en 2025, hasta el 2,9 %, en cuatro en 2026, hasta el 2,2 %, y en dos en 2027, hasta el 1,9 % 38
- 28 El consumo y la inversión serán los principales soportes del crecimiento a lo largo del horizonte de proyección 39
- 29 En un contexto de desaceleración de la actividad, los ritmos de creación de empleo y de reducción de la tasa de paro se ralentizarán a lo largo del horizonte de proyección 40

- 30 La previsión de déficit de las AAPP se revisa al alza para 2027, debido, sobre todo, a los aumentos pactados recientemente en las retribuciones salariales del sector público 41
- 31 Se revisan al alza las tasas de inflación general para 2025 y 2026 (en dos y cuatro décimas, hasta el 2,7 % y el 2,1 %, respectivamente) y a la baja para 2027 (en cinco décimas, hasta el 1,9 %) 42
- 32 Se espera que la inflación general inicie una senda descendente hacia tasas cercanas al 2 % 43
- 33 La inflación subyacente se moderaría a lo largo de 2026 y tendería hacia tasas de en torno al 2 % 44
- 34 Los incrementos salariales pactados en los convenios colectivos plurianuales apuntan a un crecimiento de la remuneración por asalariado mayor que el contemplado

en el anterior ejercicio de proyecciones, si bien estos son coherentes con la senda de moderación prevista 45

- 35 Estas proyecciones se encuentran sujetas a una notable incertidumbre, que se evalúa a partir de distintos enfoques complementarios 46

RECUADROS 47

- 1 Las revisiones de la Contabilidad Nacional 47
- 2 Encuesta a las empresas españolas sobre la evolución de su actividad: cuarto trimestre de 2025 51
- 3 Evaluación de la incertidumbre en torno al escenario central y desarrollo de escenarios alternativos para la economía española 55

SIGLAS Y ABREVIATURAS UTILIZADAS 61

EDITORIAL

Editorial

Los elevados niveles de incertidumbre sobre la situación política global, el comercio internacional y las políticas económicas, que han caracterizado el entorno internacional durante todo el año, han continuado moderándose en los últimos meses, lo que ha contribuido a reducir parcialmente las dudas sobre la trayectoria futura de la actividad mundial. Por un lado, el acuerdo comercial entre China y Estados Unidos firmado a principios de noviembre, entre otras medidas adoptadas por la Administración estadounidense, permite descartar, al menos en el corto plazo, los escenarios más severos de intensificación de las tensiones arancelarias e imposición de restricciones adicionales al comercio internacional. Por otro lado, las iniciativas diplomáticas orientadas a la resolución de conflictos —como el plan de paz para Gaza y las negociaciones para poner fin a la invasión de Ucrania auspiciados por Estados Unidos— abren una ventana de oportunidad para aliviar parte de las tensiones geopolíticas que han condicionado las relaciones internacionales en los últimos años, así como para reducir el riesgo de futuras tensiones si estas negociaciones acaban siendo satisfactorias para las partes implicadas.

No obstante, la evolución del contexto comercial y geopolítico presenta muchas incógnitas, lo que hace prever que el grado de incertidumbre económica continuará elevado en los próximos meses. El acuerdo comercial entre las dos principales economías del mundo tiene carácter temporal y, en un contexto de notable imprevisibilidad de las políticas económicas, no puede descartarse un escenario de imposición de nuevos aranceles o de establecimiento de barreras no arancelarias, como ha puesto de manifiesto el episodio reciente de restricción a las exportaciones de tierras raras por parte de China, que evidencia la fragilidad de las cadenas de valor a nivel global.

En los mercados financieros internacionales se ha prolongado la tendencia alcista de las cotizaciones bursátiles de los últimos trimestres, si bien se han registrado episodios de volatilidad, de carácter limitado y transitorio. En efecto, los principales índices bursátiles han experimentado ascensos generalizados en la parte transcurrida del cuarto trimestre y han alcanzado nuevamente máximos históricos, a pesar de la aparición de correcciones puntuales en la valoración de algunos activos, vinculadas a las dudas sobre la valoración de las acciones de las empresas tecnológicas y, en particular, de aquellas con un negocio relacionado con la inteligencia artificial. Además, se ha producido un descenso de los diferenciales soberanos del área del euro, en un contexto de mejoras de la calificación crediticia de España e Italia y un entorno político más favorable en Francia, tras la suspensión de la reforma del sistema de pensiones. En los mercados de cambio, la cotización del euro frente al dólar apenas ha variado en la parte transcurrida del cuarto trimestre, aunque sigue acumulando en el año una elevada revalorización.

En este contexto, la actividad económica global se mantuvo relativamente estable en el tercer trimestre, apoyada en los favorables datos macroeconómicos de Estados Unidos y China. En particular, el PIB estadounidense habría mantenido entre julio y septiembre el dinamismo observado en el trimestre anterior —0,9 % intertrimestral—, mientras que en China la

actividad se expandió un 1,1 % en el tercer trimestre, debido a la notable resiliencia de sus exportaciones. En conjunto, las previsiones para la economía mundial de 2025 y 2026 se han revisado al alza, aunque el crecimiento esperado continúa siendo moderado. En concreto, de acuerdo con las últimas previsiones del Eurosistema, se estima que el PIB mundial se incrementará un 3,2 % en 2025 y un 3,1 % en 2026, tres y una décima más, respectivamente, de lo esperado en julio. El PIB de Estados Unidos crecería un 2 % tanto este año como el siguiente, mientras que para China se anticipa una expansión del 4,9 % para 2025 y del 4,5 % para 2026. Las cifras de Estados Unidos y China implican revisiones al alza de entre tres y cinco décimas frente a las estimaciones anteriores.

La inflación a nivel global ha continuado desacelerándose, aunque se observa una cierta ralentización del ritmo de moderación de los precios. En septiembre, la tasa de inflación global se situó en el 2,8 %, el mismo nivel que en julio, pero notablemente por debajo de lo observado al inicio del año —3,6 %—. En Estados Unidos, los precios de consumo se moderaron hasta el 2,7 % en noviembre, aunque se mantienen cuatro décimas por encima del registro de abril. En China, por su parte, la tasa de inflación general volvió a un terreno positivo y se situó en el 0,7 % en noviembre, si bien la debilidad de su demanda interna reduce las expectativas de que el repunte sea sostenido. En los mercados de materias primas, los precios del petróleo han disminuido en los últimos meses y cotizan por debajo de lo previsto tres meses atrás. En contraste, los precios de los metales y de las materias primas agrícolas han experimentado un acusado rebote.

En el área del euro, la actividad económica ganó tracción en el tercer trimestre, incrementándose un 0,3 % con respecto al segundo trimestre. Destacó el dinamismo observado en España y Francia, mientras que Alemania e Italia registraron un estancamiento de sus niveles de actividad. Las previsiones más recientes del Eurosistema anticipan que el PIB de la zona del euro crecerá un 1,4 % en 2025, un 1,2 % en 2026 y un 1,4 % en 2027, lo que implica una revisión al alza de dos décimas para 2025 y 2026 y de una décima para 2027 con respecto a las previsiones de septiembre. Estas revisiones reflejan los mejores datos recientes de actividad, los menores precios de la energía y una demanda externa algo más robusta, favorecida por la menor incertidumbre comercial.

La inflación general de la zona del euro, por su parte, se mantuvo en el 2,1 % en noviembre, destacando el incremento de la inflación de los servicios y el mantenimiento de la correspondiente a los bienes industriales no energéticos, lo que redundó en un mantenimiento de la inflación subyacente en el 2,4 % en noviembre. El ejercicio de previsiones del Eurosistema de diciembre contempla una tasa de inflación promedio del 2,1 %, 1,9 % y 1,8 % para 2025, 2026 y 2027, respectivamente. Con respecto a septiembre, la nueva previsión no modifica la tasa de inflación de 2025, implica una revisión al alza de dos décimas para 2026 —debido a las dinámicas inflacionaria y salarial recientes— y supone un cambio a la baja de una décima para 2027 —reflejo del retraso en la implementación de un **nuevo sistema de derechos de emisión (ETS2)**, que afectará, entre otras industrias, a los edificios y al transporte por carretera, tras un **acuerdo adoptado por el Consejo de la Unión Europea en noviembre**—.

En el ámbito de la política monetaria, la Reserva Federal estadounidense ha reanudado el ciclo de relajación monetaria, mientras que el Banco Central Europeo (BCE) ha mantenido los tipos de interés oficiales. En un contexto de debilidad del mercado laboral de Estados Unidos, la autoridad monetaria de este país decidió, en sus reuniones de septiembre, octubre y diciembre, recortar el rango objetivo de su tipo de interés oficial, poniendo fin a la pausa que se había mantenido durante todo el año. Además, en octubre anunció el fin del proceso de reducción de su balance, y en diciembre, el inicio de compras de bonos del Tesoro. El BCE, por su parte, ha mantenido inalterado desde junio el tipo de la facilidad de depósito, en el 2 %, en un entorno en el que la inflación se sitúa en niveles próximos al objetivo de medio plazo, el mercado laboral muestra fortaleza y la economía europea sigue creciendo pese a la complejidad del escenario internacional. De cara al futuro, los mercados financieros anticipan que esta divergencia de las trayectorias de los tipos oficiales en Estados Unidos y la zona del euro se prolongará en los próximos meses.

En España, la actividad se expandió un 0,6 % en el tercer trimestre con respecto al trimestre anterior, sustentada por el notable dinamismo de la demanda interna. El crecimiento entre julio y septiembre fue algo inferior al del trimestre precedente —0,8 %— y estuvo en línea con lo previsto por el Banco de España en su ejercicio de previsiones. Destacó la aportación de la demanda interna a la expansión del PIB —1,2 puntos porcentuales (pp)—, compensada en parte por el pobre desempeño de la demanda externa —que restó 0,6 pp a la expansión de la actividad—. De cara al cuarto trimestre, los indicadores coyunturales más recientes sugieren que la economía española mantendrá un ritmo de crecimiento robusto, con una tasa estimada de entre el 0,6 % y el 0,7 %.

Respecto al anterior ejercicio de proyecciones, el actual incorpora una significativa revisión al alza de la tasa de crecimiento de la actividad a lo largo del horizonte de proyección. En concreto, el nuevo escenario central contempla que el PIB de la economía española se expanda un 2,9 % en 2025, un 2,2 % en 2026 y un 1,9 % en 2027, tres décimas, cuatro décimas y dos décimas más de lo proyectado tres meses atrás. Esta revisión obedece, por un lado, a la publicación de los últimos datos de la contabilidad nacional, que han elevado la estimación del dinamismo de la actividad de los trimestres recientes, y, por otro lado, a la fortaleza del consumo privado, que ha superado las expectativas, y a una valoración más positiva del sector exterior, sustentada en el significativo dinamismo de las exportaciones de servicios no turísticos.

La tasa de inflación general, por su parte, escaló al 3,2 % en noviembre, cuatro décimas más que en agosto y por encima de la senda proyectada en el ejercicio de proyecciones de septiembre, resultado de un repunte de los precios de la energía y de una moderada aceleración del componente subyacente. Dicho componente se situó en el 3 % en noviembre, tres décimas más que la tasa registrada en agosto, como consecuencia de un rebote de los precios de los servicios y, en menor medida, de una aceleración de los precios de los bienes industriales no energéticos.

A la luz de esta nueva información, y en línea con la revisión al alza de las perspectivas para la actividad, se modifican al alza las tasas de inflación para 2025. El actual ejercicio de

proyecciones anticipa que la tasa de inflación promedio alcanzará el 2,7 % en 2025 y se moderará hasta el 2,1 % en 2026 y el 1,9 % en 2027. Por su parte, la inflación subyacente se situaría en el 2,6 %, 2,4 % y 2,1 % en cada uno de estos tres años, respectivamente. En relación con hace tres meses, se revisan al alza las tasas de inflación general en dos y cuatro décimas para 2025 y 2026, respectivamente —la misma modificación que para el componente subyacente—, debido a la incorporación al escenario central de la dinámica inflacionaria reciente —superior a la esperada en septiembre—, la evolución de la negociación colectiva y el nuevo escenario macroeconómico. Para 2027, la tasa de inflación general se revisa a la baja en cinco décimas, debido a los menores precios de la energía previstos por el retraso de la entrada en vigor del nuevo sistema de derechos de emisión de la Unión Europea.

La consideración conjunta de los distintos enfoques empleados para evaluar la incertidumbre en torno al escenario central sugiere que los riesgos para la actividad se mantienen equilibrados en el corto plazo y ligeramente a la baja en el medio plazo, mientras que los riesgos asociados a la inflación se sitúan al alza a lo largo de todo el horizonte de proyección. En particular, la incertidumbre vinculada a la evolución de los salarios y los márgenes empresariales podría materializarse en un escenario alternativo caracterizado por una mayor inflación y un menor crecimiento del PIB. Por otro lado, una respuesta más intensa de la oferta de vivienda ante el dinamismo de la demanda implicaría un mayor crecimiento del PIB y de la inflación, mientras que una evolución menos favorable de la demanda exterior neta —particularmente en lo relativo a las exportaciones de servicios no turísticos— podría traducirse en un menor dinamismo de la actividad (véase el **recuadro 3** de este documento para un mayor detalle sobre los escenarios considerados). Respecto a las fuentes de incertidumbre procedentes del ámbito externo, los últimos acuerdos comerciales han reducido la probabilidad de los escenarios más adversos de intensificación de la guerra comercial. No obstante, los episodios recientes de volatilidad financiera —asociados a las empresas tecnológicas— evidencian el riesgo de una corrección abrupta de la valoración de los activos con riesgo.

Esquema 1

	2025	2026	2027
PIB	2,9 % ↑ 0,3 pp	2,2 % ↑ 0,4 pp	1,9 % ↑ 0,2 pp
Inflación	2,7 % ↑ 0,2 pp	2,1 % ↑ 0,4 pp	1,9 % ↓ 0,5 pp

FUENTE: Banco de España.

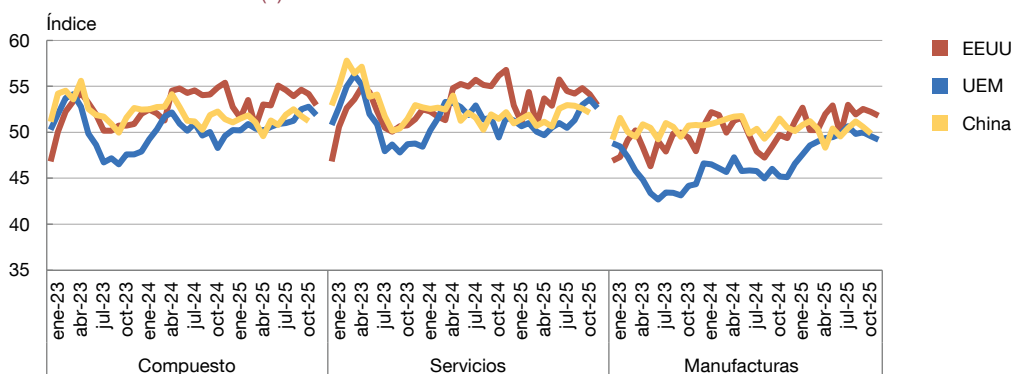
INFORME

1 La economía global muestra resiliencia en un entorno de reducción de la incertidumbre comercial

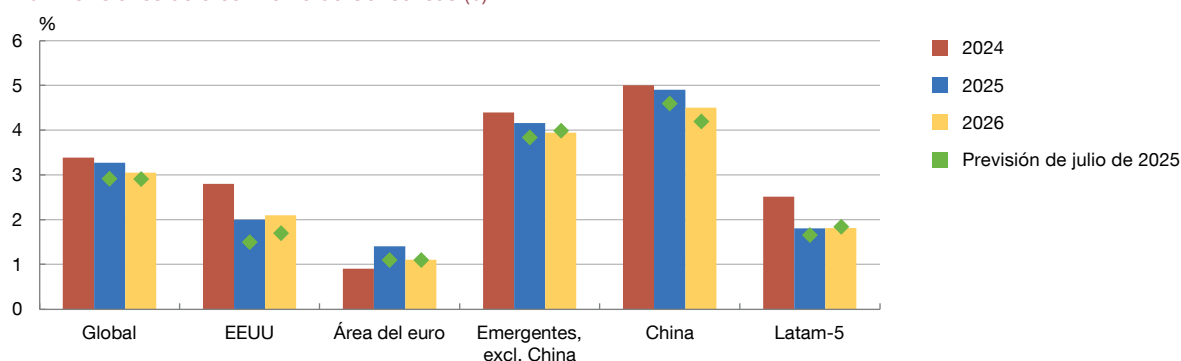
- El crecimiento de la actividad económica mundial se mantuvo relativamente estable en el segundo semestre de 2025, apoyado en los datos económicos positivos de Estados Unidos y China. En Estados Unidos, los indicadores disponibles apuntan a un crecimiento robusto del PIB en el tercer trimestre —en línea con el 0,9 % registrado en el segundo—, debido a la notable fortaleza de la demanda interna. En China, el crecimiento del PIB permaneció en el 1,1 %, apoyado en el buen comportamiento de las exportaciones, mientras que en el **área del euro** repuntó dos décimas en el tercer trimestre, hasta el 0,3 %. De cara al cuarto trimestre, los indicadores disponibles sugieren que el dinamismo de la actividad se prolongaría, especialmente en el sector servicios y en Estados Unidos (gráfico 1.a).
- El comportamiento mejor de lo esperado de la actividad económica mundial en lo que va de año, junto con una cierta **reducción de la incertidumbre comercial** asociada a los acuerdos firmados entre Estados Unidos y algunos de sus socios, ha llevado a revisar ligeramente al alza las perspectivas de crecimiento global para 2025 y 2026, si bien estas se mantienen moderadas (gráfico 1.b).

Gráfico 1

1.a Evolución de los PMI (a)



1.b Previsiones de crecimiento de Consensus (b)



FUENTES: S&P Global y Consensus Economics.

a Último dato de diciembre correspondiente al PMI Flash.

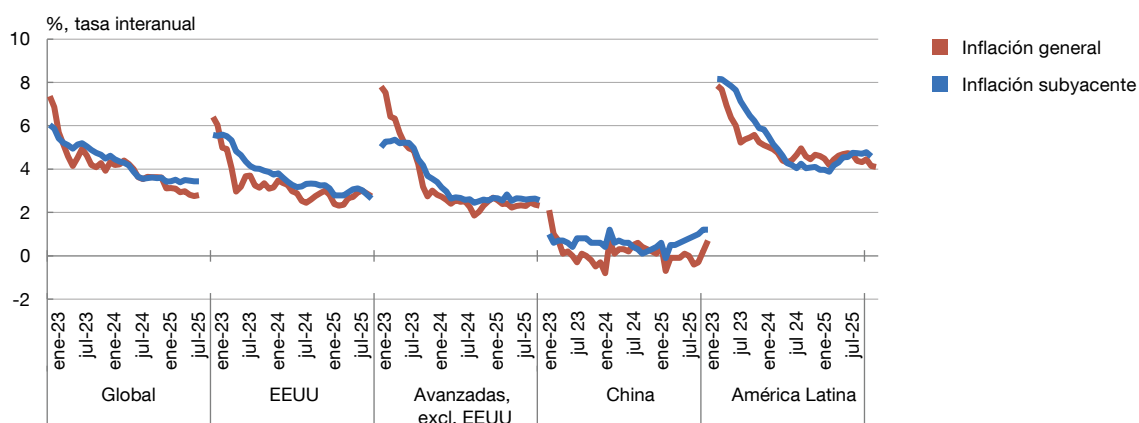
b Se comparan las previsiones de diciembre de 2025, en barras, con las previsiones de julio de 2025, reflejadas con un rombo. Se incluyen en «Latam-5»: México, Colombia, Perú, Chile y Brasil; en «Emergentes, excl. China»: «Latam-5», Argentina, India, Indonesia, Malasia, Filipinas, Tailandia, Bulgaria, 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».

2 Se prevé que el proceso de desinflación global continúe

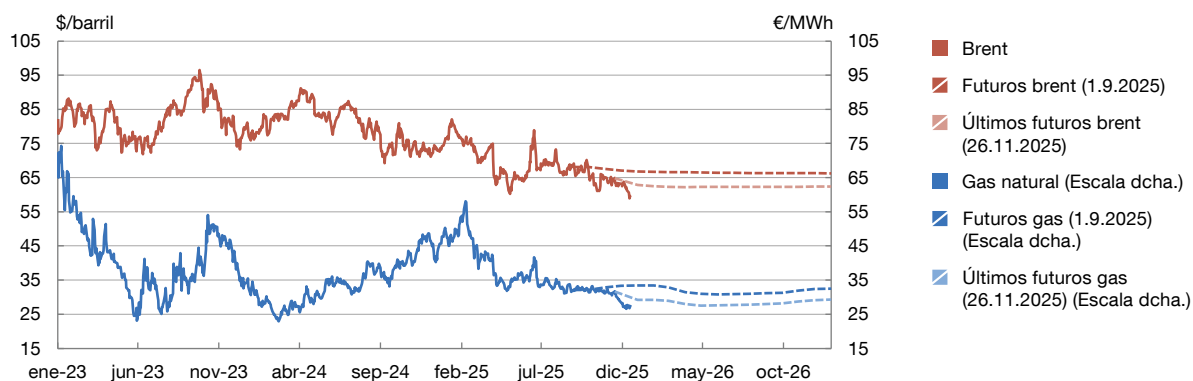
- En los últimos meses se ha prolongado la tendencia global de moderación de la inflación (gráfico 2.a). En Estados Unidos, la tasa de inflación general se redujo al 2,7 % en noviembre, tres décimas por debajo de la registrada en septiembre, mientras que la tasa de inflación subyacente se redujo cuatro décimas, hasta el 2,6 %. En el **área del euro**, la inflación general se mantuvo en el 2,1 % en noviembre y la subyacente también se estabilizó en el 2,4 %. En China, tanto la inflación general como la subyacente se mantienen en tasas reducidas, en torno al 1 % en noviembre. De cara al futuro se prevé que continúe el proceso de desinflación global, apoyado por la moderación de los precios del petróleo y por el menor incremento previsto de los aranceles.
- Los precios del petróleo han descendido en los últimos meses hasta cotizar entre los 60 y 65 dólares por barril de Brent, mientras que la cotización de los futuros se ha reducido ligeramente con respecto a la de hace tres meses (gráfico 2.b), lo que reflejaría un exceso de oferta en el mercado asociado al mantenimiento de la producción de la OPEP+ y al aumento en otros productores. Por el contrario, los precios de los metales —especialmente del cobre— y de las materias primas agrícolas han registrado un acusado repunte en los últimos meses, debido, al menos en parte, a la perspectiva de un acuerdo comercial entre Estados Unidos y China que elevaría la demanda de estas materias primas.

Gráfico 2

2.a Evolución de la inflación



2.b Precios y futuros gas y petróleo



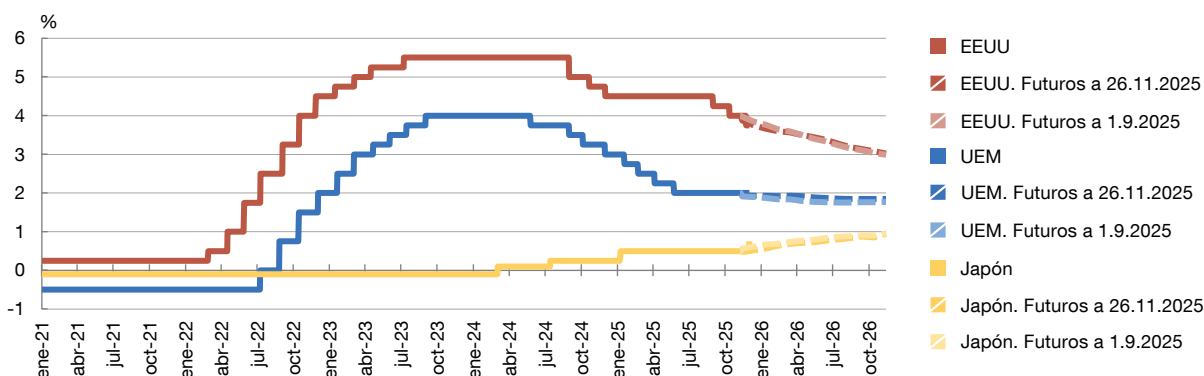
FUENTES: Estadísticas nacionales y LSEG.

3 El panorama de la política monetaria global es heterogéneo

- Algunos bancos centrales han optado por conservar sin cambios los tipos de interés oficiales en sus últimas reuniones de política monetaria. Así, el BCE mantuvo el tipo de interés oficial en el 2 %, donde ha permanecido desde junio. El Banco de Japón, por su parte, aumentó su tipo de interés oficial en 25 pb, hasta el 0,75 %, en su reunión de diciembre (gráfico 3.a). Mientras tanto, han continuado las reducciones de los tipos de interés en Estados Unidos, Reino Unido, Canadá y Nueva Zelanda. En el caso de la Reserva Federal estadounidense, redujo en octubre y diciembre el rango objetivo para el tipo de los fondos federales en 25 pb en cada reunión y lo situó entre el 3,5 % y el 3,75 % por el debilitamiento de los datos de empleo.
- En cuanto a las economías emergentes latinoamericanas, el banco central de Colombia mantuvo su tipo sin cambios y el de Brasil ha interrumpido las subidas, mientras que los bancos centrales de México y Chile volvieron a recortar su tipo de interés. Por su parte, 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.

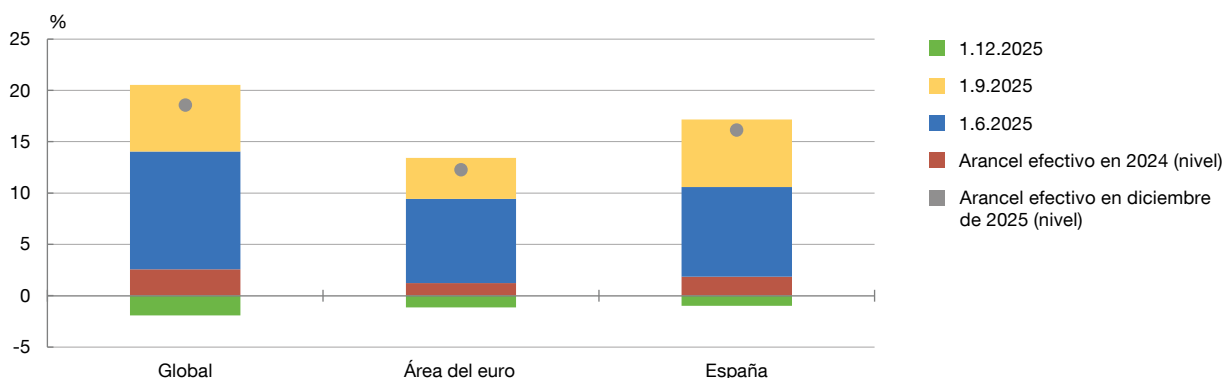
a Tipos de interés descontados por los respectivos mercados de futuros (futuros sobre el tipo de interés de la Reserva Federal en cada mes, futuros sobre el tipo de interés *overnight* del área del euro y futuros sobre el tipo de interés *overnight* de Japón).

