

La economía española capea el temporal arancelario

La economía española salva con nota un año cargado de desafíos. El 2025 ha sido un buen año para la economía española a pesar del complejo contexto internacional en el que ha estado operando debido, en gran medida, al conflicto arancelario de EE. UU. con el resto del mundo. A comienzos de 2025, el consenso de analistas estimaba un crecimiento del PIB del 2,4%, pero las previsiones fueron revisadas al alza conforme avanzaba el ejercicio, hasta alcanzar en diciembre el 2,9%, en línea con nuestra propia estimación vigente. De confirmarse esta previsión, la economía española crecería en 2025 algo más del doble que la eurozona, cuya previsión según el consenso de analistas es del 1,4%. Este buen desempeño se explica, principalmente, por el vigor de la demanda interna, impulsada por un mercado laboral dinámico, la bajada de los tipos de interés, los flujos migratorios y los fondos europeos. Estos factores han compensado con creces el impacto negativo del incremento de los aranceles sobre nuestras exportaciones de bienes hacia EE. UU.

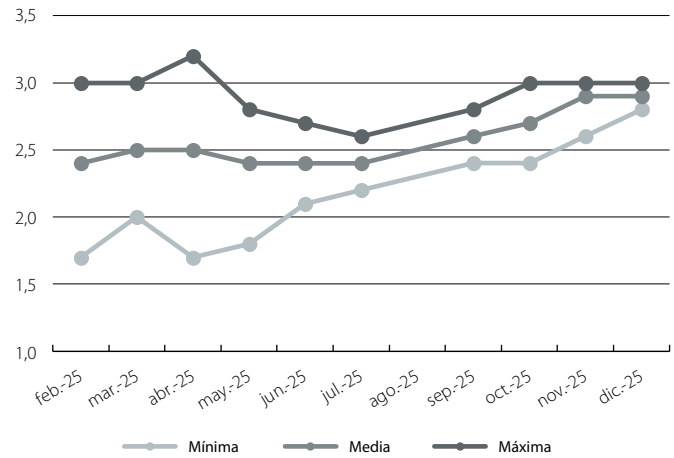
La demanda interna, el principal motor de crecimiento, aunque la demanda externa también ofrece matices interesantes. El crecimiento del PIB en el 3T 2025 se mantuvo inalterado en el 2,8% interanual tras la revisión del dato que realiza de manera habitual el INE dos meses después de la primera estimación. Hubo leves ajustes en el desglose del PIB, que reforzaron la diferencia entre la aportación de la demanda interna y la externa. Según las cifras actualizadas, la demanda interna sumó 3,8 p. p. al crecimiento interanual del PIB, 1 décima más que en la estimación preliminar, mientras que la demanda externa restó 1 p. p., 0,2 puntos más que lo previsto inicialmente.

El desglose del PIB muestra una economía que crece apoyada principalmente en el consumo privado y la inversión, con esta última partida creciendo por encima del 8% interanual y con crecimientos notables en todos sus subcomponentes. Por el lado del sector exterior, vemos que las exportaciones crecen a un buen ritmo, del 3,3% interanual, aunque detrás de esta cifra conviven una evolución débil de las exportaciones de bienes, que crecen apenas un 0,5% interanual, probablemente afectadas por los aranceles americanos, y un fuerte comportamiento de las exportaciones de servicios, que crecen un 8,7% interanual. Pese al buen comportamiento global de las exportaciones, las importaciones crecieron aún más, un 6,8%, lo que explica que la demanda externa reste al crecimiento del PIB. Esta fortaleza importadora no es necesariamente negativa si responde a compras destinadas a impulsar la inversión, tal y como parece ser el caso, y, en consecuencia, la productividad del tejido empresarial.

Buena evolución de los indicadores de actividad en el 4T. Por el lado de los indicadores de sentimiento, en el promedio del 4T, el PMI compuesto se situó en los 55,6 puntos, un registro elevado que apunta a un crecimiento robusto de la economía en el tramo final del año y que se sitúa por encima del promedio del trimestre anterior, de 54,1 puntos. Por el lado de los indi-

España: previsión del PIB de 2025 según el consenso de analistas

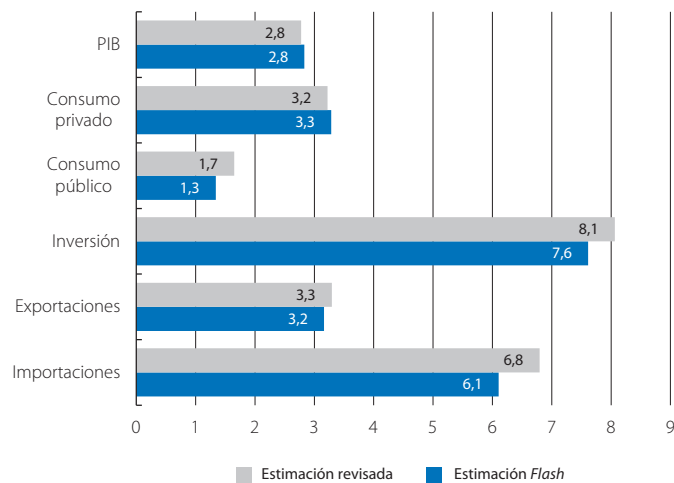
Variación anual (%)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Consensus Forecast.