4 Los acuerdos comerciales firmados por Estados Unidos han reducido ligeramente los aranceles, mientras que los exportadores europeos mantienen una mejor posición frente a sus competidores

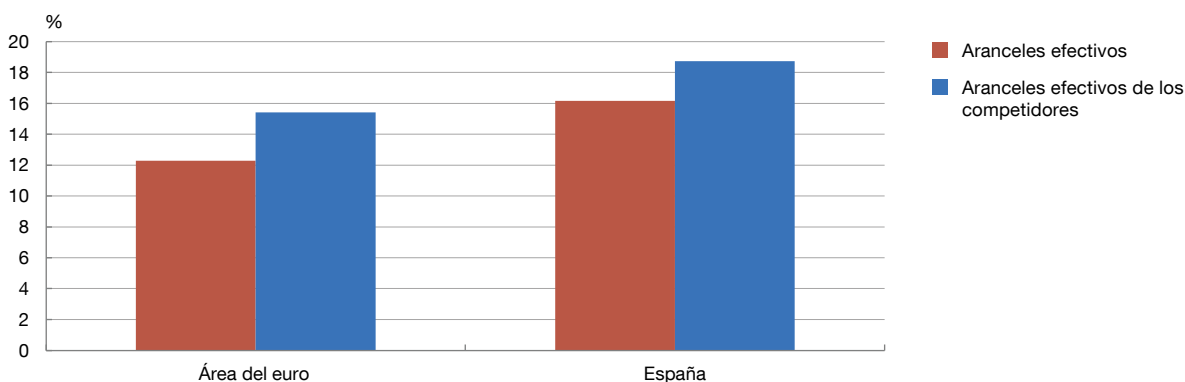
- Aunque sigue en niveles elevados, la incertidumbre global sobre las políticas comerciales disminuyó en el segundo semestre de 2025, en el contexto de la firma de distintos acuerdos por parte de Estados Unidos con varios socios clave en los que reducía levemente sus aranceles¹ (gráfico 4.a). Además, de manera unilateral, Estados Unidos también rebajó o eliminó aranceles sobre diversos productos alimenticios.
- En este contexto, una vez tenidas en cuenta las diferencias en las estructuras exportadoras, el arancel efectivo medio de las exportaciones a Estados Unidos al que se enfrentan el área del euro (12,3 %) y España (16,2 %) es inferior al de sus competidores (gráfico 4.b). Con todo, persisten riesgos asociados a las políticas comerciales, como los ligados a la incertidumbre legal existente sobre la validez de algunos de los aranceles aprobados en 2025 por Estados Unidos² o a los resultados de las negociaciones abiertas entre este país y algunos de sus socios comerciales.

Gráfico 4

4.a Cambios en los aranceles efectivos aplicados por EEUU sobre las importaciones de bienes



4.b Aranceles efectivos del área del euro y de España frente a sus competidores



FUENTES: US Trade Census, IMF-WTO Tariff Tracker y Banco de España.

NOTA: En cada fecha se incluyen todas las medidas anunciadas, aunque algunas no estén todavía en vigor o no hayan sido confirmadas por ambas partes del acuerdo.

1 Esta disminución del arancel efectivo se debe a las exenciones y rebajas acordadas con la UE a finales de julio, que afectan a distintos productos (incluidos los automóviles), junto con el acuerdo alcanzado en noviembre con China y la firma de acuerdos con otros socios europeos (Suiza y Liechtenstein) y asiáticos (Malasia y Camboya).

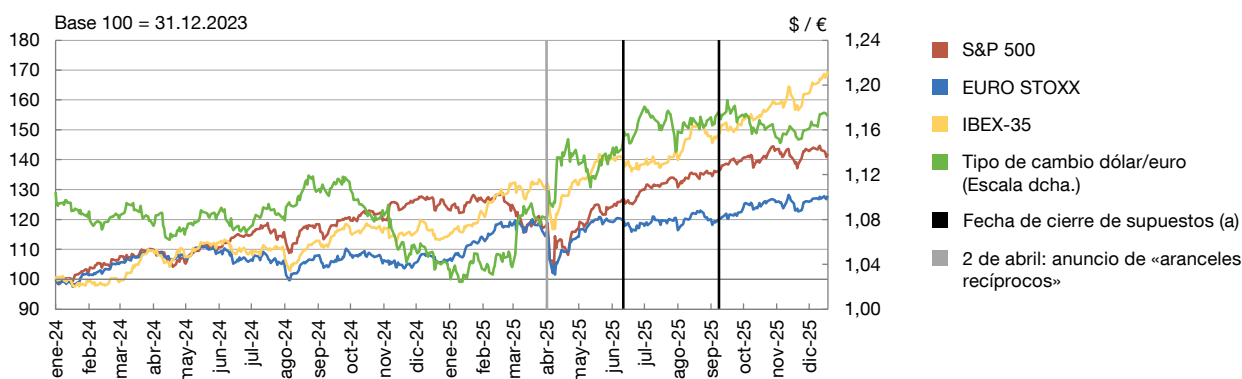
2 La Corte Suprema de los Estados Unidos debe decidir sobre la validez de algunos aranceles impuestos bajo la Ley de Poderes Económicos en Emergencias Internacionales. Sin embargo, incluso si se tuviesen que revocar dichos aranceles, existen otras vías legales que permiten imponer aranceles temporales, así como alternativas más duraderas que podrían reinstaurar algunos aranceles a sus niveles actuales.

5 Se han registrado ascensos en los índices bursátiles, descensos en los diferenciales soberanos del área del euro y estabilidad en el tipo de cambio del euro frente al dólar

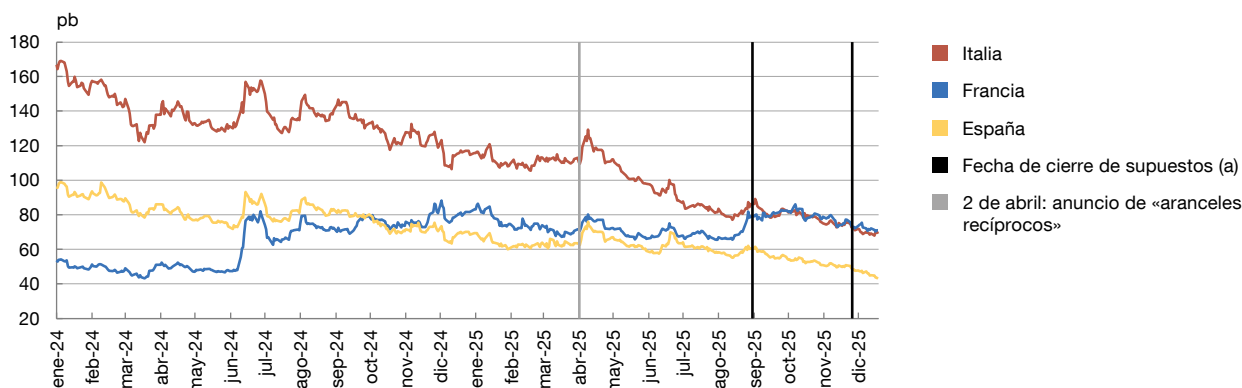
- Los índices bursátiles de las economías avanzadas se han revalorizado en la parte transcurrida del cuarto trimestre (gráfico 5a). El S&P 500 se ha elevado un 1,3 %, el EURO STOXX ha avanzado un 4 % y el IBEX-35 ha experimentado una evolución aún más positiva (10,7 %). No obstante, durante las últimas semanas estos índices han mostrado una mayor volatilidad, vinculada, entre otros factores, a las dudas sobre la valoración de las empresas relacionadas con la inteligencia artificial y a la incertidumbre sobre la política monetaria en Estados Unidos.
- La rentabilidad del bono del Tesoro estadounidense a diez años apenas ha variado (-3 pb), mientras que la del bono alemán ha aumentado cerca de 14 pb, impulsada, en parte, por la reciente revisión al alza de la senda de tipos de interés oficiales esperada por el mercado en el área del euro. Por su parte, los diferenciales soberanos de los países del área del euro frente a la deuda alemana han descendido (gráfico 5.b), en un contexto de mejoras en la calificación crediticia de España e Italia y un clima político más favorable en Francia, tras la suspensión de la reforma del sistema de pensiones.
- En los mercados cambiarios, el euro registra un valor frente al dólar similar al de finales del tercer trimestre (en torno a 1,17 \$/€), aunque aún se sitúa muy por encima del nivel previo a los anuncios sobre aranceles del 2 de abril. En el conjunto del año, el euro acumula una apreciación frente al dólar del 13 %.

Gráfico 5

5.a Índices bursátiles y tipo de cambio



5.b Diferenciales de la deuda soberana a diez años frente a Alemania



FUENTES: LSEG Datastream y Bloomberg Data License. Última observación: 18 de diciembre de 2025.

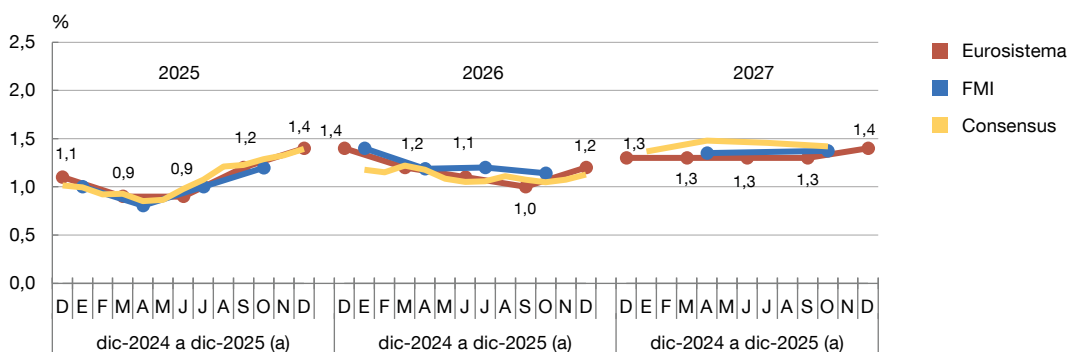
a Referidas al ejercicio de proyecciones del Banco de España de septiembre (1 de septiembre) y de diciembre (26 de noviembre) de 2025.

6 En el área del euro, el crecimiento de la actividad económica se aceleró ligeramente en el tercer trimestre...

- El PIB de la UEM creció un 0,3 % en el tercer trimestre, por encima de lo previsto, tras el 0,1 % del segundo trimestre. Por países, en Alemania e Italia el PIB se estancó, mientras que en Francia y España la actividad mostró un elevado dinamismo. Los indicadores de confianza, como los PMI, apuntan a una senda de aceleración gradual en el cuarto trimestre para el conjunto de la UEM.
- El ejercicio de proyecciones del Eurosistema de diciembre sitúa el crecimiento del PIB de la UEM para 2025, 2026 y 2027 en el 1,4 %, el 1,2 % y el 1,4 %, respectivamente (gráfico 6.a). Las previsiones para 2025 y 2026 se han revisado al alza en dos décimas con respecto al ejercicio de septiembre, debido, principalmente, al efecto de los nuevos datos observados en los últimos meses. Estas tasas de crecimiento se alinearían con el crecimiento potencial del área, con un avance del PIB que se apoyaría 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.

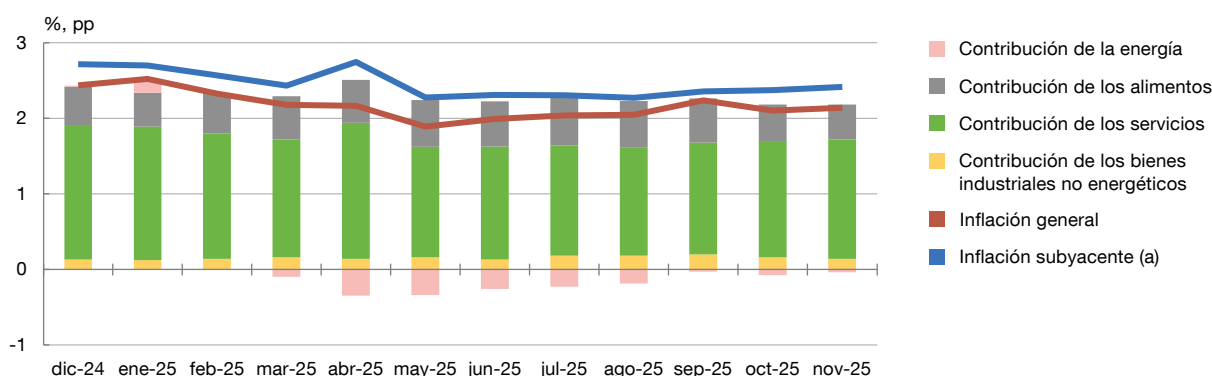
a Cada letra se refiere al mes en el que se publicó la previsión correspondiente.

7 ... mientras que la inflación general se mantuvo prácticamente estable

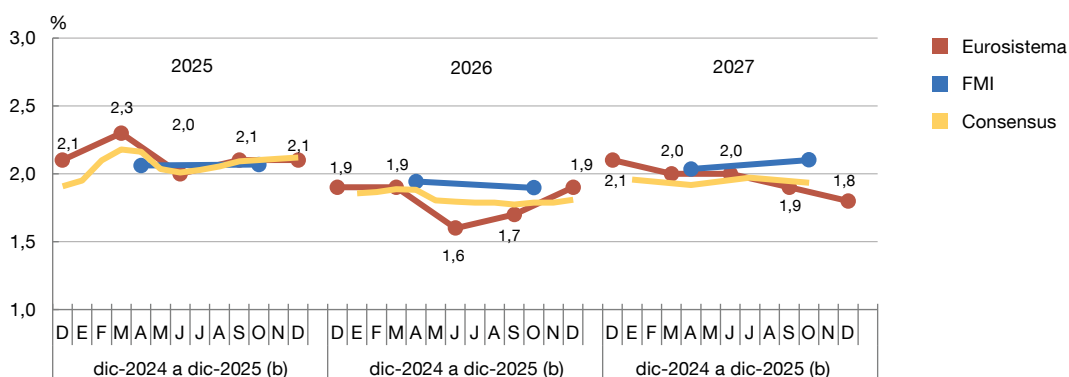
- La tasa de variación interanual del IAPC de la UEM se mantuvo en el 2,1 % en noviembre (gráfico 7.a), igual que en octubre y una décima por encima de lo esperado en el ejercicio de proyecciones del BCE de septiembre, como resultado de un incremento más intenso de lo previsto de los precios de los servicios y de la energía.
- La inflación subyacente permaneció en el 2,4 %, tasa superior en una décima a la esperada en septiembre. Por componentes, la inflación de los servicios se situó en el 3,5 % y la de los bienes industriales no energéticos en el 0,5 %.
- En el ejercicio de proyecciones del Eurosistema de diciembre se mantiene la previsión de inflación general para 2025 en el 2,1 %, se revisa al alza dos décimas para 2026 —hasta el 1,9 %— y se revisa una décima a la baja —hasta el 1,8 %— para 2027 (gráfico 7.b). En el caso de la inflación subyacente, se espera que se modere desde el 2,4 % en 2025 hasta el 2,2 % en 2026 —tres décimas por encima de las previsiones previas— y hasta el 1,9 % en 2027. Las revisiones al alza se deben a las sorpresas positivas registradas en los últimos meses —especialmente en energía, servicios y bienes industriales no energéticos— y a mayores incrementos en los salarios, particularmente en Alemania.

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, Eurosistema y Eurostat.

a IAPC general, excluidos energía y alimentos.

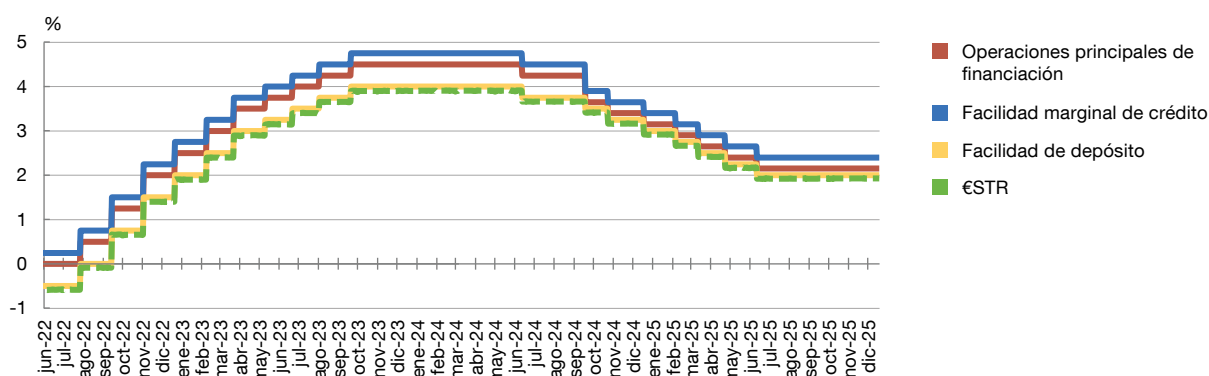
b Cada letra se refiere al mes en el que se publicó la previsión correspondiente.

8 El BCE mantuvo inalterados los tipos de interés oficiales en el 2 %

- En su reunión de diciembre, el Consejo de Gobierno del BCE mantuvo el tipo de la facilidad de depósito en el 2 %, nivel en el que permanece desde junio, encadenando así cuatro reuniones consecutivas sin cambios (gráfico 8.a). Su evaluación actualizada de las perspectivas de inflación, así como de la dinámica de la inflación subyacente y de la intensidad de la transmisión de la política monetaria, sigue confirmando que la inflación del área del euro debería estabilizarse en el objetivo del 2 % a medio plazo.
- Las **últimas proyecciones de los expertos del Eurosistema** indican que la inflación general se situará en torno al objetivo del 2 % a lo largo del horizonte de proyección. Para la inflación subyacente, la previsión es que se modere de forma gradual, convergiendo también hacia el 2 %. Asimismo, se prevé que el crecimiento de la economía será más vigoroso que el previsto en las proyecciones de septiembre, impulsado especialmente por la demanda interna.
- De cara a las próximas reuniones, el Consejo de Gobierno mantendrá su determinación de asegurar que la inflación se establezca en su objetivo del 2 % a medio plazo y aplicará un enfoque dependiente de los datos (en el que las decisiones se adoptan en cada reunión) para determinar la orientación apropiada de la política monetaria. De esta manera, el Consejo de Gobierno no se compromete de antemano con ninguna senda concreta de tipos.

Gráfico 8

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



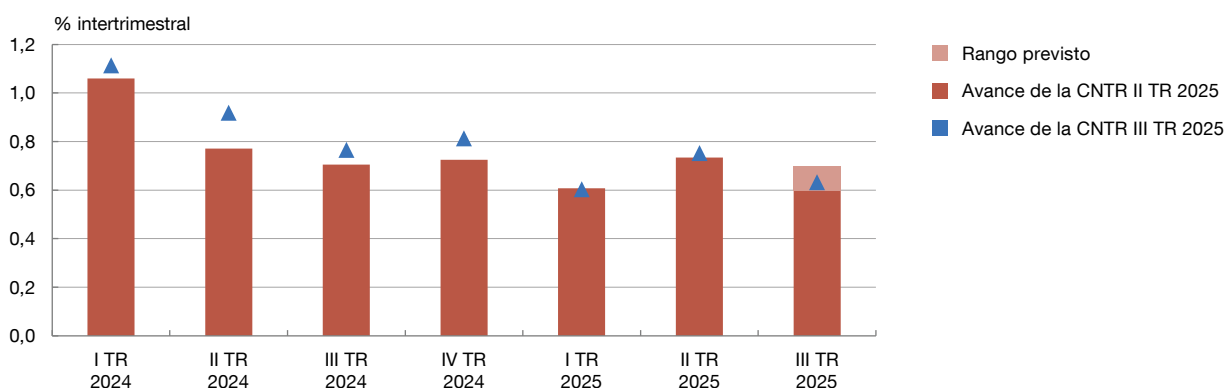
FUENTES: Banco de España y Refinitiv Datastream. Último dato observado: 18 de diciembre de 2025.

9 El ritmo de crecimiento de la economía española en el tercer trimestre alcanzó el 0,6 %, en línea con las previsiones

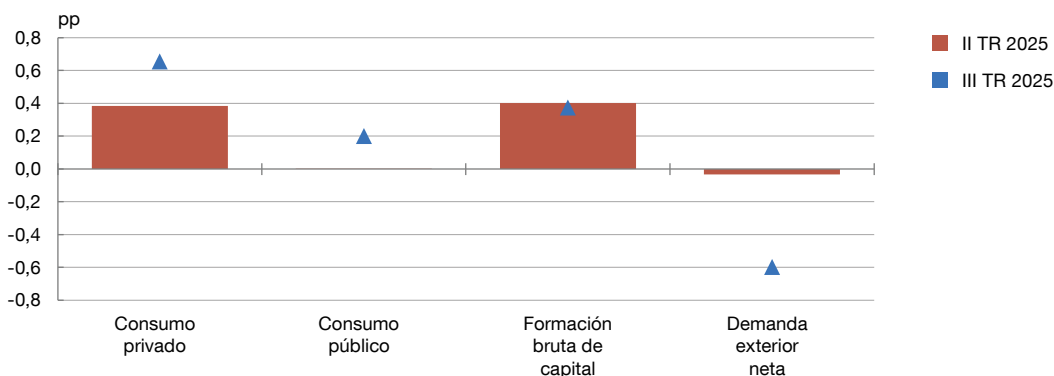
- El PIB de la economía española avanzó un 0,6 % en el tercer trimestre de 2025, levemente por debajo del avance registrado en el segundo trimestre y en el rango previsto en el ejercicio de proyecciones del Banco de España de septiembre (gráfico 9.a). Tras la revisión de las cifras de la CNTR publicada por el INE a finales de septiembre (recuadro 1), este avance implica un crecimiento acumulado del PIB del 10 % desde finales de 2019.
- Esta leve desaceleración de la actividad reflejó la aportación negativa de la demanda exterior neta (–0,6 pp), resultado de la marcada caída de las exportaciones de bienes y a pesar del menor incremento de las importaciones con respecto al trimestre anterior. Por el contrario, la contribución de la demanda interna al crecimiento del PIB repuntó hasta los 1,2 pp, impulsada, sobre todo, por la mayor fortaleza del consumo privado (gráfico 9.b).
- Desde la óptica de la oferta, las principales ramas de actividad mantuvieron un dinamismo elevado en el tercer trimestre del año, en el que destacaron los servicios de mercado (0,9 %) y la construcción (0,8 %), mientras que el ritmo de expansión fue algo inferior en la industria manufacturera (0,6 %) y se mantuvo el descenso en el sector primario.

Gráfico 9

9.a Evolución del PIB en España



9.b Contribuciones al crecimiento del PIB en España



FUENTES: INE y Banco de España.

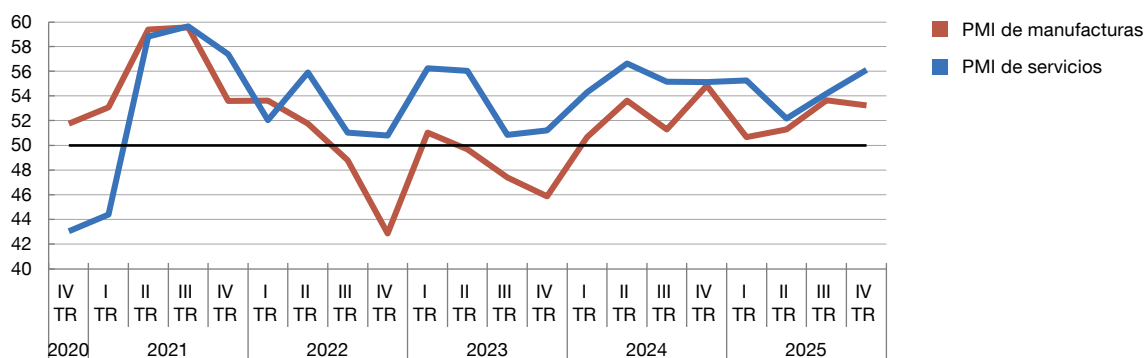


10 Los datos coyunturales más recientes apuntan a que la economía española mantendría un ritmo de crecimiento robusto durante el cuarto trimestre

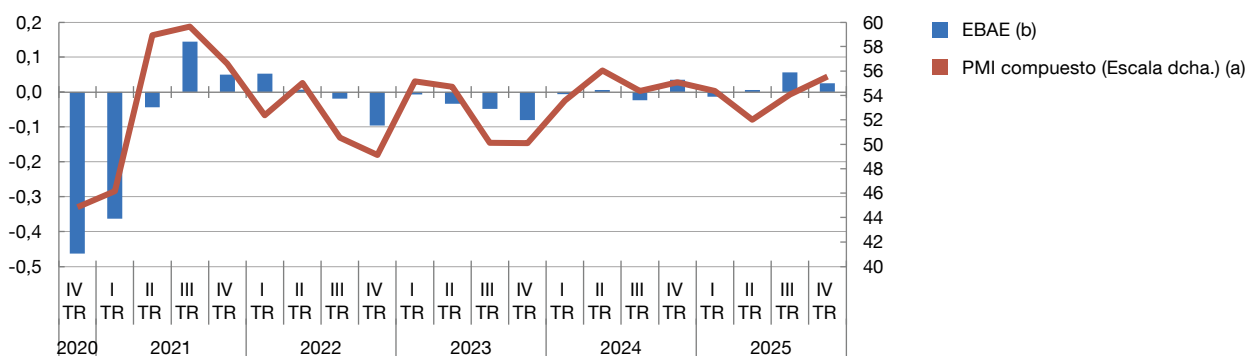
- El análisis conjunto de los distintos indicadores —entre otros, de **empleo**, de **consumo** y de confianza—, que ofrecen información parcial, y aún incompleta, sobre el comportamiento de la actividad en el cuarto trimestre, sugiere que el ritmo de avance del PIB en este período podría situarse entre el 0,6 % y el 0,7 % intertrimestral, en línea con lo observado en el trimestre precedente³, si bien la incertidumbre respecto a esta estimación se mantiene elevada.
- Entre los indicadores que apuntan a la continuidad de una tasa de crecimiento robusta, destacan los de sentimiento económico. Así, con información hasta noviembre, el PMI de servicios muestra una nueva aceleración en el cuarto trimestre, mientras que el PMI de manufacturas, aunque permanece en terreno expansivo, señala una ligera moderación en el dinamismo de la actividad en esta rama (gráfico 10.a).
- Los resultados de la EBAE (**recuadro 2**) apuntan también en esta dirección y sugieren que la facturación de las empresas españolas se habría vuelto a incrementar entre octubre y diciembre (gráfico 10.b).

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 cuarto trimestre de 2025 es el promedio de los meses de octubre y noviembre.

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.

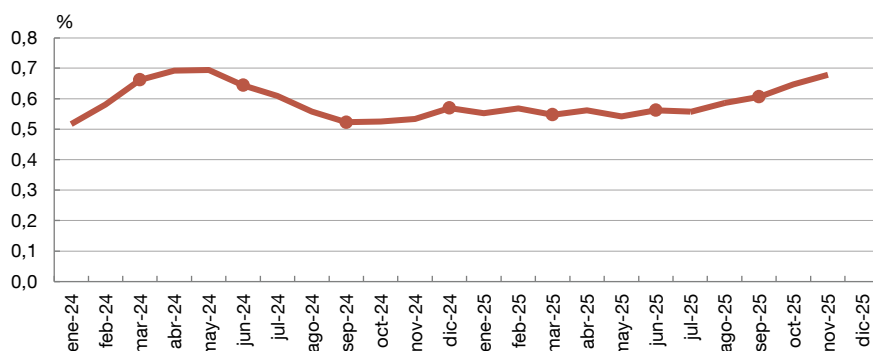
3 Para más detalles, véanse las proyecciones de este documento.

11 La creación de empleo habría mantenido un elevado dinamismo en el cuarto trimestre, en un contexto de vigor sostenido de la población activa

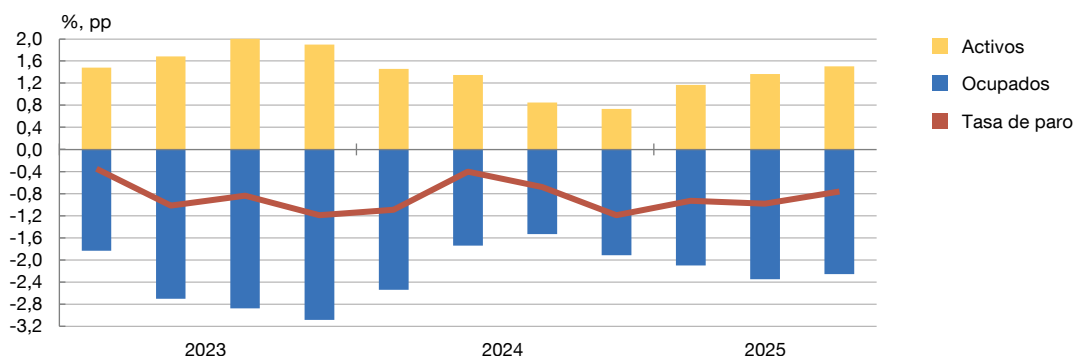
- La afiliación a la Seguridad Social aumentó un 0,2 % en noviembre en tasa mensual desestacionalizada, un ritmo similar al de los meses anteriores. Estos datos sugieren que, en términos intertrimestrales, el crecimiento del empleo podría acelerarse ligeramente en el último trimestre del año (gráfico 11.a).
- Por ramas de actividad, destacan la construcción y los servicios de no mercado, que han incrementado su avance interanual en 1,9 y 0,5 pp desde principios de año, hasta el 4,1 % y el 3,4 %, respectivamente, mientras que la rama de transporte mantiene un notable dinamismo, con un crecimiento del 6 %. En el resto de los sectores se mantiene un avance similar al de trimestres pasados, excepto en el caso de la agricultura, que intensifica su senda descendente.
- El dinamismo del empleo fue compensado por el avance de la población activa en el tercer trimestre, de forma que la tasa de paro se situó en el 10,5 % en términos desestacionalizados, dos décimas más que en el trimestre anterior, aunque 0,7 pp por debajo de la tasa observada hace un año (gráfico 11.b).

Gráfico 11

11.a Afiliación total. Tasas trimestrales de la serie desestacionalizada (a)



11.b Contribuciones a la variación interanual de la tasa de paro



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

a Tasa de variación del promedio de tres meses (el último de los cuales es la referencia temporal) sobre el promedio de los tres meses anteriores. El punto coincide con la tasa trimestral de cada trimestre natural.

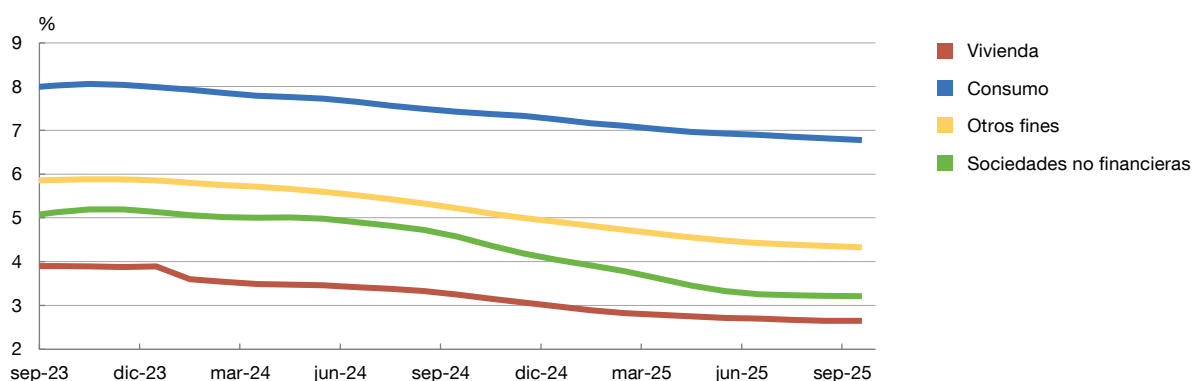


12 El coste de los nuevos préstamos se ha estabilizado en los últimos meses en la mayoría de los segmentos

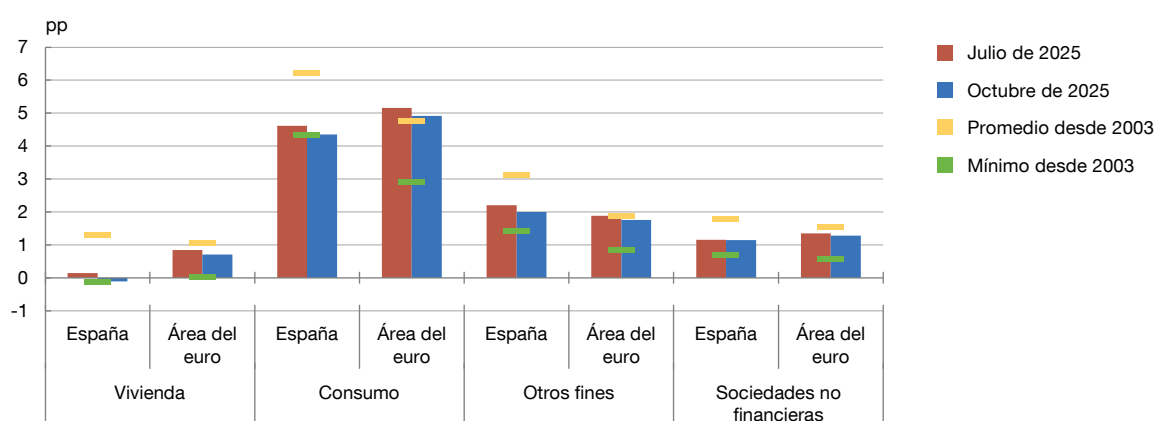
- Desde julio, los tipos de interés aplicados a las nuevas operaciones de crédito apenas han variado. Únicamente se han registrado leves descensos en el segmento de consumo y de otros fines, de 11 pb y 8 pb, respectivamente, hasta situarse en el 6,7 % y el 4,3 % en octubre. En cambio, el coste de los nuevos préstamos a empresas y a hogares para adquisición de vivienda ha permanecido prácticamente estable, en el 3,2 % y el 2,6 %, respectivamente (gráfico 12.a).
- Los diferenciales entre los tipos de interés del nuevo crédito y los interbancarios de referencia se han reducido ligeramente en los últimos meses en la mayoría de los segmentos, situándose por debajo de los promedios históricos desde 2003 en todos los casos y en niveles mínimos en España en vivienda y consumo (gráfico 12.b). En comparación con el área del euro, los diferenciales solo resultan superiores en el segmento destinado a otros fines.

Gráfico 12

12.a Coste del crédito nuevo a hogares y empresas (a)



12.b Diferenciales del coste del crédito nuevo con respecto a los tipos de interés del mercado interbancario (a) (b)



FUENTES: Refinitiv Datastream y Banco de España.

a Tipo efectivo definición restringida (excluye comisiones y gastos asociados) ajustado por componente estacional e irregular.

b Para cada finalidad, el diferencial se calcula de cada plazo de crédito disponible (según los publicados en el capítulo 19 del *Boletín Estadístico*) respecto al tipo interbancario correspondiente y se agrega mediante una media ponderada por el volumen de nuevas operaciones. Cada dato es el diferencial promedio de tres meses.

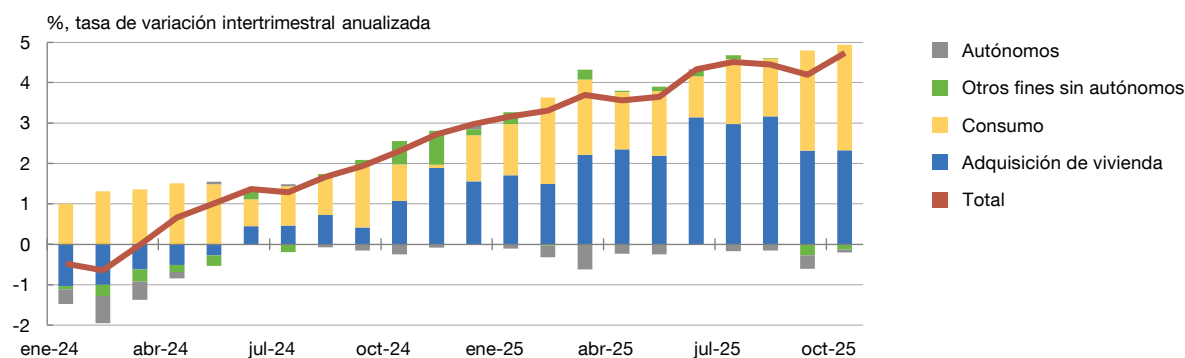


13 La financiación a los hogares repuntó en los últimos meses, apoyada en el avance del crédito al consumo...

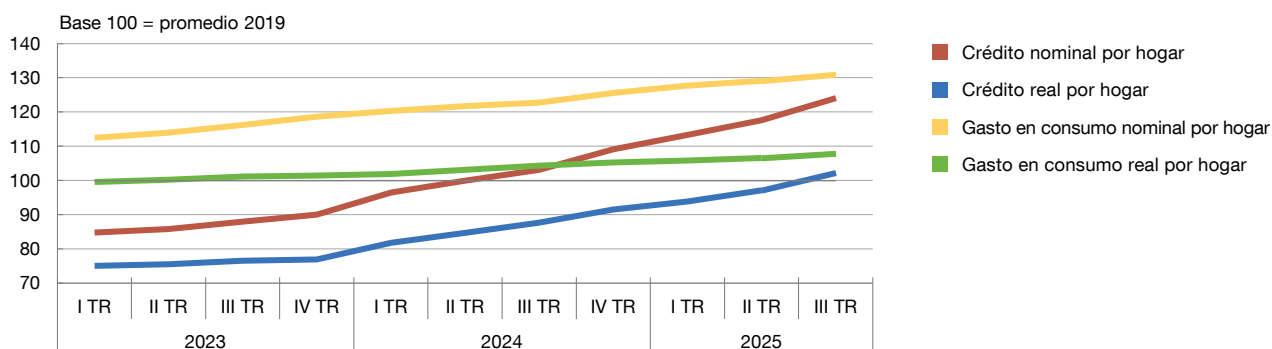
- Según la **Encuesta de Préstamos Bancarios**, los criterios de concesión de préstamos a los hogares se mantuvieron sin cambios en el tercer trimestre, al tiempo que la demanda sorprendió al alza. Para el cuarto trimestre, los bancos esperan estabilidad en la oferta de crédito y un nuevo aumento de la demanda.
- Los préstamos vivos a los hogares registraron en octubre un crecimiento ligeramente superior al de meses anteriores (4,7 % en tasa intertrimestral anualizada), impulsados principalmente por el dinamismo del crédito al consumo (gráfico 13.a). Por el contrario, los préstamos para adquisición de vivienda moderaron su avance, y los destinados a otros fines y a autónomos continuaron reduciéndose.
- El repunte del crédito al consumo se produjo en un contexto en el que el volumen de nuevas operaciones por hogar ha aumentado a un ritmo más rápido que el gasto en consumo privado (gráfico 13.b). En términos reales, el crédito superó en el tercer trimestre en un 2 % los niveles de 2019, frente al 8 % en el caso del gasto en consumo privado.

Gráfico 13

13.a Financiación a los hogares (a)



13.b Volumen de nuevas operaciones de crédito al consumo y gasto en consumo privado (b)



FUENTES: INE y Banco de España.

a Series ajustadas de estacionalidad. Se incluyen los préstamos titulizados, y no los préstamos de no residentes.

b Series ajustadas de estacionalidad. En los cálculos por hogar, se consideran el número total de hogares, tengan o no créditos. Para las series en términos reales se usa el deflactor del consumo privado.

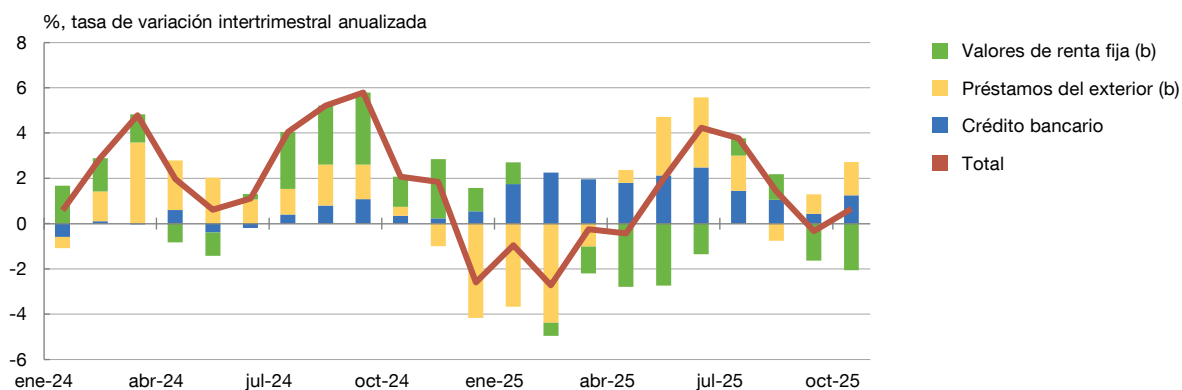


14 ... mientras que la financiación a las empresas mantuvo una cierta atonía

- Según la **Encuesta de Préstamos Bancarios**, los criterios de concesión de préstamos a las empresas permanecieron estables en el tercer trimestre, mientras que la demanda repuntó ligeramente en el segmento de las pymes. Los bancos prevén un leve endurecimiento de la oferta en el cuarto trimestre y no esperan cambios en la demanda. Por su parte, las empresas percibieron una mejora en el acceso a la financiación más moderada que en trimestres anteriores y una estabilidad en sus necesidades de financiación bancaria, de acuerdo con la **Encuesta sobre el Acceso de las Empresas a la Financiación**.
- La financiación total recibida por las empresas se recuperó, en parte, en octubre, tras haber venido desacelerándose desde julio y haber llegado a reducirse en septiembre. En todo caso, el crecimiento intertrimestral fue muy moderado (del 0,7 % en términos anualizados) y estuvo apoyado por el mayor avance del crédito bancario y de los préstamos del exterior, que compensó holgadamente la caída en la emisión de valores de renta fija (gráfico 14.a).

Gráfico 14

14.a Financiación a las empresas no financieras (a)



FUENTE: Banco de España.

a Datos desestacionalizados. 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.

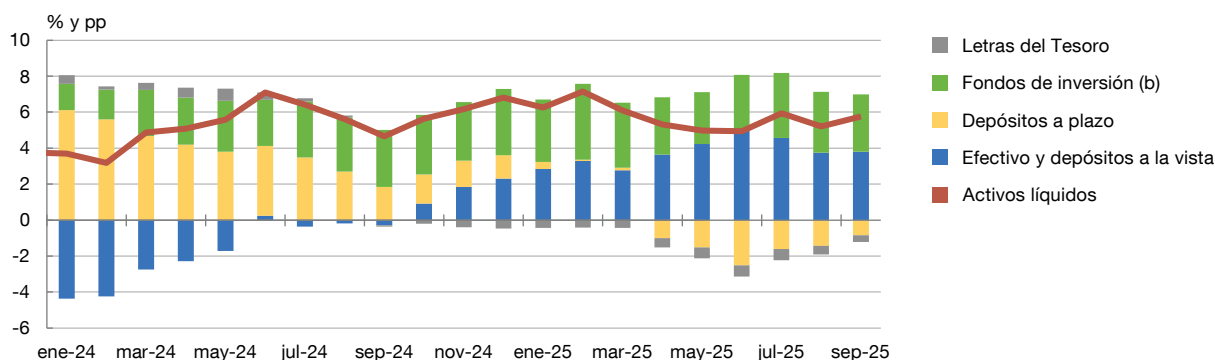


15 Los hogares y las empresas canalizaron parte de su ahorro hacia activos líquidos y continuaron con la recomposición de su cartera

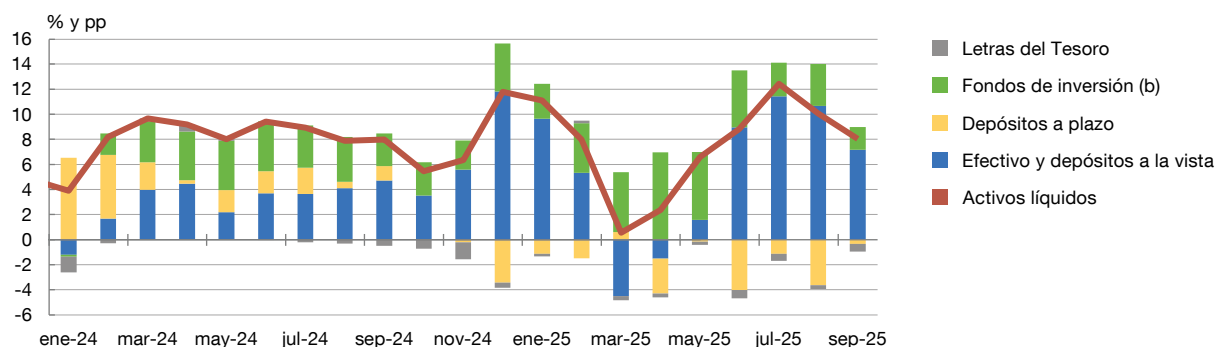
- En un contexto de incremento sostenido de la renta disponible y con la tasa de ahorro en niveles históricamente elevados, los hogares siguieron acumulando activos líquidos a un ritmo intertrimestral anualizado cercano al 6 % en septiembre y continuaron con la recomposición de esta cartera en un entorno de menores tipos de interés (gráfico 15.a). Se prolongó el trasvase desde los depósitos a plazo, cuya remuneración disminuyó hasta el 1,6 % (100 pb menos que en los máximos de junio de 2024), hacia el efectivo y los depósitos a la vista, al tiempo que se redujeron las tenencias de letras del Tesoro —cuya rentabilidad era del 2 % en septiembre— y aumentaron las de los fondos de inversión.
- En el caso de las empresas, en los últimos meses se observó una desaceleración de las tenencias de activos líquidos, que tuvieron un ritmo de crecimiento intertrimestral anualizado del 8 % (gráfico 15.b). Al igual que los hogares, continuaron recomponiendo su cartera desde los depósitos a plazo —cuya remuneración descendió 170 pb desde los máximos de enero de 2024, hasta situarse en el 1,9 % en septiembre— hacia el efectivo y los depósitos a la vista. Asimismo, redujeron sus posiciones en letras del Tesoro e incrementaron las suscripciones en fondos de inversión.

Gráfico 15

15.a Activos líquidos de los hogares. Tasa de variación intertrimestral anualizada y contribuciones por instrumentos (a)



15.b Activos líquidos de las empresas. Tasa de variación intertrimestral anualizada y contribuciones por instrumentos (a)



FUENTE: Banco de España.

- a Datos desestacionalizados. Tasa de variación intertrimestral calculada como flujos netos sobre el saldo vivo.
b Suscripciones netas (sin efectos valoración).

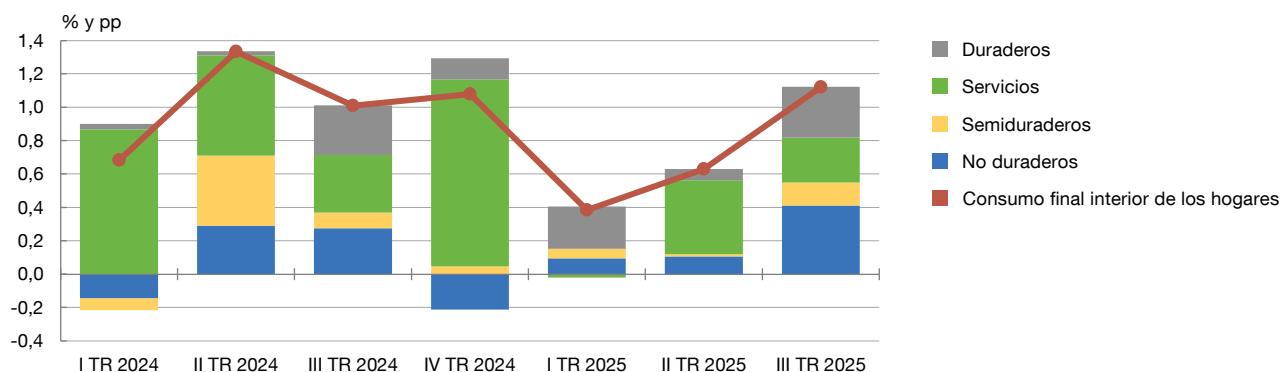


16 En un contexto de condiciones financieras favorables, el consumo de los hogares mantiene un elevado dinamismo

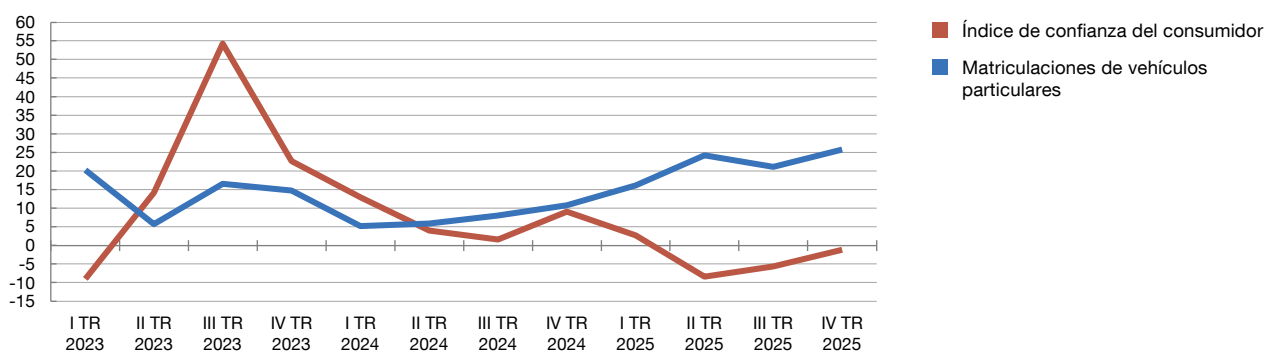
- El consumo privado se aceleró en el tercer trimestre y alcanzó una tasa de crecimiento intertrimestral del 1,2 %, tras el 0,7 % y el 0,5 % registrados en los dos trimestres anteriores. Las compras de bienes duraderos tuvieron una contribución destacada en este crecimiento (gráfico 16.a), a pesar de que su peso sobre el consumo total es reducido (en torno al 6 %). El dinamismo del consumo estaría reflejando la mejora de las **condiciones financieras** para créditos al consumo, así como el repunte de la confianza del consumidor en un entorno de **dinamismo del empleo** y de aumentos de la riqueza de los hogares⁴, lo que podría prolongar esta tendencia en los próximos trimestres.
- Los indicadores disponibles para el cuarto trimestre muestran señales positivas que anticiparían la continuidad del dinamismo del consumo en la parte final del año (gráfico 16.b). Las matriculaciones de vehículos particulares mantienen, con datos hasta noviembre, un dinamismo elevado, similar al de trimestres pasados. Por otro lado, el índice de confianza del consumidor de octubre prolonga la senda de progresiva mejora en el inicio del cuarto trimestre.

Gráfico 16

16.a Tasa de crecimiento intertrimestral del consumo final interior de los hogares y contribuciones de sus componentes (a)



16.b Indicadores de consumo. Tasas de crecimiento interanual (b)



FUENTES: INE (CNTR), CIS y Asociación Española de Fabricantes de Automóviles y Camiones.

- Para calcular la contribución de cada componente del consumo al consumo total, se utilizan las tasas de variación intertrimestral de los índices de volumen encadenados, ajustados de estacionalidad y calendario. El peso de cada componente en el consumo total se obtiene a partir de los datos del consumo final interior de los hogares y sus componentes en precios corrientes, ajustados de estacionalidad y calendario.
- Las tasas de crecimiento interanual de las matriculaciones se calculan usando el flujo acumulado de matriculaciones en los tres meses de cada trimestre. Los datos de matriculaciones están desestacionalizados. La tasa de crecimiento interanual del índice de confianza del consumidor se calcula usando el promedio de los índices de los tres meses de cada trimestre. Para el cuarto trimestre de 2025, la última información disponible es de los meses de octubre y noviembre para las matriculaciones y de octubre para el índice de confianza del consumidor.



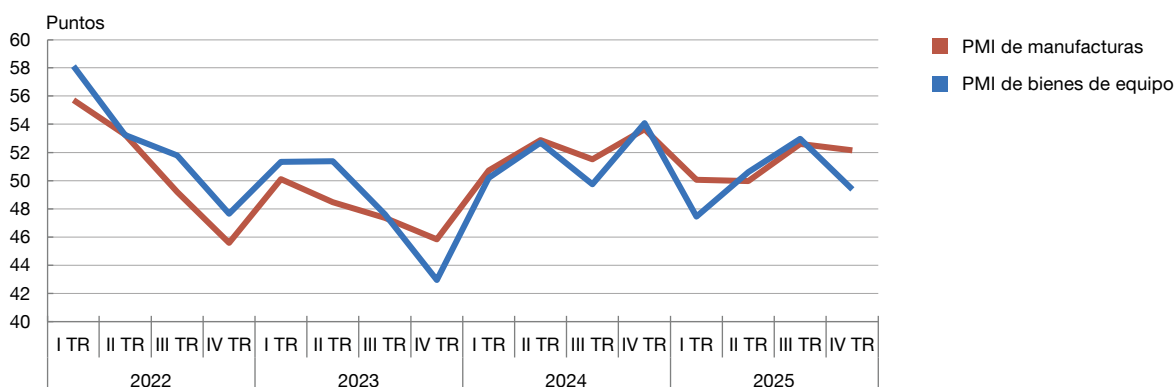
⁴ La **riqueza real de los hogares** aumentó un 8,3 % en términos interanuales en el segundo trimestre de 2025, impulsada, principalmente, por la revalorización de los activos inmobiliarios.

17 El ritmo de avance de la inversión productiva y de la inversión en vivienda se moderaría en el cuarto trimestre del año

- El crecimiento de la inversión productiva se intensificó en el tercer trimestre con respecto al primer semestre del año, debido al dinamismo de las inversiones en activos intangibles, en maquinaria y en otras construcciones⁵. La inversión en equipo de transporte, que todavía se sitúa en un nivel muy inferior al observado antes de la pandemia, se mantuvo estable en este período, aunque siguió mostrando incrementos interanuales pronunciados.
- La información disponible para el cuarto trimestre sugiere que la inversión productiva conservaría un tono positivo, aunque podría moderar su avance respecto al registrado en los trimestres más recientes. En esta dirección apuntan la moderación experimentada por el PMI de la rama de bienes de equipo y el PMI de las manufacturas, aunque este último permanece en terreno expansivo (gráfico 17.a), y la atonía que sigue mostrando la **financiación externa de las sociedades no financieras**.
- La desaceleración reciente del indicador de ejecución de obra sugiere una moderación de la inversión en vivienda en el cuarto trimestre, si bien el número de afiliados en el sector de la construcción apuntaría a un mantenimiento del dinamismo. Por otra parte, el crecimiento de los precios de la vivienda se mantiene en registros elevados, en un contexto de rigidez de la oferta frente a la fortaleza de la demanda. En particular, el precio de la vivienda aumentó un 12,8 % interanual en el tercer trimestre de 2025.

Gráfico 17

17.a Indicadores cualitativos de inversión (a)



FUENTE: S&P Global.

a El dato del PMI del cuarto trimestre de 2025 es el promedio de los meses de octubre y noviembre.



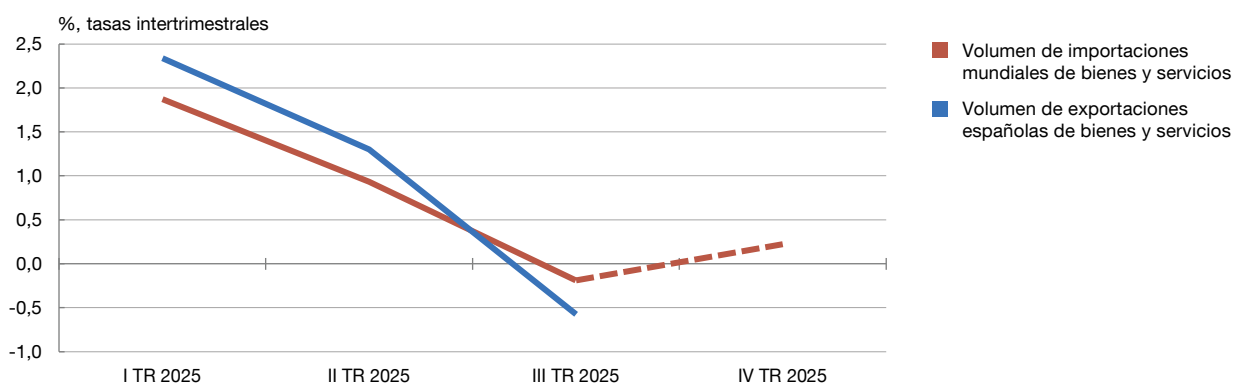
⁵ En este sentido, cabe mencionar la notable revisión al alza de la inversión entre 2022 y 2024 publicada por el INE (**recuadro 1**), que se concentró en la inversión en intangibles y, en menor medida, en la orientada a construcciones distintas a la vivienda, que pasaron a mostrar ritmos de avance muy superiores a los previamente estimados. El mayor dinamismo de la inversión en otras construcciones podría estar relacionado, al menos en parte, con el impulso asociado a los fondos NGEU, en un contexto en el que la inversión pública se aceleró en el primer semestre y acumula un crecimiento muy significativo en los últimos años.

18 En un contexto de menor incertidumbre comercial, se espera un cierto repunte de las exportaciones...

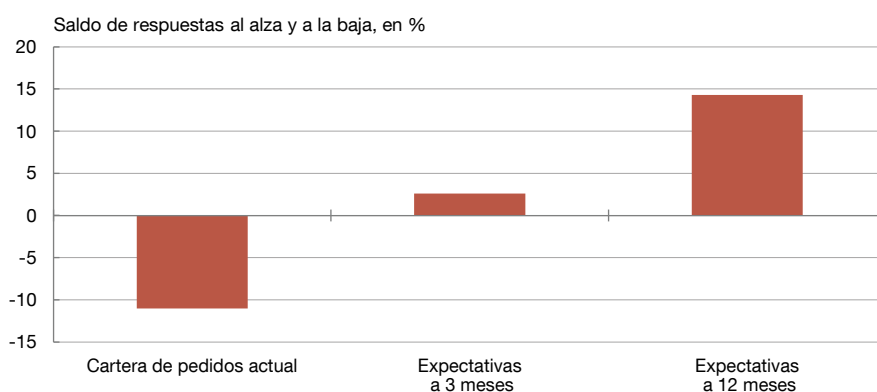
- La **aportación de la demanda externa neta al crecimiento fue negativa en el tercer trimestre**, debido, principalmente, a la caída de las exportaciones de bienes, en un contexto en el que las exportaciones de servicios y las **importaciones** mantuvieron un cierto dinamismo. De acuerdo con la información de Aduanas, el retroceso de las exportaciones de bienes se debió, principalmente, a las exportaciones de automóviles a la UEM y de productos energéticos a diversos destinos.
- De cara al cuarto trimestre, la mejora esperada en los mercados mundiales acarrearía un cierto repunte de las exportaciones españolas (gráfico 18.a). En la misma dirección apunta el indicador PMI de nuevos pedidos de exportación y la última encuesta de coyuntura de la exportación (gráfico 18.b), que serían compatibles con una recuperación de las exportaciones de bienes y servicios no turísticos. Por su parte, se espera que se prolongue la progresiva normalización de las exportaciones turísticas, en línea con el avance de las pernoctaciones hoteleras de viajeros extranjeros en octubre.

Gráfico 18

18.a Comercio mundial



18.b Encuesta de Coyuntura de la Exportación del tercer trimestre de 2025



FUENTES: BCE, INE y Ministerio de Economía, Comercio y Empresa.



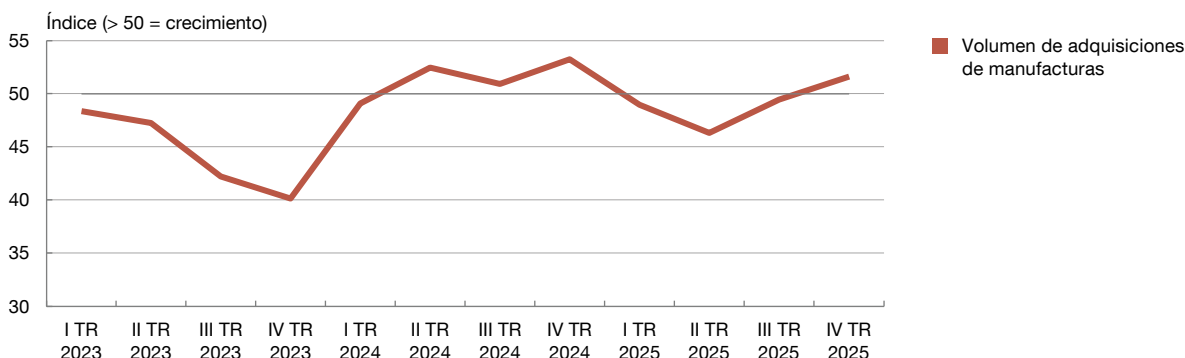
DESCARGAR

19 ... mientras que las importaciones mantendrían su dinamismo en el último trimestre del año

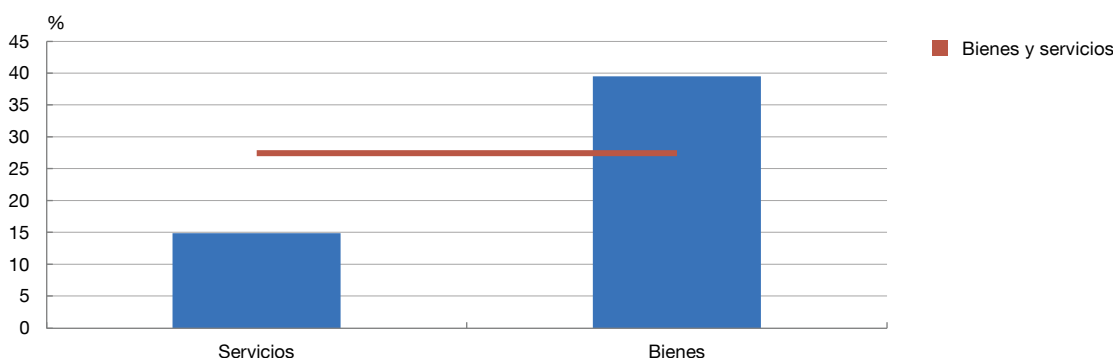
- Las importaciones registraron un crecimiento elevado en el tercer trimestre, impulsadas tanto por los bienes como por los servicios. En el caso de los bienes, destacó el repunte de las importaciones de **bienes de consumo duradero** (como los automóviles), así como de las de productos químicos y maquinaria, favorecidas estas últimas por el **dinamismo de la inversión en equipo**, uno de los componentes de la demanda final con mayor contenido importador. Respecto a los servicios, destacó el aumento de las salidas de turistas españoles al extranjero, que impulsó las importaciones de servicios turísticos.
- En cuanto a los indicadores disponibles para el cuarto trimestre, los PMI de volumen de adquisiciones de manufacturas prosiguieron su tónica de recuperación y se situaron en terreno expansivo (gráfico 19.a), lo que apuntaría a un mejor comportamiento de las importaciones de bienes. Sin embargo, la **leve moderación esperada de la inversión en bienes de equipo**, unida al mayor dinamismo de las exportaciones de servicios, en particular de servicios no turísticos con menor contenido importador (gráfico 19.b), atenuaría el crecimiento de las importaciones totales.

Gráfico 19

19.a Evolución del PMI (a)



19.b Contenido importador de las exportaciones (b)



FUENTES: S&P Global e INE.

a El dato del PMI del cuarto trimestre de 2025 es el promedio de los meses de octubre y noviembre.

b Importaciones directas e indirectas (a través de insumos intermedios) utilizadas en la producción de las exportaciones. Información referida al año 2023 a partir del Panel de Indicadores de Comercio Internacional de Valor Añadido (TiVA) del INE.

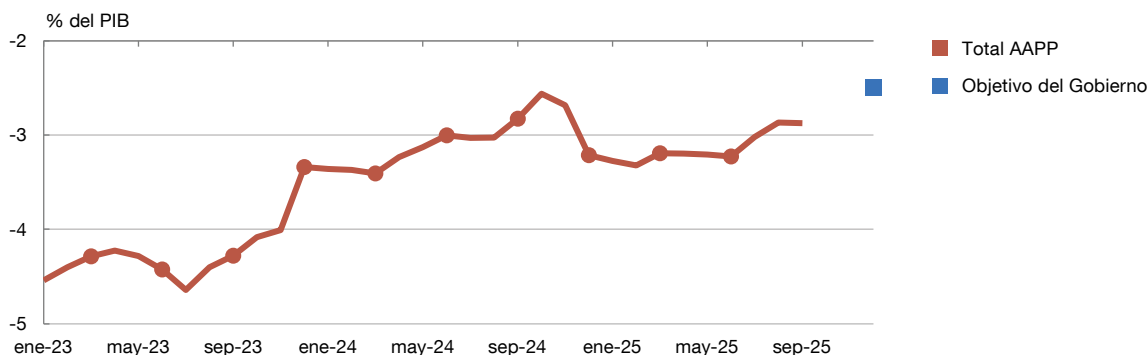


20 La evolución de los ingresos y los gastos públicos hasta septiembre sería coherente con el cumplimiento del objetivo de déficit del Gobierno para 2025

- Hasta septiembre, el déficit de las AAPP acumulado de doce meses se situó en el 2,9 % del PIB, tres décimas menos que a finales de 2024. Esta evolución sería coherente con alcanzar el objetivo del Gobierno del 2,5 % al cierre de 2025, dado el importante volumen de gastos extraordinarios que se acumularon en los últimos meses de 2024 (0,7 pp del PIB, relacionados con las inundaciones de València y con sentencias judiciales)⁶ y que no se prevé que se vayan a producir en igual medida en los últimos meses de 2025 (gráfico 20.a).
- Respecto a los ingresos públicos, continuaron mostrando un fuerte dinamismo en los nueve primeros meses del año (+7 % interanual), derivado del avance de la recaudación impositiva (+8 %) y, especialmente, del incremento de la recaudación del IRPF (10,8 %) y del IVA (9,8 %). Este crecimiento está asociado tanto al dinamismo de la actividad como a diversas medidas relacionadas con la reversión completa de las rebajas transitorias de impuestos introducidas en respuesta a la crisis energética y con la recuperación de los límites a las deducciones en el impuesto sobre sociedades⁷.
- Por su parte, los gastos mostraron un crecimiento notable hasta septiembre (+6 %), si bien inferior al de los ingresos. El aumento es especialmente destacado en los gastos de capital (11,6 %), tanto por la inversión pública como por las ayudas a la inversión y otras transferencias de capital. El consumo público estaría mostrando avances más moderados (3,4 %), aunque estas cifras aún no incluyen el incremento recientemente aprobado del 2,5 % de los sueldos públicos para 2025⁸. Las prestaciones sociales y los intereses pagados mantienen avances significativos, del 6,4 % y el 6 %, respectivamente.

Gráfico 20

20.a Saldo presupuestario de las AAPP (a)



FUENTES: Banco de España, IGAE y propuesta de objetivos de estabilidad del Gobierno (noviembre de 2025).

a Los puntos corresponden a datos del conjunto de las AAPP, que la IGAE solo publica trimestralmente y con mayor retraso. Los datos mensuales restantes se estiman a partir de la información del agregado, excluyendo CCLL.



6 Véase la sección 3.6.1 del *Informe Anual 2024*.

7 La *Ley 7/2024*, de 20 de diciembre, reintroduce los límites a las deducciones en el impuesto sobre sociedades por las bases imponible negativas de años anteriores, incorporadas en el RDL 3/2016 y declaradas nulas en 2024 por defecto de forma. Asimismo, se extiende a 2024 y 2025 la limitación temporal del 50 % a las bases imponible negativas de filiales de grupos introducida en 2023. Por otro lado, esa misma ley introduce un aumento en los tipos impositivos que gravan los productos relacionados con el tabaco y un aumento en la escala de gravamen del ahorro en el IRPF. Finalmente, en 2025 se elevan también las cotizaciones sociales, con la entrada en vigor del recargo de solidaridad, el aumento del Mecanismo de Equidad Intergeneracional y la subida de la base máxima.

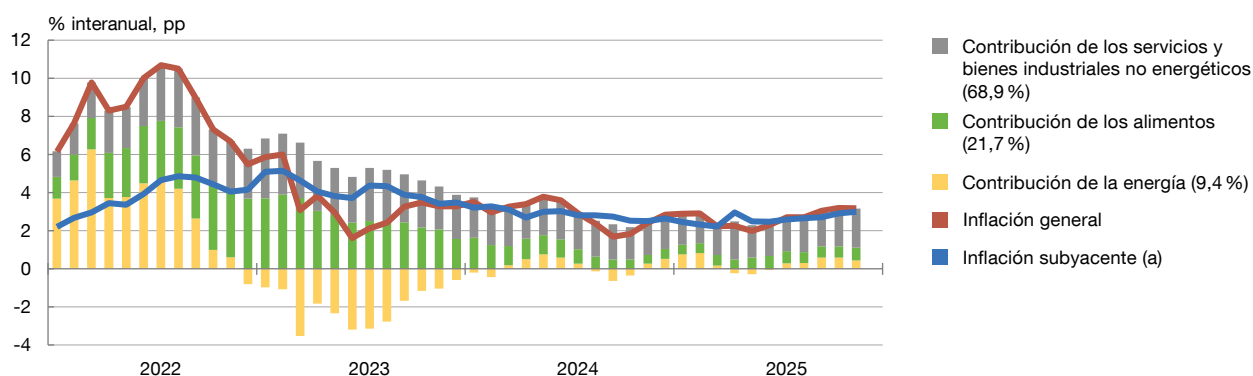
8 Con efectos retroactivos desde enero de 2025 (*RDL 14/2025*). Los detalles del acuerdo salarial plurianual se comentan en la *ficha 30*.

21 La inflación general ha aumentado desde agosto, de manera que el diferencial con la UEM se ha elevado hasta 1,1 pp

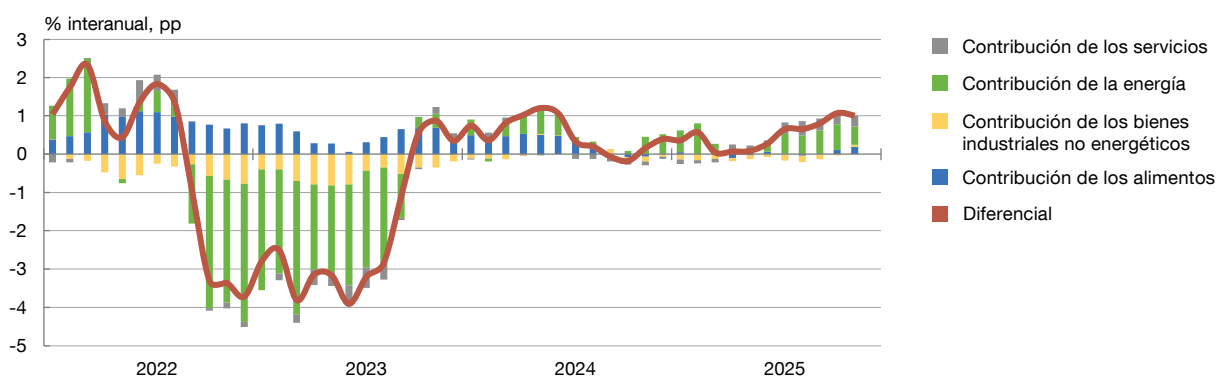
- En España, la inflación general —medida por el IAPC— pasó del 2,7 % en agosto al 3,2 % en noviembre. Esta evolución refleja el repunte de la energía, así como un aumento de la inflación subyacente —IAPC, excluidos energía y alimentos— y del ritmo de crecimiento de los precios alimenticios (gráfico 21.a).
- Desde agosto, se ha elevado el crecimiento interanual de los precios de la energía, desde el 3,2 % hasta el 4,6 % en noviembre, debido a la aceleración de los precios de los combustibles líquidos y los carburantes, mientras que el ritmo de crecimiento de los precios de la electricidad se ha mantenido elevado. Los precios de los alimentos, que habían permanecido en tasas de crecimiento relativamente estables hasta octubre, repuntaron hasta el 3,1 % en noviembre. En los tres últimos meses se ha registrado una aceleración en el avance de los precios de la carne de vacuno, los huevos y las frutas frescas, que se ha visto compensada por la desaceleración del de las hortalizas, al mismo tiempo que el precio del aceite ha aminorado su acusado descenso interanual.
- La aceleración reciente de la inflación en España contrasta con la mayor estabilidad registrada en la UEM, lo que elevó el diferencial de inflación entre ambas áreas hasta en 1,1 pp en noviembre. Ello se explica por el mayor diferencial en la inflación de los alimentos, que ha pasado a tener una contribución positiva, y en la inflación subyacente, mientras que en términos de la energía el diferencial se ha mantenido estable (gráfico 21.b).

Gráfico 21

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



21.b Diferencial de inflación entre España y la UEM: evolución y contribución de los componentes (b)



FUENTES: Eurostat, INE y Banco de España.

a Inflación general, excluidos energía y alimentos. Entre paréntesis, el peso de cada grupo en la inflación general.

b Se calcula como la diferencia entre las contribuciones de cada grupo especial a la tasa interanual de la inflación en España y la UEM.

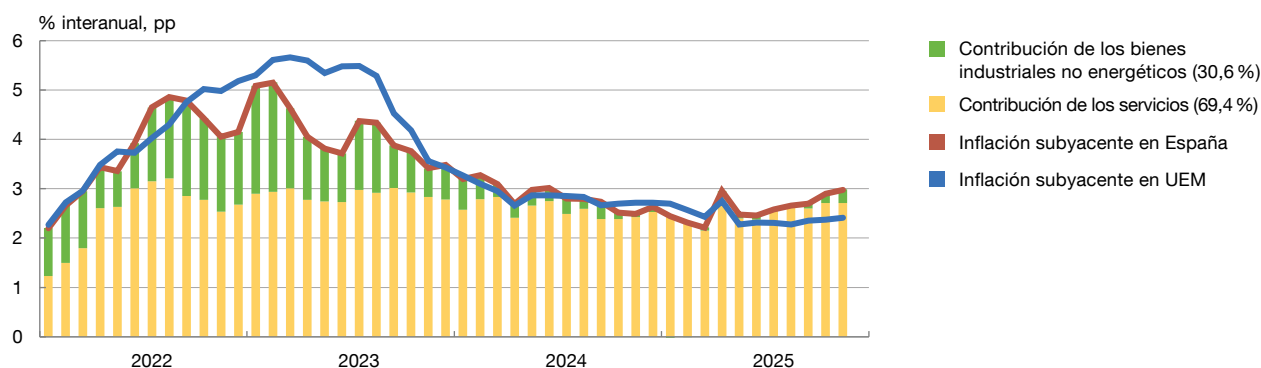


22 La inflación subyacente ha repuntado en los últimos meses, lo que refleja una persistencia mayor que la esperada en la inflación de los servicios

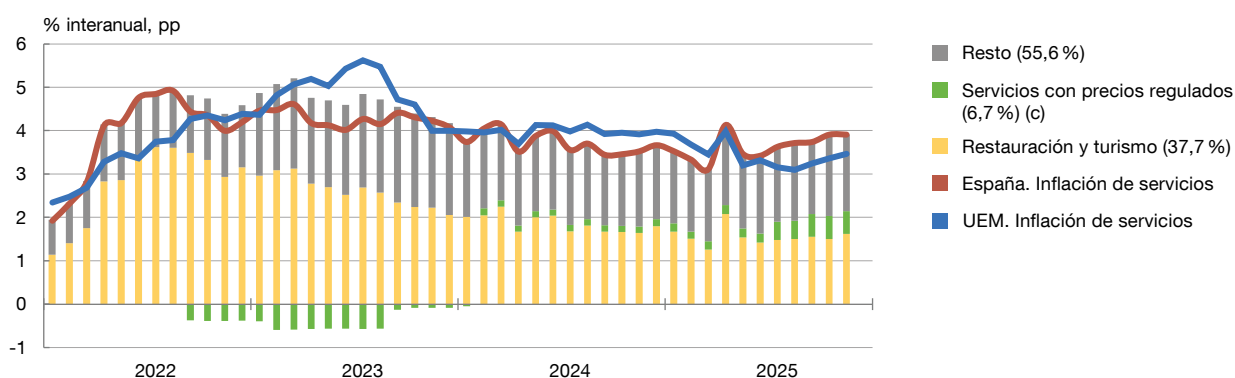
- La inflación subyacente (IAPC, excluidos energía y alimentos) ha aumentado tres décimas desde agosto, hasta el 3 % en noviembre, debido al comportamiento tanto de los servicios como de los bienes industriales no energéticos. Esta evolución contrasta con el aumento más contenido registrado en la UEM (0,1 pp), de modo que el diferencial de la inflación subyacente ha continuado ampliándose, hasta situarse en 0,6 pp en noviembre (gráfico 22.a).
- En España, los precios de los servicios avanzaron hasta el 3,9 % en noviembre (3,7 % en agosto). A la elevada persistencia observada en los precios de los servicios relacionados con la restauración y el turismo, cuya tasa interanual alcanzó el 4,4 % en noviembre (frente al 4 % en la UEM), se ha añadido el repunte de los precios de algunos servicios con precios regulados —como el de recogida de residuos— y de determinados servicios de transporte —pasajeros por tren y carretera— (gráfico 22.b).
- Por su parte, respecto a los precios de los bienes industriales no energéticos, ha aumentado su tasa interanual en los últimos meses (0,9 % en noviembre, 0,7 pp por encima de agosto), si bien mantienen tasas de crecimiento reducidas e inferiores a las de los precios de producción interior.

Gráfico 22

22.a Inflación subyacente en España: evolución y contribución de los componentes (a)



22.b Inflación de los servicios en España: evolución y contribución de los componentes (b)



FUENTES: Eurostat y Banco de España.

a Inflación general, excluidos energía y alimentos. Entre paréntesis, el peso de cada grupo en la inflación subyacente.

b Entre paréntesis, el peso de cada grupo en la inflación de servicios.

c Incluye servicios de recogida de residuos y saneamiento, peajes y parquímetros, transporte de pasajeros por metro, tranvía, autobús y taxi, transporte combinado de pasajeros, educación superior, comedores, tasas administrativas y servicios legales y de contabilidad.

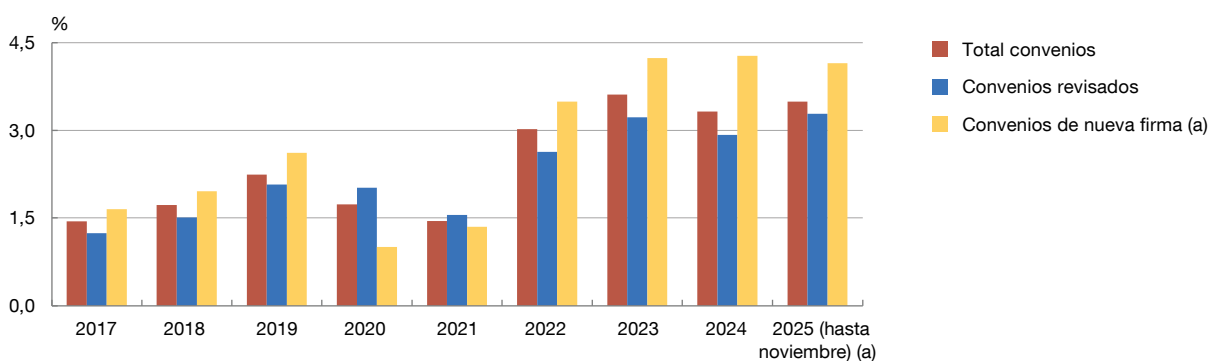


23 Los aumentos salariales negociados hasta octubre de 2025 se mantienen en el 3,5 %, por encima del 3 % acordado en el V Acuerdo para el Empleo y la Negociación Colectiva

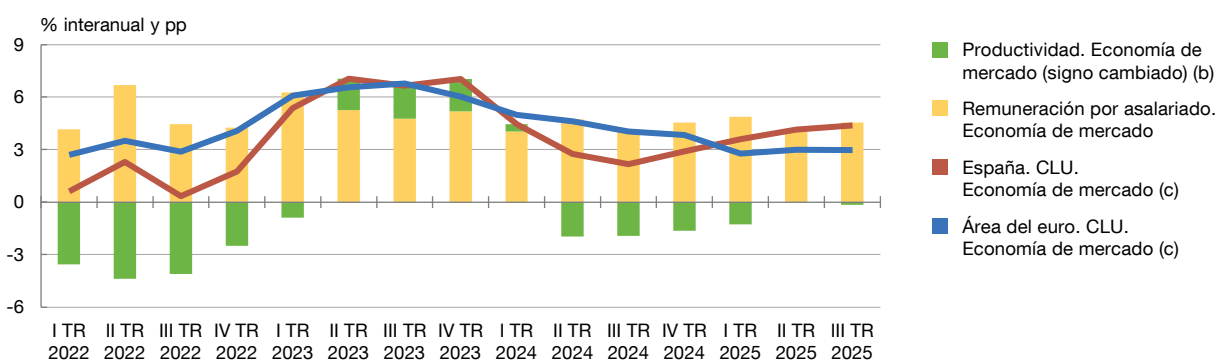
- Con información hasta noviembre, el incremento salarial pactado para 2025 se sitúa en el 3,5 %, por encima del registrado en 2024 (3,3 %) y del acordado en el V AENC, que estableció una referencia general del 3 % para 2025. La mayoría de los asalariados con convenios cerrados para 2025 están sujetos a acuerdos firmados en ejercicios anteriores, que incorporan un aumento salarial medio del 3,3 %. Por su parte, los nuevos convenios suscritos en 2025 recogen un incremento medio del 4,2 % (gráfico 23.a).
- La remuneración por asalariado en la economía de mercado mantuvo tasas de crecimiento elevadas en el tercer trimestre (4,5 %), lo que impulsó el aumento de los costes laborales unitarios (CLU) hasta el 4,4 %, por encima de lo observado en la UEM, en un contexto de estancamiento de la productividad (gráfico 23.b).

Gráfico 23

23.a Incremento salarial pactado



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



FUENTES: Ministerio de Trabajo y Economía Social e INE.

a Los convenios de nueva firma hasta noviembre de 2025 se refieren a 2.285.000 trabajadores (un 24 % 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.

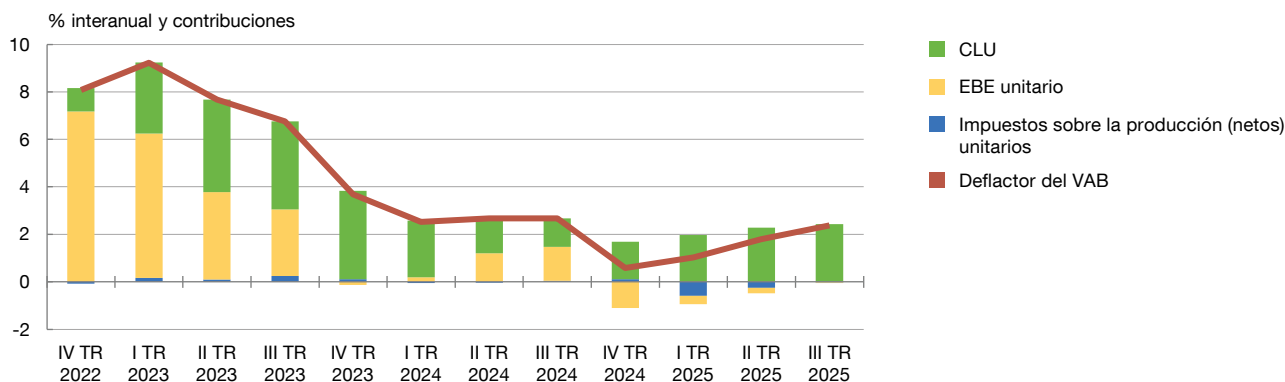


24 La moderación de los excedentes unitarios de las empresas favorece la contención de las presiones inflacionistas internas

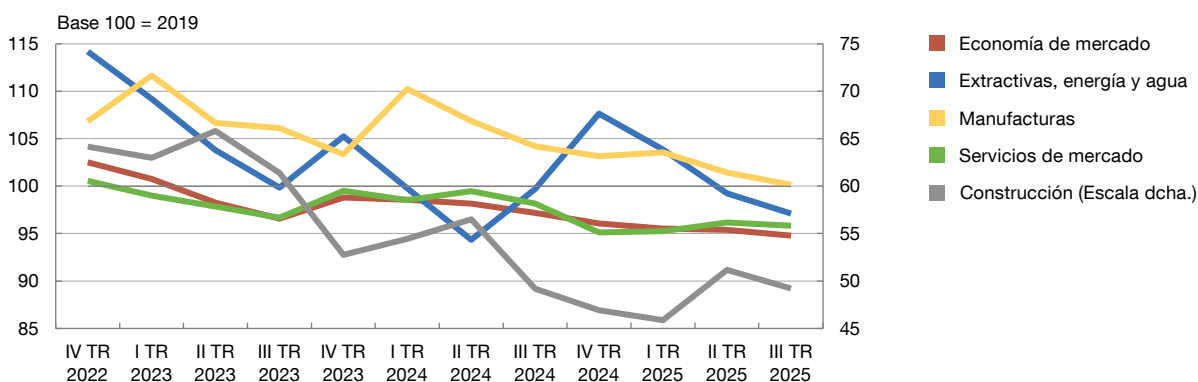
- El deflactor del valor añadido bruto (VAB) de la economía de mercado repuntó 0,6 pp en el tercer trimestre de 2025, hasta el 2,4 %. A ello contribuyó, principalmente, la **aceleración de los CLU**, en un contexto en el que tanto el excedente bruto de explotación (EBE) unitario como los impuestos sobre la producción unitarios registraron una contribución prácticamente nula (gráfico 24.a).
- La aproximación de los márgenes empresariales mediante la ratio entre el EBE y el VAB de la economía de mercado mantuvo una senda de ligera desaceleración (gráfico 24.b), de acuerdo con la CNTR. Esta desaceleración refleja la evolución de la ratio en la mayoría de los sectores.
- Por su parte, con datos hasta el tercer trimestre de 2025, el margen bruto de explotación⁹ se redujo frente a los niveles de 2024, interrumpiendo la senda creciente iniciada en 2023. Pese a ello, se mantuvo por encima de su nivel prepandemia.

Gráfico 24

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



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



FUENTES: Banco de España e INE.



⁹ Definido como la ratio entre el resultado bruto de explotación y las ventas totales y elaborado a partir de la información procedente de la Agencia Tributaria. Para un mayor grado de detalle sobre la interpretación y evolución reciente de distintas medidas alternativas de los márgenes empresariales, véase el [sitio web del Observatorio de Márgenes Empresariales](#).

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

25 Principales supuestos y factores condicionantes del ejercicio de proyecciones

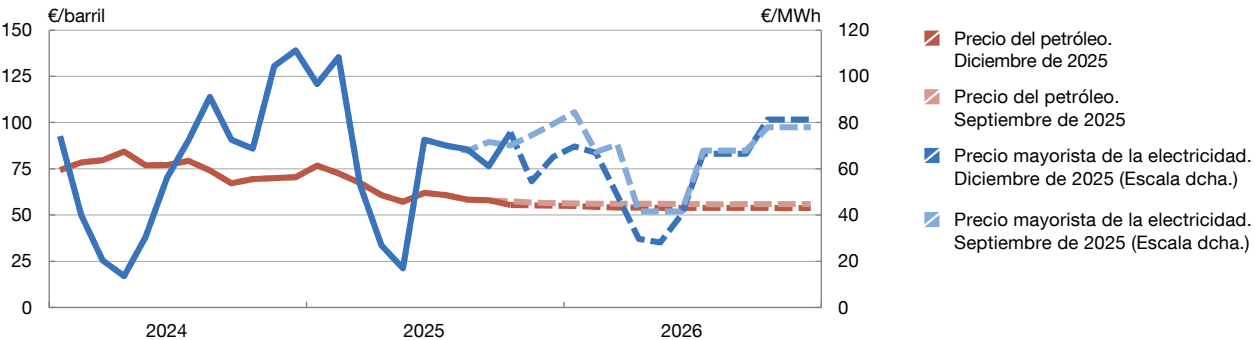
- Este ejercicio de proyecciones se sustenta sobre una serie de supuestos técnicos acerca de la evolución futura de determinadas variables macroeconómicas, financieras y **fiscales**¹⁰. Frente a lo previsto en septiembre, los nuevos supuestos no implican cambios significativos en el escenario de actividad en 2026 y son ligeramente más favorables de cara a 2027, debido a la nueva senda proyectada de los precios de la energía y de los tipos de interés. En concreto:
 - El crecimiento de los mercados de exportación de España en 2025 se revisa al alza en siete décimas, hasta el 3,6 %. Se ha incrementado el crecimiento estimado en el segundo y el tercer trimestre, así como el dinamismo previsto en los últimos meses del año, en un contexto de mejoría del comercio global derivada de una menor incertidumbre comercial y aranceles algo más bajos que los previstos hace tres meses. Estos cambios se trasladan a un mayor crecimiento proyectado de los mercados de exportación en 2026, hasta el 2,2 % —tres décimas más de lo previsto hace tres meses—. En 2027, el ritmo de crecimiento de los mercados de exportación repuntaría hasta el 2,8 %, la misma tasa que la proyectada en septiembre (cuadro 1).
 - La trayectoria esperada para los precios del petróleo en euros se situaría a lo largo del horizonte de proyección por debajo de la contemplada tres meses atrás, de acuerdo con los mercados de futuros (gráfico 25). Los precios mayoristas de la electricidad también serían inferiores, hasta mediados de 2026, a los esperados en septiembre. Cabe destacar que, durante las últimas semanas, el precio del crudo se ha mantenido por debajo del previsto en septiembre, mientras que el precio de la electricidad en el mercado mayorista superó las previsiones al inicio del trimestre, si bien descendió por debajo de ellas en noviembre.
 - El tipo de cambio nominal del euro se encuentra ahora ligeramente más apreciado que en el anterior ejercicio de proyecciones, tanto con respecto al dólar estadounidense como en términos efectivos (cuadro 1).
 - De acuerdo con las expectativas de los mercados financieros, el tipo de interés a corto plazo descendería gradualmente a lo largo de 2025 y 2026 —si bien a un ritmo algo inferior al contemplado en septiembre— y experimentaría un repunte en 2027. El tipo de interés a largo plazo, por su parte, se incrementaría ligeramente a lo largo del horizonte de proyección, aunque su trayectoria ascendente se situaría por debajo de lo anticipado hace tres meses (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 tercer trimestre de 2025, así como la **revisión de las tasas de crecimiento del PIB pasadas (recuadro 1)**, 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 2025¹¹.

10 Con respecto a las **previsiones publicadas el pasado 16 de septiembre**, las actuales incorporan la nueva información conocida desde entonces. Esta incluye, en particular, los datos de avance de la CNTR del tercer trimestre de 2025, los de las CTNFSI del segundo trimestre de 2025 y la Revisión Estadística 2024 de la CNA. La fecha de cierre de la elaboración de supuestos es el 26 de noviembre, excepto los correspondientes a los mercados de exportación, que es el 1 de diciembre, y la fecha de cierre de las proyecciones es el 3 de diciembre.

11 En concreto, el INE revisó al alza las tasas de crecimiento intertrimestral del PIB en el segundo, tercer y cuarto trimestre de 2024 en 0,15, 0,06 y 0,09 pp, respectivamente.

Gráfico 25

25.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

		Proyecciones de diciembre de 2025			Diferencia entre las previsiones actuales y las de septiembre de 2025 (b)		
	2024	2025	2026	2027	2025	2026	2027
Mercados de exportación de España (c)	1,4	3,6	2,2	2,8	0,7	0,3	0,0
Precio del petróleo en dólares/barril (nivel)	81,2	69,2	62,5	62,6	-0,8	-3,5	-3,3
Precio mayorista de la electricidad en €/MWh (nivel)	62,9	64,1	60,5	59,2	-0,9	-1,5	-3,5
Condiciones monetarias y financieras							
Tipo de cambio dólar/euro (nivel)	1,08	1,13	1,16	1,16	0,00	-0,01	-0,01
Tipo de cambio efectivo nominal frente a la zona no euro (d) (nivel 2000 = 100)	116,0	119,5	122,7	122,7	0,1	0,2	0,2
Tipos de interés a corto plazo (euríbor a tres meses; nivel) (e)	3,6	2,2	2,0	2,1	0,0	0,1	0,0
Tipo de interés a largo plazo (rendimiento de los bonos del Tesoro a diez años; nivel) (e)	3,2	3,2	3,3	3,5	-0,1	-0,3	-0,3

FUENTES: Banco de España y BCE.

- a Fecha de cierre de la elaboración de supuestos: 26 de noviembre, excepto los de los mercados de exportación, que es el 1 de diciembre. 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 diciembre de 2025.
- d Una variación porcentual positiva del tipo de cambio efectivo nominal refleja una apreciación del euro.
- e Para el período 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.

26 Se proyecta una senda de desaceleración de la tasa de crecimiento del PIB en los próximos trimestres

- En el tercer trimestre de 2025, el crecimiento intertrimestral del PIB se situó en el 0,6 %, por debajo del ritmo de avance registrado en el segundo trimestre —0,8 %— y en línea con lo anticipado en el [ejercicio de proyecciones del Banco de España de septiembre](#) —entre el 0,6 % y el 0,7 %—. El avance del PIB descansó en el notable dinamismo de la demanda interna y, en particular, del consumo privado y de la inversión. En contraposición, la demanda externa neta contribuyó negativamente al crecimiento del producto.
- En el cuarto trimestre, los [indicadores coyunturales más recientes](#) apuntan a que la economía española mantendrá un ritmo de crecimiento sólido, con una tasa estimada de entre el 0,6 % y el 0,7 %, rango coherente con un crecimiento anual del PIB del 2,9 % en 2025.
- De cara a los próximos años, el escenario central contempla una desaceleración gradual de los ritmos de avance del producto hacia tasas más próximas al crecimiento potencial de la economía española, estimado en el entorno del 2 % al final del horizonte de proyección. En concreto, se prevé que el crecimiento del PIB real se modere desde el 3,5 % registrado en 2024 al 2,9 % en 2025, al 2,2 % en 2026 y al 1,9 % en 2027 (cuadro 2).

Cuadro 2
Proyección de las principales macromagnitudes de la economía española (a)

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

	2024	Proyecciones de diciembre de 2025				Proyecciones de septiembre de 2025		
		2025	2026	2027		2025	2026	2027
PIB	3,5	2,9	2,2	1,9		2,6	1,8	1,7
Consumo privado	3,1	3,4	2,8	1,8		3,1	2,0	1,6
Consumo público	2,9	1,8	1,8	1,9		1,9	1,7	1,6
Formación bruta de capital	4,7	6,0	3,6	2,2		5,0	2,5	2,0
Exportación de bienes y servicios	3,2	3,5	2,0	2,8		3,1	2,3	2,8
Importación de bienes y servicios	2,9	5,8	3,6	2,8		5,0	3,1	2,9
Demanda nacional (contribución al crecimiento)	3,3	3,5	2,7	1,8		3,1	2,0	1,6
Demanda exterior neta (contribución al crecimiento)	0,2	-0,6	-0,5	0,1		-0,5	-0,2	0,1
PIB nominal	6,4	5,5	4,4	4,4		5,3	3,7	3,7
Deflactor del PIB	2,9	2,6	2,2	2,5		2,6	1,9	2,0
IAPC	2,9	2,7	2,1	1,9		2,5	1,7	2,4
IAPC sin energía ni alimentos	2,8	2,6	2,5	2,1		2,4	2,1	1,9
Empleo (personas)	2,3	2,7	2,0	1,4		2,6	1,3	1,0
Empleo (horas)	2,2	1,8	1,8	1,2		1,2	1,4	1,0
Tasa de paro (% de la población activa). Media anual	11,3	10,6	10,0	9,6		10,5	10,2	9,7
Capacidad (+) / necesidad (-) de financiación de la nación (% del PIB)	4,3	3,8	3,3	3,3		3,6	3,5	3,2
Capacidad (+) / necesidad (-) de financiación de las AAPP (% del PIB)	-3,2	-2,5	-2,1	-2,5		-2,5	-2,3	-2,3
Deuda de las AAPP (% del PIB)	101,6	100,6	99,1	98,3		100,7	100,4	100,0

FUENTES: Banco de España e INE.

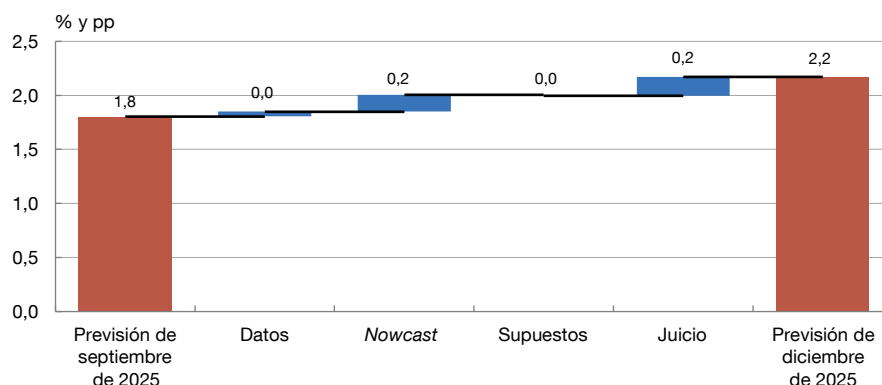
a Fecha de cierre de las proyecciones: 3 de diciembre de 2025. Último dato publicado de la CNTR: avance del tercer trimestre de 2025.

27 Respecto a septiembre, se revisa en tres décimas al alza el ritmo de avance del PIB en 2025, hasta el 2,9 %, cuatro en 2026, hasta el 2,2 %, y en dos décimas en 2027, hasta el 1,9 %

- El cambio en la proyección del crecimiento del PIB en 2025 obedece, fundamentalmente, a la publicación de los **últimos datos de avance de la CNTR**, así como a la revisión de la **CNA (recuadro 1)**, que elevaron la estimación de la actividad con respecto a hace tres meses, especialmente en lo relativo a la dinámica durante 2024.
- En lo que se refiere a 2026, el mayor incremento de la actividad previsto ahora en comparación con el ejercicio de septiembre es el resultado de la confluencia de varios factores (gráfico 27):
 - En primer lugar, los citados datos de avance de la CNTR, que muestran un vigor de la actividad durante los últimos trimestres superior al estimado inicialmente, junto con la nueva previsión del ritmo de expansión del producto en el último trimestre de 2025, implicarían, de manera mecánica, un incremento de la tasa de crecimiento anual del PIB en 2026 de 0,2 pp.
 - En segundo lugar, la revisión de los **supuestos técnicos** en el presente ejercicio es poco significativa y, por tanto, no afecta de manera apreciable a la tasa de crecimiento del PIB prevista para 2026.
 - En tercer lugar, la proyección mecánica que arroja el modelo de previsiones a partir de los nuevos datos y supuestos, sumada al cambio en el juicio de los analistas con respecto a septiembre, añadiría dos décimas al ritmo de expansión de la actividad en 2026. Esta valoración más favorable se sustenta en tres factores: i) la fortaleza adicional del consumo privado, derivada del mayor dinamismo esperado tanto de las rentas laborales —consecuencia del empleo y los salarios— como del crédito al consumo; ii) el notable desempeño de las exportaciones de servicios no turísticos, que han alcanzado máximos históricos en los últimos meses hasta registrar crecimientos por encima de lo esperado, y iii) una menor elasticidad de las importaciones a la demanda final, debido al menor contenido importador de las exportaciones de servicios.
- Para 2027, la revisión al alza de la tasa de crecimiento del PIB, de dos décimas, se explica por la mencionada valoración más favorable del sector exterior incorporada en 2026, que se prolongaría al año siguiente, y por los menores precios de la energía asumidos en el actual ejercicio de previsiones.

Gráfico 27

27.a Cambios en la previsión de crecimiento del PIB en 2026



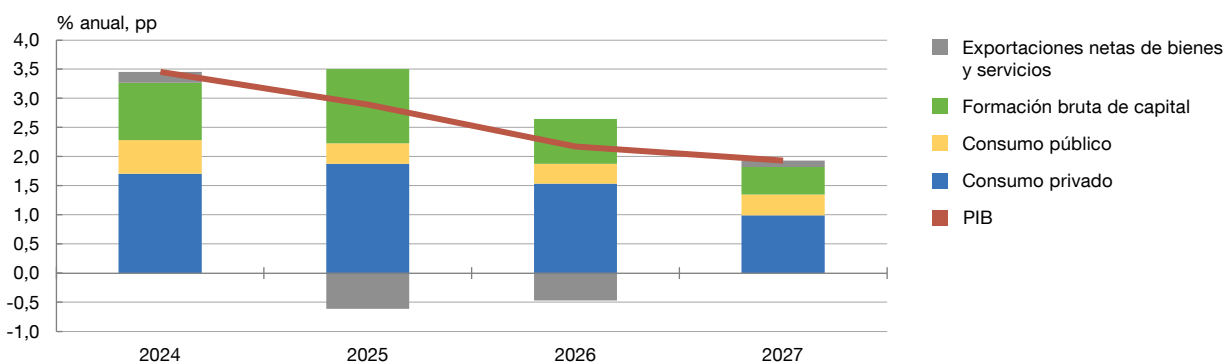
FUENTE: Banco de España.

28 El consumo y la inversión serán los principales soportes del crecimiento a lo largo del horizonte de proyección

- De acuerdo con estas proyecciones, la expansión del producto en el período 2025-2027 descansaría en la demanda interna, si bien su ritmo de avance se espera que se desacelere (gráfico 28). En particular:
 - El consumo privado sería el componente con mayor aportación al crecimiento, impulsado por la renta disponible de los hogares, el empleo y los flujos migratorios. No obstante, se anticipa una desaceleración gradual del consumo a lo largo del horizonte de proyección, en línea con la ralentización esperada de dichos factores y en un contexto en el que la tasa de ahorro, aunque se reduciría en los próximos años, se mantendría por encima de su promedio histórico.
 - La formación bruta de capital mantendría un crecimiento robusto en los próximos trimestres, estimulada por el despliegue de los fondos NGEU, unas condiciones de financiación favorables, el dinamismo de la construcción y la adquisición de activos intangibles. En cualquier caso, su aportación al crecimiento se ralentizaría a lo largo del horizonte de proyección, en un contexto de desaceleración de la actividad.
 - La aportación del consumo público al aumento de la actividad se mantendría prácticamente constante en los próximos años, en consonancia con el supuesto de crecimiento tendencial del gasto público.
- La contribución de la demanda exterior neta al crecimiento del PIB sería negativa en 2025 y 2026 y ligeramente positiva en 2027 (gráfico 28). En concreto:
 - Por el lado de las exportaciones, se contempla una gradual desaceleración de las llegadas de turistas internacionales y de las exportaciones de servicios no turísticos, acorde con la evolución reciente y la expectativa de que estas partidas normalicen sus tasas de variación tras el auge registrado desde la pandemia. Las exportaciones de bienes, por su parte, experimentarían un crecimiento débil en 2025 y se recuperarían después, siguiendo un patrón de convergencia a la **evolución esperada de los mercados exteriores**.
 - Las importaciones de bienes y servicios registrarían un notable dinamismo en 2025, impulsadas por la marcada fortaleza reciente, para desacelerarse en 2026 y 2027, en línea con las perspectivas para la inversión y las exportaciones de bienes, así como por una cierta moderación de su respuesta al aumento de la demanda final, derivada del mayor peso de las exportaciones de servicios, cuyo contenido importador es, con respecto a otros componentes de la demanda, algo inferior.

Gráfico 28

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



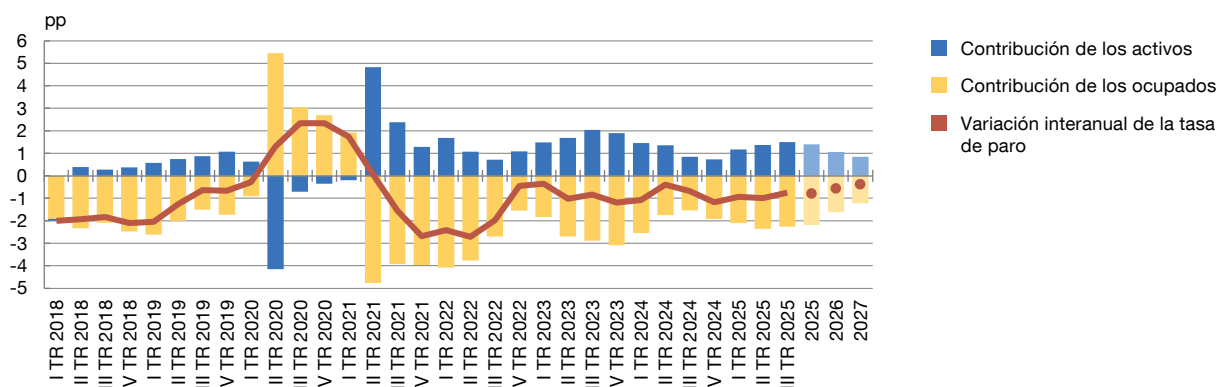
FUENTES: Banco de España e INE.

29 En un contexto de desaceleración de la actividad, los ritmos de creación de empleo y de reducción de la tasa de paro se ralentizarán a lo largo del horizonte de proyección

- El ritmo de avance de la creación de empleo 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 2,7 %, este se ralentizará en 2026 y 2027, hasta tasas del 2 % y del 1,4 %, respectivamente. En todo caso, estas perspectivas implican un mayor dinamismo de la creación de empleo a lo largo del horizonte de previsión respecto al anterior ejercicio de proyecciones (cuadro 2).
- Esta evolución del empleo, con tasas de crecimiento ligeramente inferiores a las del PIB, es coherente con una cierta atonía en la productividad por ocupado. En particular, se proyecta que la fuerte desaceleración que ha experimentado esta variable en los últimos trimestres se prolongará a principios de 2026, para después repuntar y estabilizarse en tasas de en torno al 0,5 % en 2027, en línea con su promedio histórico. El crecimiento de la productividad por hora trabajada sería ligeramente superior, en un contexto de ligera caída de las horas por trabajador, habitual en las fases expansivas del ciclo.
- La tasa de paro, por su parte, moderaría su ritmo de caída en el horizonte de proyección con respecto a lo observado en los últimos años, de modo que se reduciría 0,8 pp, 0,6 pp y 0,4 pp en 2025, 2026 y 2027, respectivamente, alcanzando en este último año un registro del 9,6% (gráfico 29). Esta evolución obedece tanto a la desaceleración prevista en la creación de empleo como al incremento de la población activa, impulsada por un aumento de la participación laboral de los trabajadores de mayor edad y por una notable fortaleza demográfica —derivada de la entrada de inmigrantes—, que, no obstante, se iría moderando en los próximos años.

Gráfico 29

29.a Tasa de paro (variación interanual y contribución de los ocupados y los activos)



FUENTES: Banco de España e INE.

30 La previsión de déficit de las AAPP se revisa al alza para 2027, debido, sobre todo, a los aumentos pactados recientemente en las retribuciones salariales del sector público

- Las modificaciones de los supuestos relativos a la política presupuestaria en el horizonte de proyección con respecto al ejercicio anterior son reducidas. La novedad más relevante es el reciente acuerdo salarial plurianual alcanzado entre el Gobierno y algunos sindicatos de los empleados públicos, que incorpora un incremento del 2,5 % en 2025, del 1,5 % en 2026 (con un 0,5 % adicional condicionado a que la inflación en 2026 sea del 1,5 % o superior), del 4,5 % en 2027 y del 2 % en 2028¹². Frente al anterior ejercicio de proyecciones —que contemplaba un supuesto de aumento inercial del 2 % en todos los años—, el nuevo acuerdo supone un mayor gasto: de 0,05 pp del PIB en 2025, 0 pp en 2026 y 0,37 pp en 2027.
- Las proyecciones fiscales incorporan solo las medidas aprobadas o anunciadas con suficiente grado de detalle y elevada probabilidad de aprobación, como es el caso de las subidas salariales acordadas para 2025-2027. En el resto se asume una evolución en línea con el crecimiento potencial nominal para las variables sujetas a mayor discrecionalidad y un comportamiento acorde con sus determinantes habituales para las demás variables —ingresos públicos, pensiones, intereses, etc.—. Como resultado de ello, para 2025-2027 se estima que los ingresos públicos (excluidos los fondos NGEU)¹³ continuarían ganando peso en porcentaje del PIB, debido principalmente a la no deflactación de las tarifas del IRPF y a las medidas de aumento de cotizaciones sociales. Sin embargo, esto se compensaría totalmente con mayores gastos en pensiones, remuneración de asalariados, pagos por intereses e inversión pública —incluido el gasto en defensa—.
- En términos del crecimiento del gasto neto computable¹⁴, las actuales proyecciones implican lo siguiente:
 - En 2025 y 2026, el crecimiento del gasto neto podría situarse por encima del contemplado en el Plan Fiscal y Estructural de Medio Plazo. No obstante, en términos acumulados desde 2023, tanto en 2025 como en 2026 dicho crecimiento podría estar todavía dentro del margen de flexibilidad que permiten las nuevas reglas europeas.
 - No obstante, a partir de 2027 el impacto de la concentración de la subida de sueldo de los empleados públicos en ese año, unido al resto de las partidas que impulsan al alza el gasto y al agotamiento del margen de desviación permitido por las nuevas reglas europeas, se traduciría en una desviación de la senda comprometida¹⁵.
- En conjunto, la senda esperada de déficit de las AAPP varía poco en los años 2025 y 2026 con respecto a las previsiones anteriores (2,5 % y 2,1 %, respectivamente), pero se revisa significativamente al alza a partir de 2027, cuando el déficit alcanzaría el 2,5 % del PIB¹⁶.
- Finalmente, las previsiones para la ratio de deuda sobre PIB se revisan a la baja, debido al mayor crecimiento del PIB nominal. Así, tras cerrar 2025 en torno al 100,6 % —un punto porcentual menos que el año anterior—, se espera que esta ratio continúe disminuyendo, hasta llegar al 98,3 % aproximadamente en 2027.

12 De acuerdo con la previsión de inflación del Banco de España para 2026, se cumplirá la condición para la remuneración adicional del 0,5 % en dicho año, con lo que el aumento total acumulado sería de 11 pp. No obstante, este incremento adicional solo se abonaría a comienzos de 2027, con efectos desde el 1 de enero de 2026. Esto significa que en 2027 se abonaría el aumento del 4,5 % más un 0,5 % adicional más la retribución adicional correspondiente a todo el año 2026. En total, ese año los salarios públicos se incrementarían en un 5,5 % con respecto al importe abonado el año anterior.

13 En relación con el NGEU, se continúan asumiendo unos ingresos ligados a dicho programa próximos al 1 % del PIB en 2025 y 2026, que irían moderándose en los años posteriores, sin cambios respecto al anterior ejercicio de proyecciones.

14 El concepto de gasto neto al que se refiere el nuevo marco de reglas fiscales europeas excluye, además del gasto por intereses, el financiado o cofinanciado con recursos europeos, el gasto cíclico por desempleo y los gastos extraordinarios. Del incremento del gasto resultante se resta el aumento de ingresos por medidas discrecionales.

15 Esta valoración coincide con la realizada por la AIReF en su *Informe sobre los proyectos y líneas fundamentales de los presupuestos de las Administraciones públicas para 2026* e implicaría la necesidad de acometer ajustes adicionales para cumplir con el marco fiscal europeo.

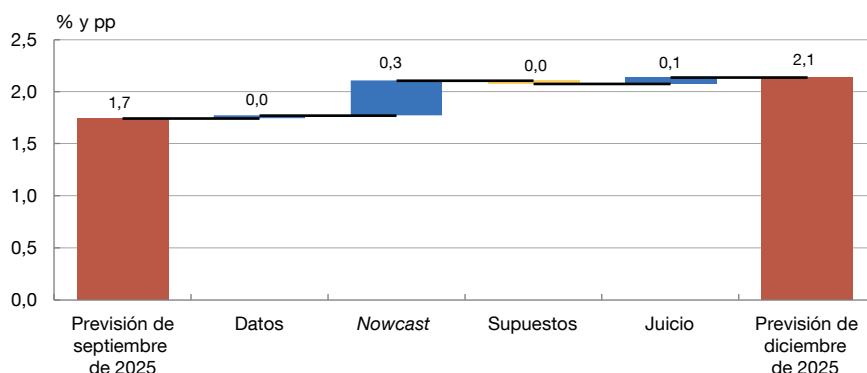
16 Estas proyecciones también se ven afectadas por los gastos relacionados con la DANA de octubre de 2024 —equivalentes al 0,2 % del PIB en 2025 y al 0,1 % en 2026— y por las revisiones en la evolución de la actividad que contempla el actual ejercicio de proyecciones.

31 Se revisan al alza las tasas de inflación general para 2025 y 2026 (en dos y cuatro décimas, hasta el 2,7 % y el 2,1 %, respectivamente) y a la baja para 2027 (en cinco décimas, hasta el 1,9 %)

- En comparación con el ejercicio de proyecciones de septiembre, la mayor inflación general prevista para 2025 es el resultado de la **trayectoria de los precios observada recientemente**, que se ha situado por encima de lo previsto.
- Por su parte, la inflación de 2026 se modifica al alza en cuatro décimas, del 1,7% al 2,1% (gráfico 31), como resultado de los siguientes factores:
 - En primer lugar, la nueva información registrada desde el ejercicio de proyecciones de septiembre y la nueva previsión de la inflación en el último trimestre de este año implican, de manera mecánica, un incremento de la tasa de inflación promedio de tres décimas en 2026.
 - En segundo lugar, la incorporación de los nuevos **supuestos técnicos** no tiene un efecto neto apreciable sobre la tasa de inflación del próximo año. En particular, si bien la trayectoria esperada de los precios energéticos para los próximos meses, según lo reflejado en los mercados de futuros, minoraría la tasa de inflación, existen otros elementos con un efecto alcista sobre esta —tales como unos tipos de interés algo inferiores a lo previsto en septiembre—, que compensan dicho efecto a la baja.
 - En tercer lugar, la incorporación al modelo de previsión de la evolución macroeconómica reciente, caracterizada por la fortaleza del consumo privado y el **dinamismo de los salarios**, y de los nuevos supuestos, unido al juicio de los analistas, añadiría, en conjunto, una décima a la tasa de inflación promedio de 2026. Cabe reseñar que el juicio incorporado en el ejercicio de previsiones refleja, en consonancia con la **evolución observada durante los últimos trimestres**, una traslación parcial del aumento de los costes laborales unitarios a la inflación subyacente, que se mitigaría parcialmente por la contención de los márgenes empresariales que se asume.
- La tasa de inflación general prevista para 2027, por su parte, se reduce en cinco décimas, hasta el 1,9 %, con respecto a lo contemplado tres meses atrás. Esta revisión obedece principalmente al retraso de un año en la implementación del nuevo sistema de derechos de emisión (ETS2), cuya entrada en vigor, inicialmente prevista para 2027, se postergará previsiblemente a 2028, tras el **acuerdo alcanzado en el Consejo Europeo**.

Gráfico 31

31.a Cambios en la previsión de inflación en 2026



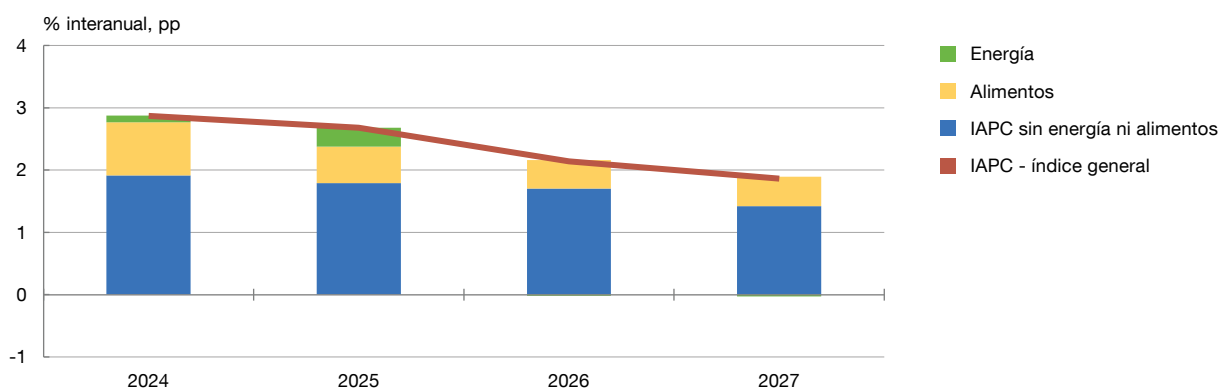
FUENTE: Banco de España.

32 Se espera que la inflación general inicie una senda descendente hacia tasas cercanas al 2 %

- Tras el **repunte de la inflación general registrado entre agosto y noviembre**, se prevé que la inflación media anual se situará en el 2,7 % en 2025, 0,2 pp menos que en 2024. En los dos próximos años, se espera que la inflación prolongue esta senda de descenso gradual, de modo que registraría un 2,1 % en el promedio del año 2026 y un 1,9 % en 2027 (gráfico 32).
- El comportamiento de los principales componentes de la inflación irá variando a lo largo del horizonte de proyección; en particular (gráfico 32):
 - Los precios energéticos incrementarían su contribución a la inflación general en 2025, debido al encarecimiento de la electricidad y del gas observado a lo largo de este año, compensado parcialmente por el descenso de los precios de los carburantes. En conjunto, el ritmo de variación del componente energético se aceleraría: del 0,9 % en 2024 al 3,2 % en 2025, moderándose después hasta tasas de en torno al 0 % en 2026 y 2027, reflejo de las dinámicas de los precios de las materias primas energéticas proyectados por los mercados de futuros.
 - Los precios de los alimentos reducirían en 0,9 pp su crecimiento medio anual entre 2024 y 2025, hasta el 2,7 %. No obstante, la desaceleración mostrada durante este año se moderaría en los próximos trimestres, de modo que la inflación del componente alimenticio convergería hacia tasas algo por encima del 2 % en 2026 y 2027. Estas previsiones estarían en línea con el comportamiento que vienen mostrando los precios de producción y de importación de los alimentos, así como con el que los mercados de futuros proyectan para los precios de las materias primas alimenticias.
 - La inflación subyacente, por su parte, **reduciría su contribución a la inflación general** en 2025 en comparación con el año anterior, prolongando su senda de ralentización a lo largo del horizonte de proyección. Esta trayectoria se sustentaría en la esperada desaceleración del componente de servicios y en la contención de los precios de los bienes industriales no energéticos, como se analiza con mayor detalle a continuación.

Gráfico 32

32.a Contribuciones al crecimiento del IAPC, por componentes



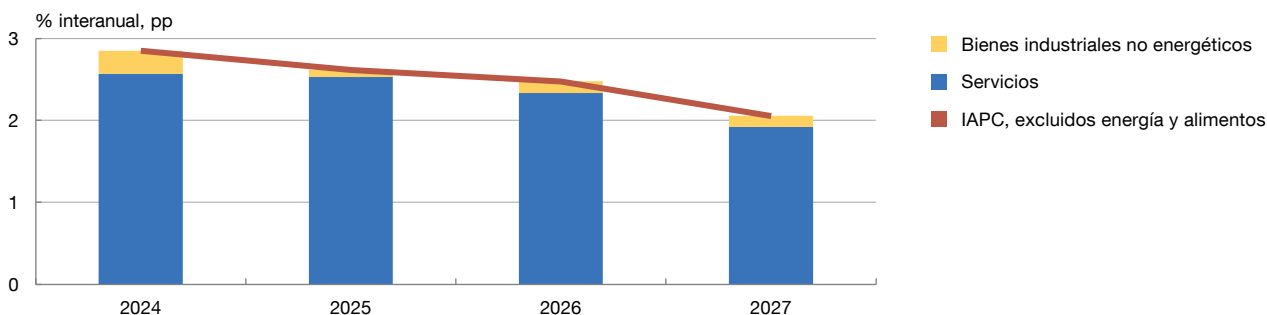
FUENTES: INE y Banco de España.

33 La inflación subyacente se moderaría a lo largo de 2026 y tendería hacia tasas de en torno al 2 %

- Tras el **repunte registrado en la inflación subyacente** —IAPC, excluidos energía y alimentos— entre agosto y noviembre, se prevé que la inflación subyacente permanecerá estable hasta finales de este año, antes de repuntar moderadamente a comienzos de 2026, como consecuencia de la eliminación de los descuentos al transporte público aún vigentes.
- De esta forma, la inflación subyacente promedio descendería dos décimas entre 2024 y 2025, hasta el 2,6 %, y otra décima adicional en 2026. En 2027 se proyecta una desaceleración más acusada, hacia registros de en torno al 2 %, en un contexto de ralentización de la actividad y menores presiones salariales (gráfico 33). Por componentes, cabe destacar lo siguiente:
 - La persistencia observada en la inflación de los servicios se prolongaría en los primeros meses de 2026, iniciándose posteriormente 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 alcanzaría el 3,3 % en 2026, 0,3 pp menos que en 2025. Posteriormente, la trayectoria descendente proyectada llevaría a estabilizar el ritmo de crecimiento de estos precios por debajo del 3 % en 2027.
 - 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 —ligeramente superiores al 0 %—, en consonancia con la senda esperada de los precios de producción interior y de importaciones de este tipo de bienes.

Gráfico 33

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



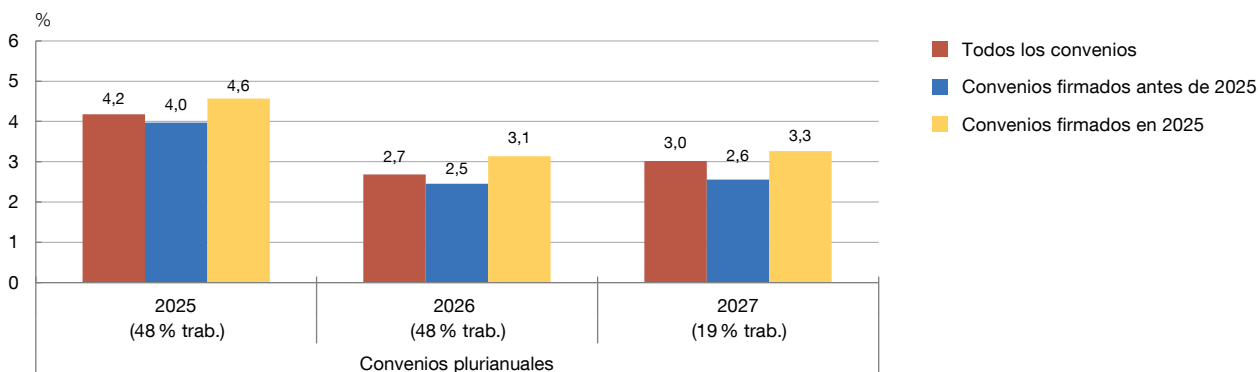
FUENTES: INE y Banco de España.

34 Los incrementos salariales pactados en los convenios colectivos plurianuales apuntan a un crecimiento de la remuneración por asalariado mayor que el contemplado en el anterior ejercicio de proyecciones, si bien estos son coherentes con la senda de moderación prevista

- De acuerdo con la información procedente de los convenios plurianuales —que afectan al 48 % de los asalariados cubiertos por la negociación colectiva—, el aumento salarial pactado sería del 4,2 % en 2025 —**en línea con el total de convenios de nueva firma**— y del 2,7 % en 2026¹⁷. Atendiendo únicamente a los nuevos convenios plurianuales firmados en 2025, los incrementos salariales serían algo superiores, del 4,6 % y el 3,1 % para 2025 y 2026, respectivamente. En cuanto a 2027, con información disponible solo para el 19 % de los trabajadores, el incremento salarial pactado sería, en promedio, del 3 % —del 2,6 % en el caso de los convenios firmados antes de 2025 y del 3,3 % en los firmados en 2025— (gráfico 34).
- A la luz de esta evolución de la negociación colectiva, los nuevos acuerdos que se negocien en 2026 y 2027 podrían contemplar incrementos salariales para estos dos años algo superiores a los recogidos en los convenios ya firmados, máxime en un contexto en el que los **aumentos recientemente pactados en las retribuciones del sector público** —especialmente significativos en 2027— pueden ejercer un cierto efecto arrastre sobre los salarios privados.
- Teniendo en cuenta esta información —y manteniendo un supuesto de cierta moderación en la deriva salarial, en línea con la tendencia observada en los últimos trimestres—, se prevé que la remuneración por asalariado crecerá por encima de lo contemplado en el ejercicio de proyecciones de septiembre. En todo caso, se mantiene la senda de moderación de la remuneración por asalariado, desde el crecimiento del 4,6 % registrado en 2024 hasta tasas de en torno al 3 % al final del horizonte de proyección.

Gráfico 34

34.a Incremento salarial pactado



FUENTES: Ministerio de Trabajo y Economía Social y Banco de España.

17 La información sobre los salarios pactados en los convenios plurianuales se obtiene a partir de la lectura, mediante técnicas de *web scraping*, de los 150 mayores convenios registrados en la página del Ministerio de Trabajo y Economía Social. En el ejercicio de proyecciones de septiembre no se disponía de esta información procesada.

35 Estas proyecciones se encuentran sujetas a una notable incertidumbre, que se evalúa a partir de distintos enfoques complementarios

- Los ejercicios de previsión sobre la trayectoria futura de la actividad económica están sujetos, por su propia naturaleza, a un grado de incertidumbre elevado, debido a la dificultad de anticipar la naturaleza, la magnitud y el efecto de los *shocks* futuros que pueden determinar el devenir de la economía, así como de la propia evolución futura de los agregados macroeconómicos en respuesta a dichos *shocks*. De este modo, conviene que las proyecciones presentadas en este documento —articuladas sobre un escenario central, considerado el más probable— se complementen con un análisis exhaustivo del grado de incertidumbre en torno a ese escenario. Este ejercicio incluye algunas reflexiones sobre los factores que podrían determinar una trayectoria de la actividad distinta a la prevista en el escenario central.
- En un esfuerzo por arrojar transparencia y robustez a este tipo de ejercicios, este análisis de la incertidumbre en torno al escenario central se fundamenta en diversos enfoques complementarios.
 - En primer lugar, se considera un enfoque estadístico de la medición de la incertidumbre a través de la construcción de la distribución de las posibles trayectorias del PIB y de la inflación alrededor del escenario central. Esta distribución de posibles tasas de crecimiento de PIB y de precios se elabora a partir de los errores de previsión observados históricamente. Intuitivamente, dichos errores de predicción aproximan factores exógenos o *shocks* pasados y se utilizan como potenciales referencias para *shocks* futuros que generarían desviaciones respecto al escenario central.
 - En segundo lugar, la caracterización de la incertidumbre es cualitativa, y para ello se lleva a cabo una encuesta sobre la valoración de los riesgos asociados al escenario central, cumplimentada por los economistas del Banco de España que participan en el ejercicio de previsión. En este sentido, bajo esta aproximación, se presentan una descripción y un análisis —cualitativo— de los principales factores externos e internos de la economía española que, a juicio de los economistas, podrían condicionar su evolución futura en relación con el escenario base.
 - En tercer lugar, teniendo en cuenta los factores que conforman las principales fuentes de incertidumbre, se elaboran «escenarios alternativos» al escenario central, es decir, escenarios posibles, aunque no considerados como más probables. Estos escenarios, por tanto, se elaboran sobre la base de sendas y supuestos distintos a los contemplados en el escenario central y enfatizan variaciones en aquellas variables económicas cuya evolución futura está sujeta a un menor grado de certeza. Estos escenarios se construyen con carácter tentativo y orientativo, y su objetivo constituye un elemento adicional que refleja el carácter contingente asociado a cualquier ejercicio de predicción económica.
- El **recuadro 3** ofrece una discusión pormenorizada de los diferentes enfoques considerados para evaluar la incertidumbre que rodea al actual ejercicio de proyecciones y presenta tres escenarios alternativos que complementan el escenario central presentado en este documento.
- La consideración conjunta de los resultados de los distintos enfoques sugiere que los riesgos en torno al escenario central de actividad económica de estas proyecciones se mantienen equilibrados a corto plazo, mientras que están sujetos a un cierto riesgo a la baja a medio plazo. Por su parte, los riesgos asociados a la inflación parecen situarse al alza a lo largo de todo el horizonte de proyección.

Recuadro 1

LAS REVISIONES DE LA CONTABILIDAD NACIONAL

El pasado 19 de septiembre, el Instituto Nacional de Estadística (INE) dio a conocer las revisiones de las series anuales de la Contabilidad Nacional Anual (CNA) referidas al período 2022-2024. A continuación, el 26 de septiembre, se publicaron los datos de la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR), y el 30 de septiembre, los de las Cuentas Trimestrales No Financieras de los Sectores Institucionales (CTNFSI) hasta el segundo trimestre de 2025, coherentes con las nuevas series anuales de la CNA. La diseminación de esta información se produjo con posterioridad a la fecha de publicación del anterior ejercicio de proyecciones, por lo que no pudo incluirse en él. El objetivo de este recuadro es ofrecer una panorámica de las principales revisiones y valorar sus implicaciones para el actual ejercicio de proyecciones¹.

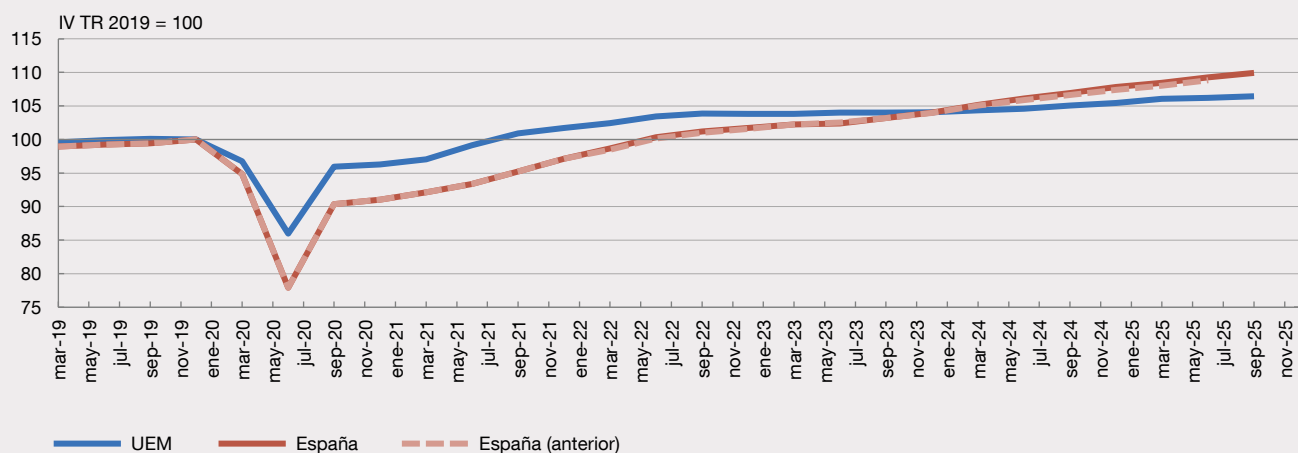
En primer lugar, los nuevos datos implican un crecimiento del PIB desde 2019 ligeramente superior al observado anteriormente (gráfico 1). En concreto, el crecimiento acumulado del PIB entre 2019 y el segundo trimestre de 2025 se sitúa en el 9,3 %, frente al 8,8 % estimado anteriormente. Esta revisión se debe, principalmente, al mayor crecimiento de los años 2022 y 2024 (+0,2 puntos porcentuales —pp— y +0,3 pp, respectivamente) y a la

revisión ligeramente a la baja de 2023 (–0,2 pp). De acuerdo con los datos revisados, el crecimiento de la economía española a lo largo de este período ha superado el crecimiento medio de la Unión Económica y Monetaria (UEM) (6,2 %)².

En segundo lugar, por el lado de la demanda, destaca la revisión al alza de la inversión empresarial y la inversión en activos intangibles (cuadro 1). En concreto, la formación bruta de capital fijo (FBCF) pasa de crecer un 6,8 % entre 2019 y el segundo trimestre de 2025 a crecer un 11,5 %, debido principalmente a la revisión al alza de la inversión en activos intangibles (del 17 % al 37,5 %) y de las otras construcciones (del –0,5 % al 9,9 %)³. Por su parte, el crecimiento del consumo público real en ese período se revisa levemente a la baja y pasa del 18,4 % al 16,9 %, sobre todo por la revisión al alza del deflactor del consumo público. Finalmente, las contribuciones del consumo privado y de la demanda exterior neta se han revisado al alza y a la baja, respectivamente, si bien la magnitud de dichas revisiones es muy reducida.

En tercer lugar, por el lado de la oferta, destaca la revisión a la baja del crecimiento del valor añadido bruto (VAB) de

Gráfico 1
PIB. Niveles



FUENTES: Eurostat e Instituto Nacional de Estadística.

- 1 El punto de partida del actual ejercicio de proyecciones también se ve afectado por la publicación de la CNTR referida al tercer trimestre de 2025, que se analiza en la [ficha 9](#).
- 2 En términos per cápita, el crecimiento acumulado se sitúa en el 4,8 % en el caso de España y en el 4,3 % en el caso de la UEM.
- 3 Desde la perspectiva de los sectores institucionales, la inversión pública sigue siendo el componente que ha mostrado un mayor dinamismo a lo largo del período, con un crecimiento del 47,3 %, frente a los crecimientos del 5,8 % y del 8,2 % de la vivienda y de la inversión productiva privada, respectivamente (cuadro 1).

Recuadro 1

LAS REVISIONES DE LA CONTABILIDAD NACIONAL (cont.)

la industria manufacturera (cuadro 2). En particular, el crecimiento entre 2019 y el segundo trimestre de 2025 del VAB manufacturero pasa del 12,2 % al 9,4 %. No obstante, esta revisión se ve más que compensada por la

revisión al alza del VAB de la construcción (desde el -0,7 % hasta el 1,5 %) y de las ramas relacionadas con los servicios de mercado. Más concretamente, el crecimiento del VAB de los servicios de información y comunicaciones,

Cuadro 1

PIB y componentes de la demanda

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

	2022			2023			2024			Acumulado IV TR 2019- II TR 2025			Acumulado IV TR 2019- II TR 2025 (Contribuciones al crecimiento)		
	Nuevo	Antiguo	Dif.	Nuevo	Antiguo	Dif.	Nuevo	Antiguo	Dif.	Nuevo	Antiguo	Dif.	Nuevo	Antiguo	Dif.
PIB	6,4	6,2	0,2	2,5	2,7	-0,2	3,5	3,2	0,3	9,3	8,8	0,4	9,3	8,8	0,4
Consumo privado	4,9	4,8	0,1	1,8	1,8	0,0	3,1	2,9	0,2	5,1	5,0	0,1	2,9	2,8	0,1
Consumo público	0,8	0,6	0,2	4,5	5,2	-0,7	2,9	4,1	-1,2	16,9	18,4	-1,5	3,1	3,4	-0,3
Formación bruta de capital	5,4	4,8	0,7	-1,4	-1,6	0,2	4,7	1,9	2,8	12,3	8,4	3,9	2,6	1,7	0,8
FBCF	4,2	3,3	1,0	5,9	2,1	3,8	3,6	3,0	0,6	11,5	6,8	4,7	2,4	1,4	1,0
Bienes de equipo, maquinaria y activos cultivados	1,6	2,4	-0,8	2,4	1,3	1,1	2,1	2,9	-0,9	4,1	6,6	-2,5	0,3	0,4	-0,1
Construcción	4,0	2,2	1,8	5,5	3,0	2,5	4,0	3,5	0,5	7,7	3,6	4,1	0,9	0,4	0,4
Viviendas	9,0	8,4	0,6	0,8	2,1	-1,4	2,1	1,7	0,4	5,8	6,9	-1,2	0,4	0,4	-0,1
Otras construcciones	-1,9	-5,1	3,2	11,7	4,2	7,5	6,2	5,8	0,4	9,9	-0,5	10,3	0,5	0,0	0,5
Activos fijos inmateriales	9,4	7,7	1,7	12,3	1,0	11,3	4,6	1,5	3,1	37,5	17,0	20,5	1,3	0,6	0,7
Variación de existencias (a)	0,3	0,4	-0,1	-1,5	-0,8	-0,7	0,3	-0,2	0,5	0,0	0,3	-0,4	0,2	0,3	-0,1
Exportaciones	14,2	14,3	-0,1	2,2	2,8	-0,6	3,2	3,1	0,1	15,0	14,8	0,2	5,3	5,3	0,1
Bienes	3,5	3,5	0,0	-1,5	-1,0	-0,5	0,1	0,4	-0,4	3,6	3,4	0,2	0,8	0,7	0,1
Servicios	48,5	48,9	-0,4	11,3	12,2	-0,9	9,8	8,7	1,1	45,1	44,9	0,2	4,6	4,6	0,0
Otros servicios	25,7	26,1	-0,5	6,6	7,6	-0,9	8,1	6,7	1,4	45,9	45,5	0,4	2,8	2,8	0,0
Turismo	115,6	115,6	0,0	19,1	20,1	-1,0	12,4	11,8	0,6	43,4	43,5	-0,1	1,7	1,7	0,0
Importaciones	7,7	7,7	0,0	0,0	0,3	-0,3	2,9	2,4	0,5	15,3	14,5	0,8	4,7	4,4	0,2
Bienes	5,8	5,8	0,0	-0,5	-0,2	-0,3	0,7	0,3	0,4	14,4	13,6	0,8	3,4	3,2	0,2
Servicios	17,6	17,9	-0,3	2,3	3,0	-0,6	13,8	12,8	1,1	19,3	18,6	0,7	1,2	1,2	0,0
Otros servicios	9,1	9,5	-0,4	-0,6	-0,1	-0,5	13,5	12,6	0,9	21,9	20,7	1,2	1,0	1,0	0,1
Turismo	71,4	71,2	0,2	14,0	15,4	-1,4	15,0	13,2	1,8	13,8	14,9	-1,1	0,2	0,2	0,0
Contribución al crecimiento del PIB															
Demanda nacional (a)	4,1	3,9	0,2	1,6	1,7	-0,1	3,3	2,8	0,5	8,6	8,0	0,6	8,6	8,0	0,6
Demanda exterior neta (a)	2,3	2,3	0,0	0,9	1,0	-0,1	0,2	0,3	-0,2	0,6	0,8	-0,2	0,6	0,8	-0,2
<i>Pro memoria</i>															
FBCF	4,2	3,3	1,0	5,9	2,1	3,8	3,6	3,0	0,6	11,5	6,8	4,7	2,4	1,4	1,0
Inversión pública (b)	5,0	5,6	-0,6	15,5	16,0	-0,4	-6,1	-7,2	1,1	47,3	38,8	8,4	1,0	0,8	0,2
Vivienda (b)	9,0	8,4	0,6	0,8	2,1	-1,4	2,1	1,7	0,4	5,8	6,9	-1,2	0,4	0,4	-0,1
Inversión productiva privada (b)	1,8	0,3	1,5	6,3	-1,1	7,4	6,8	6,5	0,3	8,2	1,2	6,9	1,0	0,1	0,9

FUENTES: Banco de España e Instituto Nacional de Estadística.

a Aportaciones al crecimiento del PIB.

b Incluye la estimación de la cuenta de los sectores para el segundo trimestre de 2025 anterior a la revisión.

Recuadro 1

LAS REVISIONES DE LA CONTABILIDAD NACIONAL (cont.)

tras la revisión, pasa del 26,9 % al 29,7 %; el de los servicios de actividades profesionales, científicas, técnicas, administrativas y servicios de soporte, del 22,9 % al 24,4 %, y el de los servicios de comercio, hostelería y transporte, del 10,6 % al 12,8 %. De este modo, las revisiones de la Contabilidad Nacional habrían reforzado el papel que tienen las ramas relacionadas con los servicios como principales soportes del crecimiento de la economía española.

En cuarto lugar, por el lado nominal, se revisa a la baja la remuneración por asalariado y la productividad laboral (cuadro 3). En particular, la remuneración por asalariado pasa de crecer un 26,4 % a hacerlo un 24,2 % entre 2019 y el segundo trimestre de 2025, mientras que la

productividad por trabajador se mantiene en el -0,1 % y la productividad por hora trabajada pasa del 3,6 % al 2,5 %. Con ello, los costes laborales unitarios (CLU) se revisan ligeramente a la baja, con un crecimiento del 24,4 %, frente al 26,5 % anterior. Por su parte, el crecimiento del excedente bruto unitario (EBEu) fue del 14,4 % (12,2 % según las anteriores series). De este modo, la contribución al aumento del deflactor del PIB de los CLU a lo largo de este período (13,3 pp) sigue siendo claramente superior a la contribución del excedente unitario (5,1 pp).

En suma, de las nuevas series de la Contabilidad Nacional, al compararlas con las anteriores, se derivan tres implicaciones para el actual ejercicio de proyecciones. Primero, de manera mecánica, un mayor crecimiento para

Cuadro 2

PIB y componentes de la oferta

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

	2022			2023			2024			Acumulado IV TR 2019- II TR 2025			Acumulado IV TR 2019- II TR 2025		
	Nuevo	Antiguo	Dif.	Nuevo	Antiguo	Dif.	Nuevo	Antiguo	Dif.	Nuevo	Antiguo	Dif.	Nuevo	Antiguo	Dif.
PIB a precios de mercado	6,4	6,2	0,2	2,5	2,7	-0,2	3,5	3,2	0,3	9,3	8,8	0,4	9,3	8,8	0,4
Agricultura, ganadería, silvicultura y pesca	-16,9	-20,3	3,4	3,4	6,5	-3,0	10,8	8,3	2,5	-0,3	-5,5	5,3	0,0	-0,1	0,1
Industria	3,5	2,5	1,0	-1,8	0,7	-2,5	1,9	2,7	-0,8	0,1	2,4	-2,3	0,1	0,4	-0,4
de los cuales: industria manufacturera	6,5	6,3	0,2	0,6	2,1	-1,4	2,6	3,5	-0,9	9,4	12,2	-2,8	1,1	1,4	-0,3
Construcción	8,9	9,2	-0,2	1,1	2,1	-1,1	4,8	2,1	2,7	1,5	-0,7	2,2	0,1	0,0	0,1
Servicios	8,5	8,5	-0,1	3,8	3,3	0,4	4,0	3,7	0,3	13,9	13,0	0,9	9,2	8,6	0,6
Servicios de mercado	10,8	11,0	-0,2	3,9	3,4	0,5	4,1	3,8	0,3	15,5	14,7	0,7	7,8	7,4	0,4
Comercio, transporte y hostelería	13,8	14,4	-0,5	4,8	4,4	0,4	4,7	3,4	1,3	12,8	10,6	2,2	2,8	2,4	0,5
Información y comunicaciones	14,6	12,4	2,2	7,2	5,0	2,3	3,1	3,7	-0,6	29,7	26,9	2,7	1,0	0,9	0,1
Actividades financieras y de seguros	3,3	3,0	0,3	-1,2	-0,5	-0,7	3,3	1,7	1,6	13,7	11,3	2,4	0,5	0,4	0,1
Actividades inmobiliarias	4,2	5,3	-1,2	4,0	3,3	0,7	3,8	5,9	-2,1	15,0	19,6	-4,6	1,5	2,0	-0,4
Actividades profesionales, científicas y técnicas y otras	12,3	12,3	0,1	2,6	1,2	1,4	4,3	4,2	0,1	24,4	22,9	1,5	1,9	1,8	0,1
Actividades artísticas, recreativas y otros servicios	15,3	13,4	1,8	3,5	6,3	-2,7	3,2	2,5	0,7	1,8	1,1	0,7	0,0	0,0	0,0
Servicios de no mercado (a)	1,5	1,3	0,2	3,3	3,0	0,3	3,7	3,2	0,5	8,9	7,5	1,4	1,4	1,2	0,2
Impuestos menos subvenciones sobre los productos	1,2	1,2	0,0	0,7	0,5	0,2	-1,3	-1,0	-0,3	-1,0	-0,9	-0,1	-0,1	-0,1	0,0
VAB total economía	6,9	6,7	0,2	2,6	2,9	-0,3	3,9	3,5	0,4	10,3	9,8	0,5	9,4	8,9	0,5
VAB economía de mercado	8,2	7,9	0,2	2,5	2,9	-0,4	4,0	3,6	0,3	10,6	10,3	0,3	8,0	7,7	0,3

FUENTES: Banco de España e Instituto Nacional de Estadística.

a Administración Pública, educación y sanidad.

Recuadro 1

LAS REVISIONES DE LA CONTABILIDAD NACIONAL (cont.)

el promedio de 2025. Segundo, una mayor contribución al crecimiento de la inversión en activos intangibles y de los servicios de información y tecnología y de actividades profesionales, lo que refuerza la idea de dinamismo de las

exportaciones de servicios no turísticos. Tercero, un menor crecimiento de la productividad laboral por hora, lo que puede arrojar dudas sobre el dinamismo que se atribuye a esta variable de cara a los próximos trimestres.

Cuadro 3
PIB nominal y componentes

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

	2022			2023			2024			Acumulado IV TR 2019-II TR 2025			Acumulado IV TR 2019-II TR 2025		
	Nuevo	Antiguo	Dif.	Nuevo	Antiguo	Dif.	Nuevo	Antiguo	Dif.	Nuevo	Antiguo	Dif.	Nuevo	Antiguo	Dif.
PIB nominal	11,4	11,2	0,2	8,9	9,1	-0,2	6,4	6,2	0,2	31,3	31,2	0,2	31,3	31,2	0,2
Remuneración de los asalariados	8,6	8,6	0,1	8,5	9,1	-0,7	7,3	7,7	-0,4	35,7	37,6	-1,9	16,7	17,6	-1,9
Excedente de explotación bruto / Renta mixta bruta	16,4	16,1	0,4	9,3	9,2	0,1	5,2	4,1	1,1	27,2	24,9	2,3	11,7	10,7	2,3
Impuestos netos sobre la producción y las importaciones	4,3	4,3	0,0	8,9	8,4	0,4	7,9	8,4	-0,5	28,7	27,8	0,9	2,9	2,8	0,9
Deflactor del PIB	4,7	4,7	0,0	6,2	6,2	0,0	2,9	3,0	-0,1	20,2	20,5	-0,3	20,2	20,5	-0,3
CLU (a)	2,1	2,3	-0,1	5,9	6,2	-0,3	3,4	4,1	-0,7	24,4	26,5	-2,2	13,3	14,5	-1,2
Excedente unitario (a)	11,3	11,1	0,2	6,9	6,5	0,4	1,7	0,7	1,0	14,4	12,2	2,2	5,1	4,3	0,8
Impuestos netos unitarios (a)	5,2	6,3	-1,1	6,3	6,5	-0,2	2,8	2,7	0,2	17,8	17,4	0,3	1,8	1,7	0,0
<i>Pro memoria</i>															
Remuneración por asalariado	4,7	4,9	-0,2	5,0	5,8	-0,8	4,6	5,0	-0,4	24,2	26,4	-2,2	–	–	–
Productividad por persona	2,5	2,6	-0,1	-0,8	-0,3	-0,4	1,1	0,9	0,2	-0,1	-0,1	0,0	–	–	–
Productividad por hora	1,2	1,4	-0,1	-0,2	0,6	-0,8	1,2	1,2	0,0	2,5	3,6	-1,1	–	–	–

FUENTES: Banco de España e Instituto Nacional de Estadística.

- a** Para mantener las identidades contables que permiten calcular las aportaciones a la tasa de variación del deflactor del PIB es necesario calcular una medida de la remuneración que incluya a los ocupados totales y no solo a los asalariados. Esto se hace asignando a los ocupados no asalariados una remuneración idéntica a la que perciben los asalariados. Esa misma cantidad se detrae del excedente.

Recuadro 2

ENCUESTA A LAS EMPRESAS ESPAÑOLAS SOBRE LA EVOLUCIÓN DE SU ACTIVIDAD: CUARTO TRIMESTRE DE 2025

Introducción

Este recuadro presenta los resultados de la edición más reciente de la Encuesta del Banco de España sobre la Actividad Empresarial (EBAE), correspondiente al cuarto trimestre de 2025. A partir de una muestra de las sociedades no financieras españolas, la EBAE evalúa la evolución de la actividad empresarial en el trimestre corriente y las perspectivas a corto plazo¹. En particular, la encuesta recopila información cualitativa sobre la facturación, el empleo, la inversión empresarial y los precios pagados y cobrados por las empresas colaboradoras. En este trimestre, el trabajo de campo se llevó a cabo entre el 17 de noviembre y el 1 de diciembre. La encuesta fue remitida para su cumplimentación *online* a una muestra de casi 15.000 sociedades, de las que más del 30 % son colaboradoras habituales de la Central de Balances. Como en trimestres pasados, el grado de participación de las empresas ha sido muy satisfactorio, con un total de algo más de 6.800 encuestas válidas recibidas, lo que supone una tasa de respuesta del 46 %.

Facturación, empleo e inversión

Los resultados de la encuesta sugieren que, en el cuarto trimestre, la *facturación*² de las empresas españolas habría aumentado, en términos de la serie bruta, después de la ligera contracción del trimestre anterior (gráfico 1.a). En términos desestacionalizados, se estima un leve incremento de la facturación por tercer trimestre consecutivo³, tendencia similar a la registrada por otros indicadores de confianza, como el PMI. Por ramas de actividad, destaca el aumento en los sectores de información y comunicaciones y de actividades profesionales y actividades administrativas. Por el contrario, la hostelería exhibe un comportamiento especialmente desfavorable, similar al observado en el mismo período del año pasado (gráfico 1.b). Por tamaños, la facturación crecería entre las empresas grandes (más

de 250 empleados), mientras que se estabilizaría en el caso de las pymes (menos de 250 empleados).

En cuanto al *empleo*, las empresas encuestadas declaran un leve avance respecto al trimestre anterior (gráfico 1.c), que se confirma con la serie desestacionalizada⁴. En línea con el patrón sectorial observado en la facturación, habría que destacar la continuación de la mejora del empleo en actividades profesionales y actividades administrativas, frente al retroceso registrado en hostelería. Por último, cabe señalar que el empleo estaría creciendo en las grandes empresas, aunque a un ritmo muy inferior al observado hace un año, mientras que entre las pymes se espera una leve reducción en el cuarto trimestre.

En relación con las *decisiones de inversión*, los resultados muestran, a nivel agregado, una evolución positiva de la actividad inversora por séptimo trimestre consecutivo. Por ramas, la recuperación de la actividad inversora es generalizada. Además, las expectativas de las empresas para el primer trimestre de 2026 señalan que la inversión continuaría creciendo (gráfico 2.a). En línea con lo observado en la facturación y el empleo, la actividad inversora estaría aumentando en las grandes empresas, frente a la contracción que se aprecia en el caso de las pymes.

Costes y precios

En lo referente a la evolución de los *costes de los consumos intermedios*, los resultados de la encuesta sugieren un ligero aumento de las presiones inflacionistas con respecto al trimestre anterior, especialmente en el sector de la hostelería y la agricultura. No obstante, este incremento de los consumos intermedios no se habría trasladado, por el momento, a los *precios de venta*, cuya variación se mantiene estable en comparación con el trimestre anterior (gráfico 2.b).

De cara al primer trimestre de 2026, las sociedades encuestadas anticipan un cierto incremento de las

1 Los resultados que se presentan en este recuadro se han calculado utilizando pesos que permiten replicar la distribución del empleo en la Estadística de Empresas Inscritas en la Seguridad Social por ramas (un total de 15) y por estratos de tamaño (4).

2 Las respuestas de las empresas se resumen en un índice que pondera sus valoraciones cualitativas formuladas en una escala de cinco niveles según la siguiente correspondencia: descenso significativo = -2, descenso leve = -1, estabilidad = 0, aumento leve = 1, aumento significativo = 2.

3 Dado que las series disponibles de la EBAE son aún demasiado cortas para aplicar las técnicas de desestacionalización habituales, se ha construido una serie provisional corregida de variaciones estacionales a partir de una estimación de la relación histórica entre el indicador de facturación de la EBAE y la serie trimestral original de ventas totales en grandes empresas y pymes de la Agencia Tributaria, con el fin de estimar el componente estacional. Esta estimación está sujeta a revisiones posteriores y debe interpretarse como una primera estimación preliminar.

4 Al igual que con la facturación, se ha construido una serie provisional corregida de variaciones estacionales a partir de una estimación de la relación histórica entre el indicador de empleo de la EBAE y la serie trimestral de ocupados de la Encuesta de Población Activa, con el fin de estimar el componente estacional. Dicha estimación está sujeta a revisiones posteriores y debe interpretarse como una primera estimación preliminar.

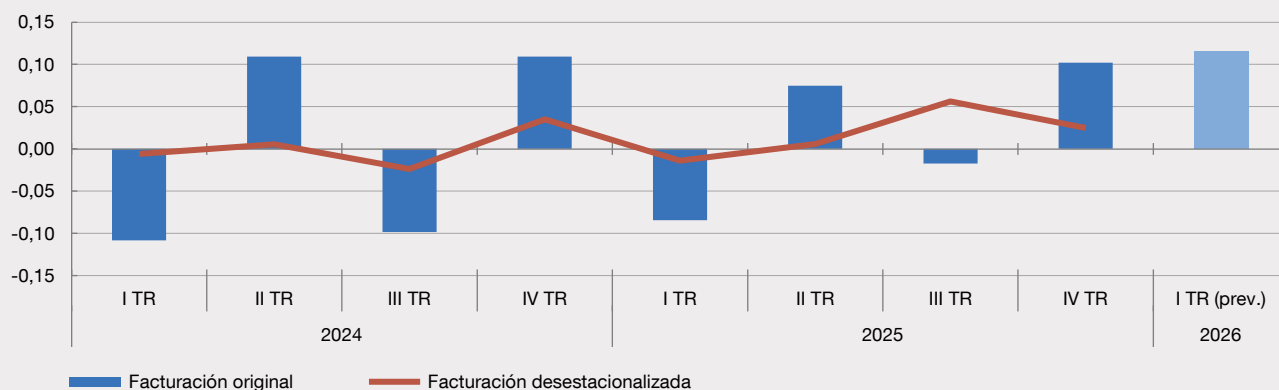
Recuadro 2

ENCUESTA A LAS EMPRESAS ESPAÑOLAS SOBRE LA EVOLUCIÓN DE SU ACTIVIDAD: CUARTO TRIMESTRE DE 2025 (cont.)

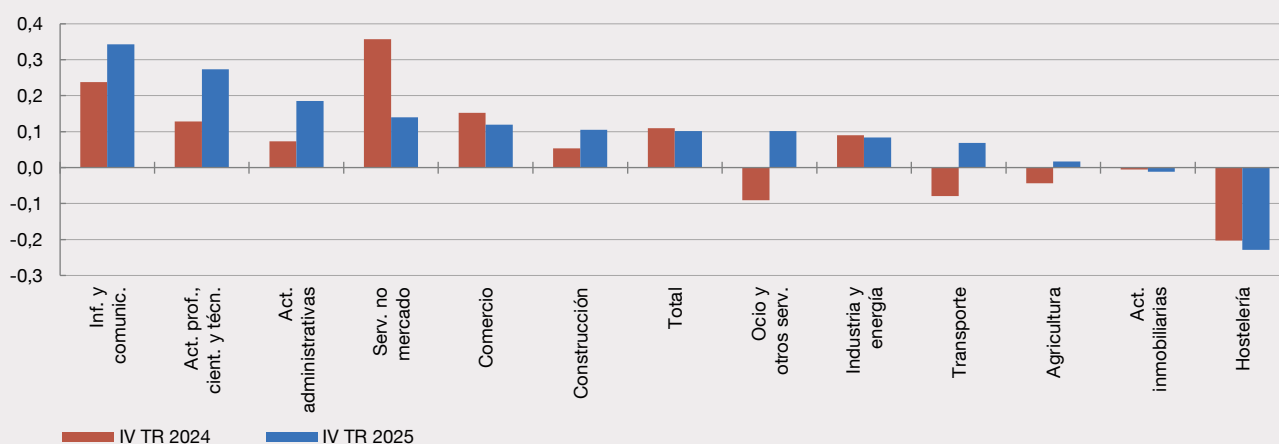
Gráfico 1

Evolución y perspectivas de la facturación y el empleo empresarial

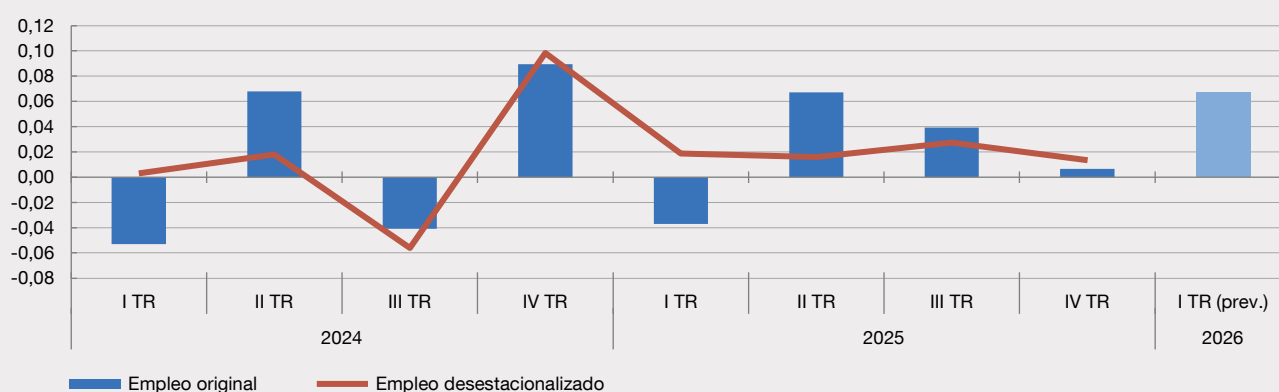
1.a Evolución trimestral de la facturación (a)



1.b Evolución trimestral de la facturación, por ramas (a)



1.c Evolución trimestral del empleo (a)

**FUENTE:** Encuesta del Banco de España sobre la Actividad Empresarial.

a Índice construido asignando los siguientes valores a las respuestas cualitativas de las empresas: aumento significativo = 2, aumento leve = 1, estabilidad = 0, descenso leve = -1, descenso significativo = -2.

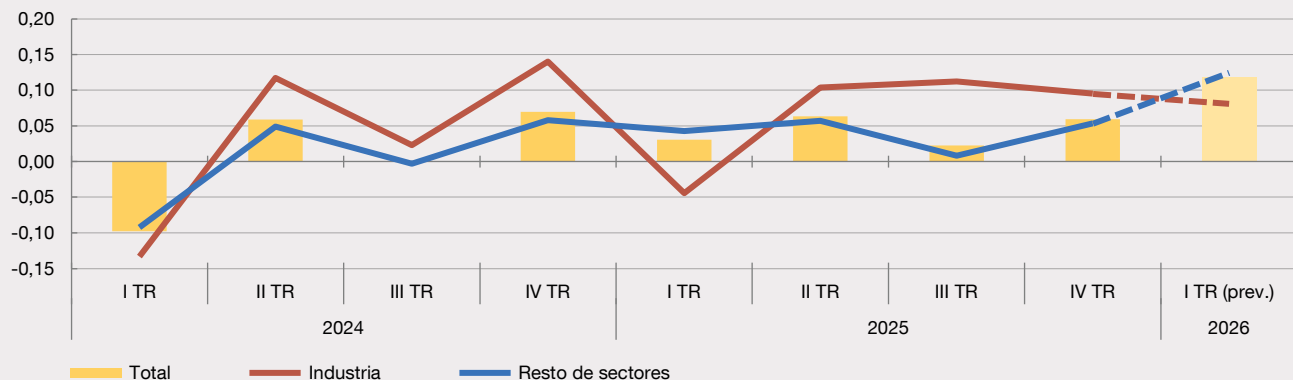
Recuadro 2

ENCUESTA A LAS EMPRESAS ESPAÑOLAS SOBRE LA EVOLUCIÓN DE SU ACTIVIDAD: CUARTO TRIMESTRE DE 2025 (cont.)

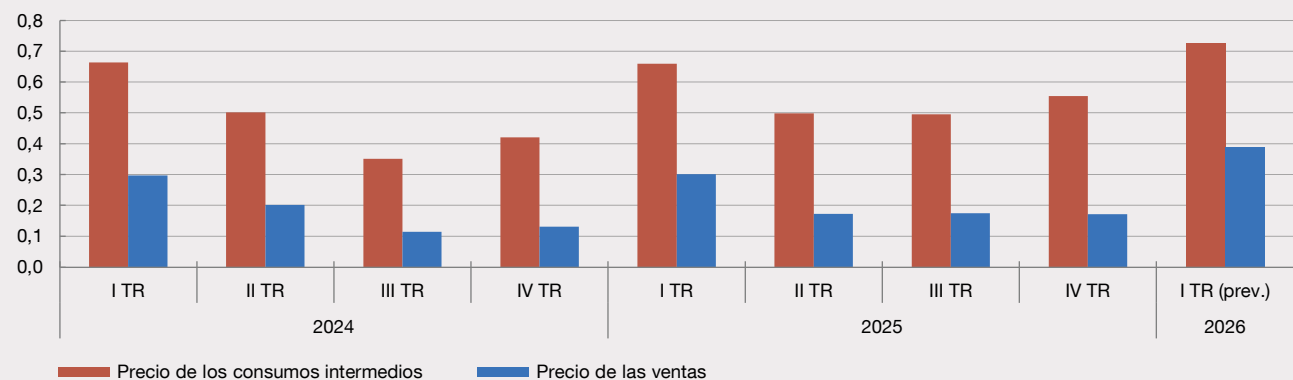
Gráfico 2

Inversión, precios y condicionantes de la actividad

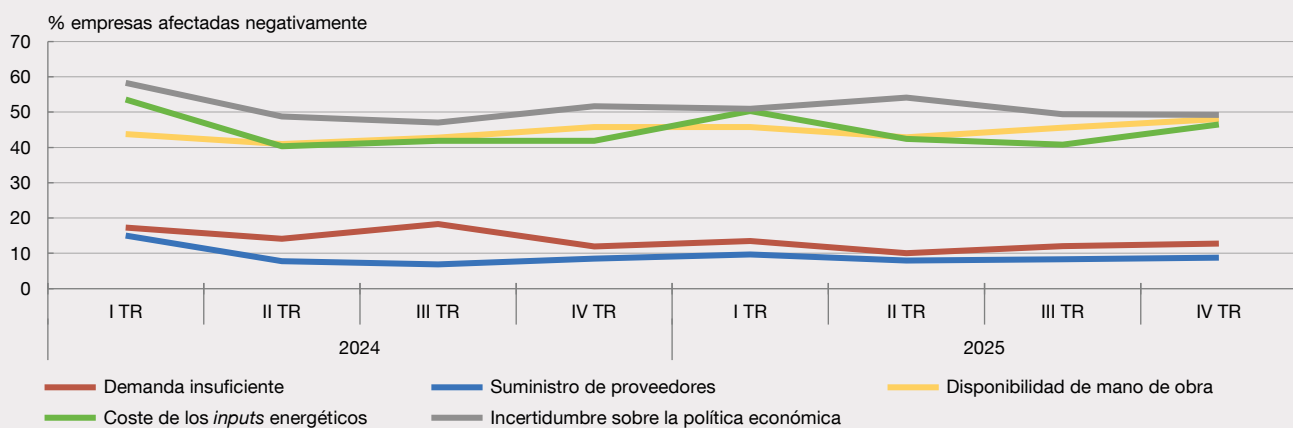
2.a Variación de la inversión empresarial (a)



2.b Evolución trimestral del precio de los consumos intermedios y de los precios de venta (a)



2.c Condicionantes de la actividad empresarial (b)



FUENTE: Encuesta del Banco de España sobre la Actividad Empresarial.

a Índice construido asignando los siguientes valores a las respuestas cualitativas de las empresas: aumento significativo = 2, aumento leve = 1, estabilidad = 0, descenso leve = -1, descenso significativo = -2.

b Empresas que declaran un impacto negativo o muy negativo de cada uno de los factores sobre su actividad.

Recuadro 2

ENCUESTA A LAS EMPRESAS ESPAÑOLAS SOBRE LA EVOLUCIÓN DE SU ACTIVIDAD: CUARTO TRIMESTRE DE 2025 (cont.)

presiones inflacionistas con respecto al actual. En esta misma línea, las *perspectivas a un año vista* anticipan un aumento de los precios, lo que rompería la moderación prevista desde principios de año. Los resultados señalan un incremento de las expectativas de subidas de los costes de los consumos intermedios, de los precios de venta y de los costes laborales.

Factores que inciden sobre la actividad

En relación con los condicionantes de la actividad en este trimestre, los resultados muestran cierta estabilidad en lo que se refiere a su incidencia relativa sobre las empresas encuestadas. Se observa, en todo caso, un nuevo repunte de las dificultades asociadas a la *disponibilidad de mano de obra* (gráfico 2.c). En concreto, la escasez de mano de obra es una percepción compartida por el 48 % de las empresas, 2,4 puntos porcentuales más que hace tres meses. Por sectores de actividad, los problemas continúan siendo especialmente marcados en la construcción, la hostelería y la agricultura, donde un 63 %, un 57 % y un 54 % de las empresas, respectivamente, declaran verse afectadas.

En cuanto a otros factores de oferta, la incidencia de los costes energéticos aumenta este trimestre y constituye un obstáculo para el 46,5 % de las empresas. Por ramas productivas, el efecto negativo de este factor es particularmente relevante en hostelería, agricultura y transporte.

Asimismo, se observa cierta estabilidad en la incidencia de la *incertidumbre sobre la política económica*. El porcentaje de compañías afectadas negativamente por este factor se sitúa en el 49,3 %, lo que lo mantiene como

el principal factor condicionante de la actividad. Su repercusión es más acusada en las ramas de transporte e industria, en contraste con el menor porcentaje de compañías afectadas en otras ramas de servicios.

Finalmente, cabe señalar que los factores financieros siguen siendo percibidos como un obstáculo por un grupo reducido de empresas, incidencia que resulta algo mayor en el caso de las pymes. En este sentido, el *acceso a la financiación* representa una dificultad para el 13 % de las empresas (el 15,4 % de las pymes y el 9,7 % de las grandes), en línea con lo observado en los últimos trimestres. Por otro lado, los *gastos derivados del pago de intereses de la deuda* suponen una dificultad para el 17,7 % (20 % en pymes y 13,8 % en grandes), si bien este porcentaje viene reduciéndose de forma sostenida desde finales de 2023.

Perspectivas de la actividad a medio plazo

En esta ocasión se ha preguntado a las empresas sobre la *facturación esperada a un año vista*. La mayor parte de ellas (55 %) esperan que su facturación aumente en el próximo año (especialmente en los sectores de actividades profesionales y actividades administrativas), un 34 % prevén que su facturación se mantenga estable y un 11 % (particularmente concentradas en el sector de la agricultura) indican una posible reducción de su facturación.

La mayoría de las empresas encuestadas declaran percibir una incertidumbre baja o normal sobre la facturación esperada, lo que indica confianza en la materialización de sus expectativas sobre la misma, mientras que un 29,4 % de ellas manifiestan una incertidumbre elevada sobre sus perspectivas de actividad.

Recuadro 3

EVALUACIÓN DE LA INCERTIDUMBRE EN TORNO AL ESCENARIO CENTRAL Y DESARROLLO DE ESCENARIOS ALTERNATIVOS PARA LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

Las proyecciones macroeconómicas se elaboran en torno a un escenario central, necesariamente sujeto a un elevado grado de incertidumbre debido a la dificultad de anticipar tanto los *shocks* que podrían afectar a la economía como la evolución conjunta de las diferentes variables en ausencia de nuevas perturbaciones económicas o financieras. Para evaluar esa incertidumbre, se combinan distintos enfoques —desde análisis basados en los errores de previsión históricos hasta valoraciones subjetivas de las principales fuentes de riesgo—, que permiten identificar las posibles desviaciones y diseñar escenarios alternativos respecto al escenario base, fundamentando así un balance de riesgos en torno al escenario central.

En relación con la aproximación de la incertidumbre en torno al escenario central basada en los errores de previsión pasados, el análisis descansa en la estimación de un modelo estadístico que captura posibles sendas futuras de la evolución económica a partir de la dinámica, varianza y asimetría de los errores o las desviaciones del modelo respecto a los datos —pasados—. Son estas discrepancias las que se utilizan para simular posibles *shocks* futuros que no están contemplados en la proyección central¹. Los resultados de este análisis muestran que el rango de incertidumbre sobre las

proyecciones de crecimiento del PIB se amplía conforme aumenta el horizonte de previsión, mientras que las bandas de incertidumbre para la inflación crecen significativamente en los dos primeros trimestres de la previsión y se mantienen relativamente estables después. Por otro lado, cabe destacar que la distribución de probabilidad sobre posibles valores futuros de crecimiento del PIB presenta a corto plazo un riesgo asimétrico al alza, mientras que en el caso de la inflación no se aprecia dicha asimetría (gráficos 1 y 2).

La incertidumbre en torno a las previsiones puede ilustrarse, asimismo, mediante la heterogeneidad observada en los escenarios centrales de los distintos analistas. A este respecto, hay que señalar que la distribución de crecimientos esperados del PIB y de la inflación para 2026 —construida a partir de un conjunto amplio de casas de análisis recopilado por *Consensus Economics*TM— muestra una dispersión significativa y que el escenario central de las actuales proyecciones se sitúa en torno a la media tanto en PIB como en inflación. Además, en comparación con lo previsto el trimestre pasado, ambas distribuciones se han desplazado a la derecha, con un dinamismo de la actividad y una inflación superiores, en línea con la revisión de las actuales proyecciones del Banco de España (gráficos 3 y 4).

Gráfico 1
Incertidumbre en la previsión del PIB

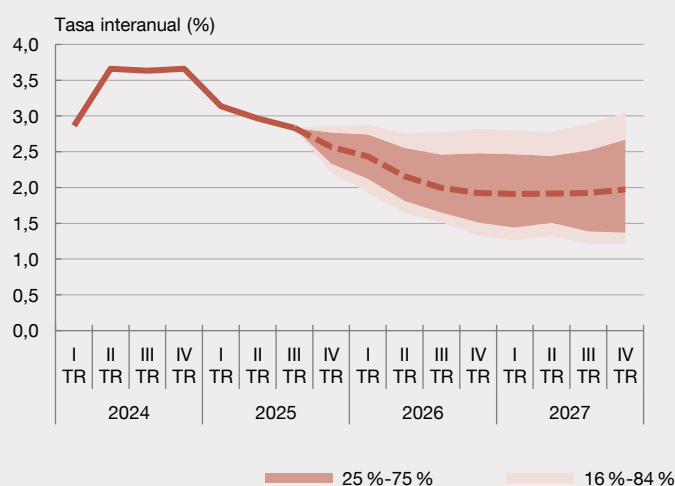
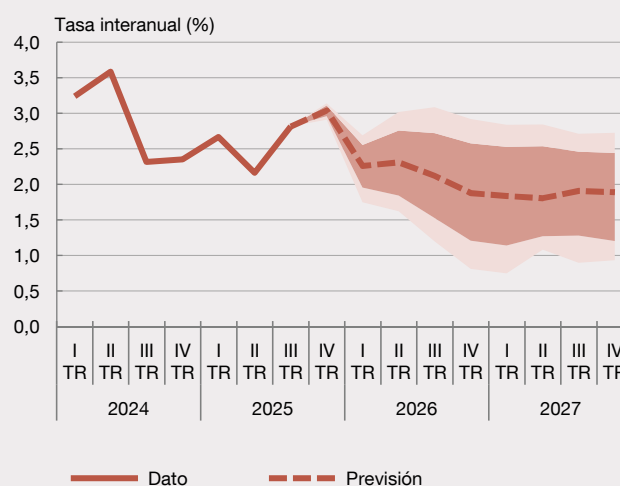


Gráfico 2
Incertidumbre en la previsión de la inflación



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

1 Para más detalles, véase Davide Delle Monache, Andrea De Polis e Ivan Petrella. (2024). "Modeling and Forecasting Macroeconomic Downside Risk". *Journal of Business & Economic Statistics*, 42(3), pp. 1010-1025. <https://www.tandfonline.com/doi/full/10.1080/07350015.2023.2277171>

Recuadro 3

EVALUACIÓN DE LA INCERTIDUMBRE EN TORNO AL ESCENARIO CENTRAL Y DESARROLLO DE ESCENARIOS ALTERNATIVOS PARA LA ECONOMÍA ESPAÑOLA (cont.)

Por otro lado, los resultados de la encuesta sobre la valoración de riesgos acerca de la evolución futura de la economía española, realizada entre los economistas del Banco de España, apuntan a la existencia de riesgos predominantemente a la baja para el PIB y al alza para la inflación en comparación con lo proyectado en el escenario central. En concreto, el 53 % de los participantes consideran que los riesgos sobre la actividad económica se orientan principalmente a la baja; el 28 %, que se mantendrán estables, y solamente el 16 % consideran

que se orientan principalmente al alza. Por su parte, el 57 % creen que los riesgos sobre la inflación muestran una tendencia principalmente al alza —el 15 % los sitúan incluso claramente al alza—, mientras que un exiguo 3 % creen que tienden principalmente a la baja (gráficos 5 y 6).

La encuesta ofrece también información sobre los posibles orígenes de las principales fuentes de riesgo identificadas por los economistas del Banco de España y su evolución temporal. De acuerdo con las respuestas recibidas, las

Gráfico 3

Distribución de las previsiones de Consensus para el crecimiento del PIB en 2026

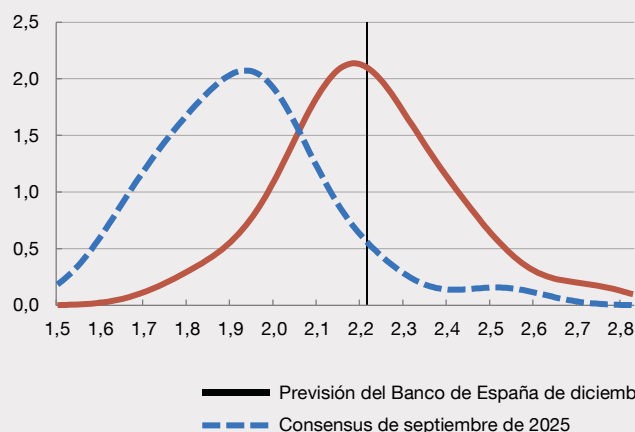
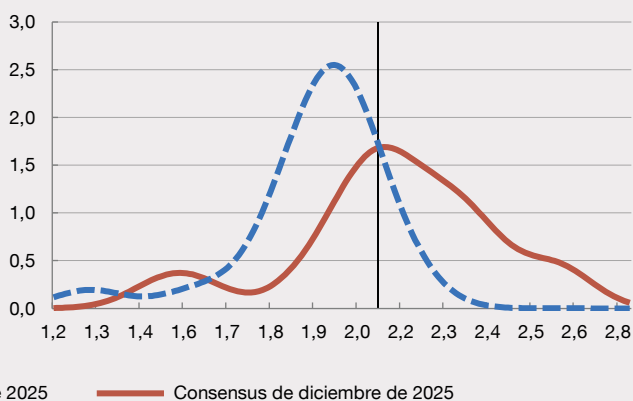


Gráfico 4

Distribución de las previsiones de Consensus para la inflación en 2026



FUENTES: Consensus Economics y Banco de España.

NOTA: Las distribuciones incluyen previsiones de 30 instituciones nacionales e internacionales.

Gráfico 5

Riesgos sobre el PIB

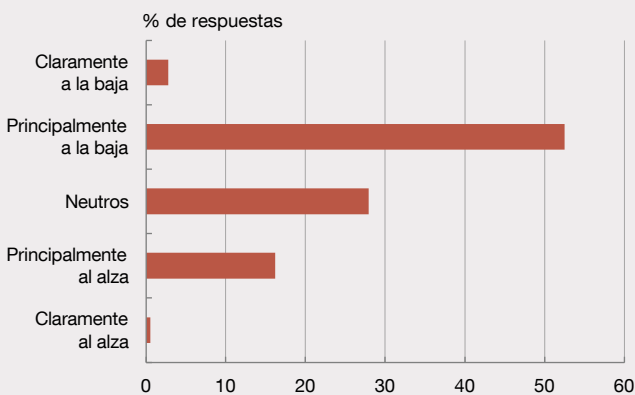
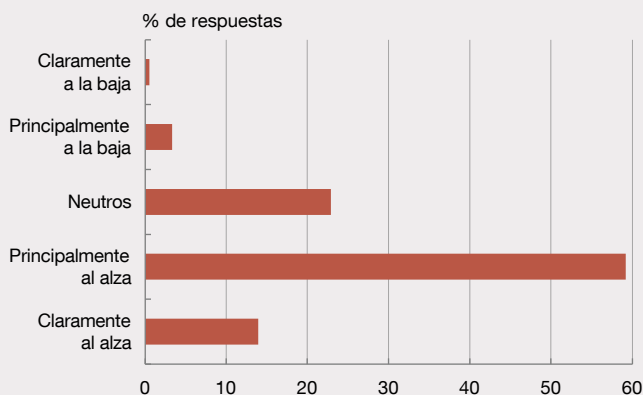


Gráfico 6

Riesgos sobre la inflación



FUENTE: Banco de España.

Recuadro 3

EVALUACIÓN DE LA INCERTIDUMBRE EN TORNO AL ESCENARIO CENTRAL Y DESARROLLO DE ESCENARIOS ALTERNATIVOS PARA LA ECONOMÍA ESPAÑOLA (cont.)

fuentes de incertidumbre más relevantes procedentes del entorno exterior están relacionadas con las tensiones geopolíticas y comerciales —aunque han perdido relevancia respecto al anterior ejercicio de proyecciones— y los mercados financieros internacionales —cuya relevancia como elemento de incertidumbre ha aumentado este trimestre—. En el ámbito interno, las fuentes de incertidumbre consideradas como más relevantes son las referidas a la evolución futura de las presiones inflacionistas vinculadas a salarios y márgenes empresariales y las referidas al mercado de la vivienda, factores ambos cuya relevancia ha aumentado de manera significativa respecto al anterior ejercicio de proyecciones (gráficos 7 y 8).

El entorno comercial internacional continúa constituyendo una fuente relevante de riesgo externo para la economía

española, si bien los recientes acuerdos comerciales —especialmente el alcanzado entre Estados Unidos y China a principios de noviembre—, junto con otras medidas adoptadas por la Administración estadounidense en este ámbito, han reducido la probabilidad de una escalada arancelaria, que se ha reflejado en el descenso de los índices de incertidumbre a escala global. No obstante, es preciso destacar que dichos índices continúan en niveles elevados y que, dado el carácter provisional del acuerdo entre China y Estados Unidos, no se puede descartar una reactivación del conflicto comercial o el establecimiento de nuevas barreras no arancelarias —como manifiesta el episodio de restricción a las exportaciones de tierras raras por parte de China—², lo que podría limitar el dinamismo del comercio internacional y, en consecuencia, afectar negativamente a

Gráfico 7
Valoración de cada fuente de riesgo

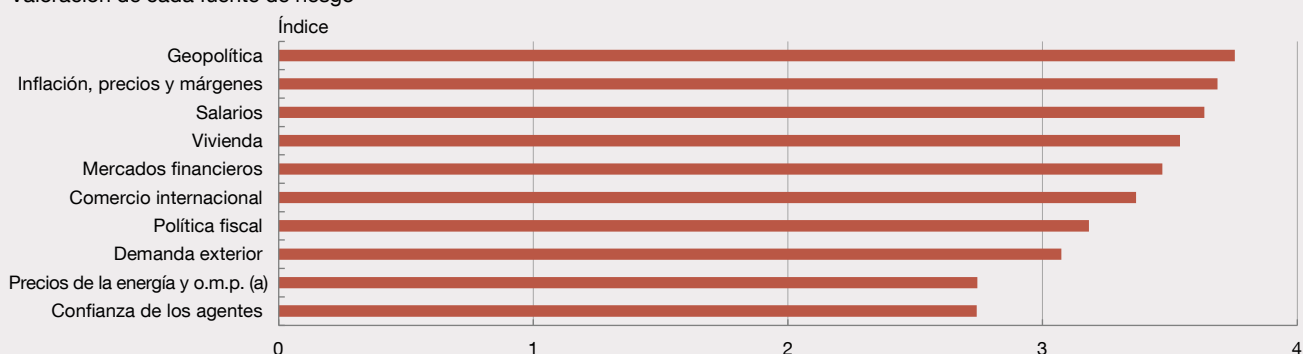
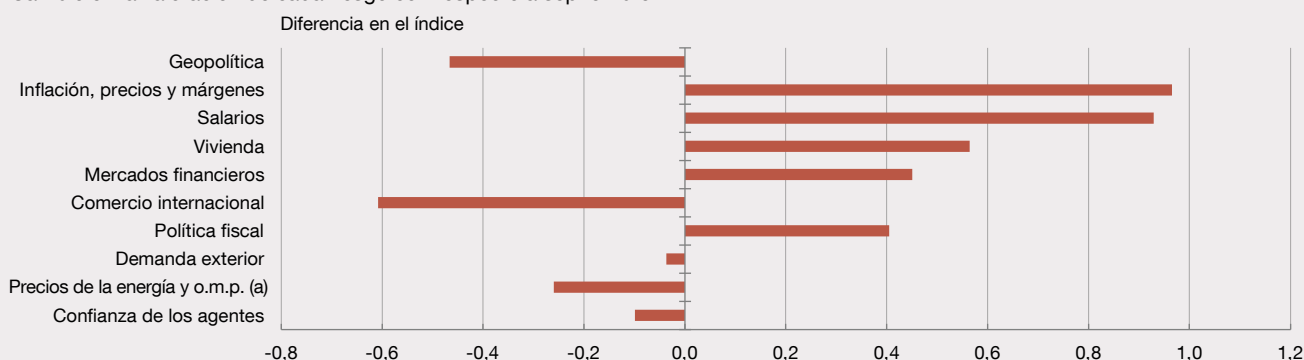


Gráfico 8
Cambio en la valoración de cada riesgo con respecto a septiembre



FUENTE: Banco de España.

a o.m.p.: otras materias primas.

2 En el mes de octubre, las autoridades del país asiático anunciaron la implementación de controles a la exportación de tierras raras, minerales críticos y tecnologías asociadas a dichos recursos, ampliando el conjunto de productos sujetos a restricciones desde el mes de abril y profundizando en la política de limitación a las exportaciones de materiales estratégicos que China viene desarrollando desde mediados de 2023. En noviembre, tras establecerse negociaciones bilaterales con Estados Unidos, el Gobierno chino decidió suspender temporalmente parte de las restricciones.

Recuadro 3

EVALUACIÓN DE LA INCERTIDUMBRE EN TORNO AL ESCENARIO CENTRAL Y DESARROLLO DE ESCENARIOS ALTERNATIVOS PARA LA ECONOMÍA ESPAÑOLA (cont.)

la actividad económica global y, por ende, a la evolución esperada de las importaciones y exportaciones españolas durante los próximos trimestres.

Por otro lado, la volatilidad observada en los mercados financieros en las primeras semanas de diciembre —si bien de carácter limitado y transitorio—, ligada a las dudas sobre la valoración de las empresas tecnológicas y la rentabilidad de las inversiones en inteligencia artificial —incluyendo nuevos centros de almacenamiento y tratamiento de datos—, evidencia el riesgo de una corrección potencialmente brusca y significativa de los precios de las acciones de las compañías tecnológicas. Este extremo se ve acentuado por el hecho de que en diversas geografías los **mercados bursátiles continúan alcanzando máximos históricos**, en un contexto en el que persiste la incertidumbre sobre la orientación futura de las políticas económicas en Estados Unidos. Una corrección inesperada de la valoración de los activos financieros supondría un endurecimiento de las condiciones de financiación a escala global y, por tanto, repercutiría negativamente sobre la actividad económica y la estabilidad financiera.

Asimismo, los resultados de la encuesta permiten identificar tres fuentes principales de incertidumbre de origen interno en la economía española, a partir de las cuales se han elaborado tres escenarios alternativos al escenario central. Dichos escenarios se presentan a continuación.

Escenario 1: mayores presiones salariales y menor contención de los márgenes empresariales en un contexto de bajo crecimiento de la productividad

El actual ejercicio de proyecciones incorpora una **revisión al alza de la senda salarial** en un futuro, trasladando parcialmente este riesgo al escenario central, si bien sigue contemplando una moderación gradual de los costes laborales y también de los márgenes empresariales, que absorben en parte los aumentos de aquellos —en línea con lo observado en los últimos trimestres—. En consecuencia, en el escenario central estos supuestos permiten contener las presiones inflacionistas internas a lo largo del horizonte de proyección. Sin embargo, esta previsión de inflación se enfrenta a riesgos al alza derivados de la evolución futura de la remuneración por asalariado y de la contención de los márgenes empresariales. Estos riesgos se ven reforzados, además, por el reciente **acuerdo de incremento de las**

remuneraciones en el sector público, que podría generar efectos de arrastre sobre los salarios del sector privado. En conjunto, una dinámica salarial más elevada o márgenes empresariales superiores e incapaces de absorber el efecto de los aumentos salariales con aumentos de la productividad podrían comprometer la **desaceleración de la inflación proyectada en el escenario central**. En este escenario alternativo, la dinámica descrita afectaría negativamente a la competitividad de la economía española y, en última instancia, a la evolución de la actividad económica y el empleo.

En particular, este escenario se sustenta en dos desviaciones respecto al escenario central. Por un lado, se asume un efecto arrastre más acusado de la dinámica salarial de los trabajadores públicos sobre la remuneración de los asalariados del sector privado, de modo que los salarios pactados en la economía de mercado se situarían por encima de la senda contemplada en el escenario base. Por otro lado, se asume que se produciría un incremento de los márgenes superior al previsto en el escenario central, que contribuiría a amortiguar en menor medida el efecto absorción de los márgenes sobre el empleo y las presiones inflacionistas internas derivadas del aumento de los costes laborales. De acuerdo con este escenario, el crecimiento del PIB sería similar al contemplado en el escenario base en 2026, pero podría situarse hasta 0,3 pp por debajo en 2027, mientras que la inflación se situaría en torno a 0,1 pp y 0,6 pp por encima en 2026 y 2027, respectivamente (gráfico 9). Este impacto más acusado en 2027 obedecería tanto al perfil de los incrementos de las retribuciones —que serían más elevadas en 2027— como a los efectos rezagados de los incrementos salariales sobre la fijación de precios y, eventualmente, sobre la actividad económica.

Escenario 2: menor dinamismo de las exportaciones de servicios no turísticos

El presente ejercicio de proyecciones incorpora los efectos de una **revisión al alza en el dinamismo futuro de las exportaciones de servicios no turísticos**, partida que ha mostrado una notable actividad desde la pandemia y que, en los últimos trimestres, ha superado las expectativas. Esta evolución reciente de las exportaciones de servicios no turísticos, unida al significativo incremento de la inversión en activos intangibles —tras la reciente revisión de los datos de este tipo de inversión por parte del Instituto Nacional de Estadística— y al hecho de que su peso en el PIB es aún inferior al de las principales

Recuadro 3

EVALUACIÓN DE LA INCERTIDUMBRE EN TORNO AL ESCENARIO CENTRAL Y DESARROLLO DE ESCENARIOS ALTERNATIVOS PARA LA ECONOMÍA ESPAÑOLA (cont.)

economías de nuestro entorno, sugiere que existe un margen amplio para que se prolongue en un futuro la tendencia reciente de esta actividad exportadora. Asumir este auge sería coherente, además, con una cierta moderación en la trayectoria proyectada de la elasticidad de las importaciones respecto a la demanda final, dado que el contenido importador asociado a este tipo de exportaciones es inferior al de otros componentes de la demanda, como la inversión o las exportaciones de bienes.

En todo caso, y en línea con un eventual escenario de debilitamiento del comercio internacional en un entorno todavía de elevada incertidumbre comercial a escala global, existe el riesgo de que estas exportaciones de servicios registren un dinamismo menor que el previsto o de que las importaciones aumenten por encima de lo anticipado en el escenario central, lo que podría restar impulso al crecimiento del PIB.

Todas estas consideraciones se trasladan al escenario de la siguiente forma: se simula un escenario en el que las exportaciones de servicios no turísticos crecen a un ritmo inferior al previsto en el escenario central. Este menor crecimiento de las exportaciones de servicios hace que su peso en el PIB abandone su tendencia creciente y que la aportación de la demanda exterior neta no evolucione de manera tan favorable. Por tanto, en dicho escenario la demanda agregada se vería negativamente afectada, lo que se traduciría en una reducción tanto del PIB como de la inflación a lo largo del horizonte de proyección. En

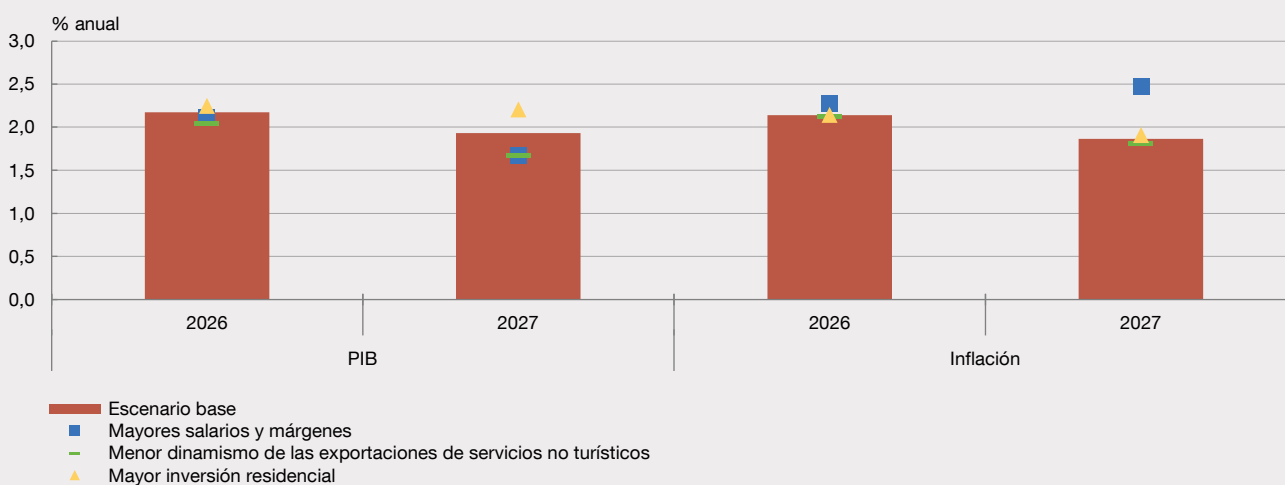
concreto, el crecimiento del PIB sería en torno a 0,1 pp inferior en 2026 y 0,3 pp en 2027, mientras que la inflación se situaría en torno a 0,1 pp por debajo en 2027 (gráfico 9).

Escenario 3: mayor crecimiento de la inversión residencial

En este ejercicio de proyecciones existe un grado significativo de incertidumbre sobre la evolución de la inversión en vivienda. Los datos más recientes apuntan a una cierta moderación en el ritmo de concesión de visados para la construcción de vivienda. En un contexto marcado por fricciones administrativas y regulatorias tanto en la producción de suelo como en la edificación, esta evolución sugiere que la inversión residencial podría perder dinamismo en los próximos años con respecto a lo observado en 2025. No obstante, el notable incremento de la demanda de vivienda, impulsado por los flujos migratorios y la creación neta de hogares, sugiere que los niveles de construcción residencial podrían ganar impulso en los próximos años.

En este contexto, se simula un escenario en el que la inversión en vivienda se acelera progresivamente como resultado de un mayor dinamismo en la concesión de visados. Este escenario implicaría un crecimiento del PIB superior al contemplado en el escenario central, especialmente en 2027, atendiendo al calendario de ejecución de estas inversiones. En concreto, respecto al escenario base, el crecimiento del PIB podría ser de en torno a 0,1 pp y 0,3 pp superior en 2026 y 2027,

Gráfico 9
Escenarios de PIB e inflación



FUENTE: Banco de España.

Recuadro 3

EVALUACIÓN DE LA INCERTIDUMBRE EN TORNO AL ESCENARIO CENTRAL Y DESARROLLO DE ESCENARIOS ALTERNATIVOS PARA LA ECONOMÍA ESPAÑOLA (cont.)

respectivamente, mientras que la inflación sería similar en 2026 y aproximadamente 0,1 pp superior en 2027 (gráfico 9).

Conclusión

La consideración conjunta de los diferentes enfoques para cuantificar la incertidumbre —y de los tres escenarios

alternativos— sugiere que los riesgos en torno al escenario central de actividad se mantienen equilibrados a corto plazo, mientras que presentan un riesgo ligeramente a la baja a medio plazo. Por su parte, los riesgos asociados a la senda prevista de inflación en el escenario central se situarían al alza a lo largo de todo el horizonte de proyección.

SIGLAS Y ABREVIATURAS UTILIZADAS

AAPP	Administraciones Públicas
AENC	Acuerdo para el Empleo y la Negociación Colectiva
AIReF	Autoridad Independiente de Responsabilidad Fiscal
BCE	Banco Central Europeo
CCLL	Corporaciones Locales
CIS	Centro de Investigaciones Sociológicas
CLU	Costes laborales unitarios
CNA	Contabilidad Nacional Anual
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
IRPF	Impuesto sobre la renta de las personas físicas
IVA	Impuesto sobre el valor añadido
Latam	Latinoamérica
NGEU	<i>Next Generation EU</i>
OPEP	Organización de Países Exportadores de Petróleo
PIB	Producto interior bruto
PMI	Índice de gestores de compras (<i>purchasing managers' index</i>)
RDL	Real Decreto-ley
TiVA	<i>Trade in Value Added</i>
UE	Unión Europea
UEM	Unión Económica y Monetaria
VAB	Valor añadido bruto
mm	Miles de millones
pb	Puntos básicos
pp	Puntos porcentuales