España: PIB del 3T 2025 y sus componentes

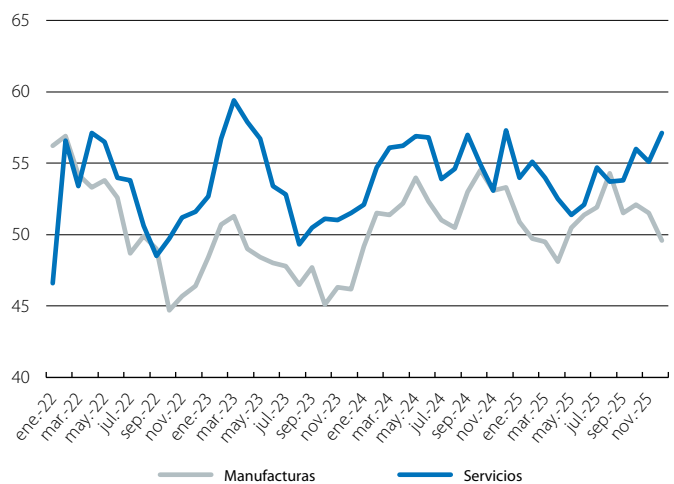
Variación interanual (%)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE.

España: PMI

Nivel



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de S&P Global PMI.

cadres de consumo, las ventas minoristas, en el promedio de octubre y noviembre, crecieron un 1,0% frente al promedio del 3T, igualando el registro del trimestre anterior, y el [Monitor de Consumo de CaixaBank Research](#), en el promedio del 4T, creció un 3,9% interanual, por encima del 3,2% del trimestre anterior. A su vez, las cifras de empleo han mantenido un buen tono, con un avance intertrimestral de la afiliación en el promedio del 4T del 0,7%, de tal modo que el crecimiento del empleo ha acelerado con respecto al trimestre anterior, cuando creció un 0,5%. Si tomamos el conjunto de la información disponible, nuestro modelo de *nowcasting* apunta que el PIB en el 4T habría crecido un 0,8% intertrimestral.

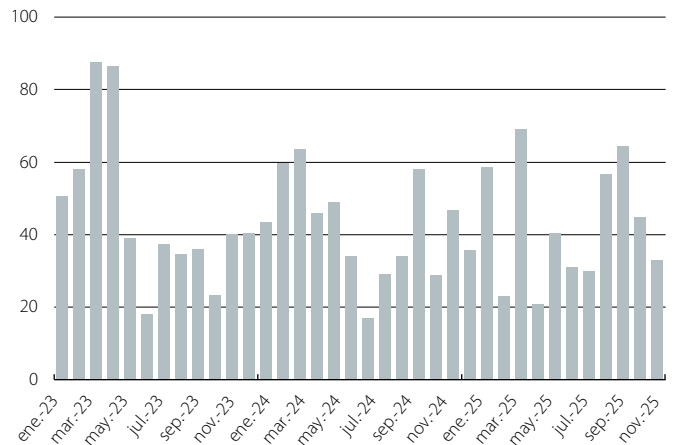
El mercado laboral cierra un muy buen año. La afiliación media a la Seguridad Social creció en diciembre en 19.180 trabajadores. Se trata de un dato modesto, si tenemos en cuenta que el aumento promedio en el bienio 2023-2024 fue de 32.700 personas, pero que consolida los buenos registros de octubre y noviembre. El comportamiento del mercado laboral en el conjunto de 2025 ha sido muy bueno y cierra el año con un aumento de 506.451 afiliados, lo cual supera ligeramente el registro del año anterior, de 502.000 afiliados. En términos interanuales, supone un crecimiento del 2,4%, el mismo registro que en 2024.

Primeros signos de moderación de la tasa de ahorro de los hogares. En el 3T 2025, y en términos acumulados de cuatro trimestres, la tasa de ahorro bajó 0,4 p. p. hasta el 12,3%. Es la primera caída (descontando la ínfima que tuvo lugar en el 1T 2025) desde el 3T 2022 y quizás señala el inicio de un proceso de convergencia de la tasa de ahorro desde sus elevados niveles actuales a cotas más acordes con su promedio histórico, alrededor del 8%-9%. La tasa de ahorro ha caído debido a que el ritmo de crecimiento del consumo se ha mantenido en el 6,2% interanual (acumulado de cuatro trimestres, también), mientras que el de la renta bruta disponible (RBD) ha disminuido en 0,5 p. p. con respecto al registro del trimestre anterior y se ha situado en el 5,6%. Esta ralentización en el crecimiento de la RBD se explica por el mayor crecimiento de los pagos por impuestos que han pasado de una tasa interanual del 6,9% en el 2T a una del 9,4% en el 3T (datos acumulados de cuatro trimestres). En contraposición, la buena marcha del mercado laboral ha permitido que el crecimiento de la remuneración de los asalariados se mantuviera en un elevado 7,0% interanual.

La inflación se modera ligeramente en diciembre. Así, en el último mes del año la inflación cayó 0,1 p. p. hasta alcanzar el 2,9%. Según el indicador adelantado del IPC, esta bajada responde a la disminución de los precios de los carburantes frente al incremento de diciembre de 2024, y, en menor medida, a un menor aumento de los precios de ocio y cultura frente a las subidas del mismo mes del año anterior. A su vez, la inflación subyacente se ha mantenido estable en el 2,6%. En el conjunto de 2025, la inflación se ha situado en el 2,7%, tras el 2,8% registrado en 2024, y la inflación subyacente en el 2,3%, tras el 2,9% del año anterior. En enero, prevemos que la inflación se debería moderar debido al desvanecimiento del impacto de la normalización del IVA sobre la factura eléctrica que tuvo lugar en enero de 2025.

España: afiliados a la Seguridad Social*

Variación intermensual (miles de personas)

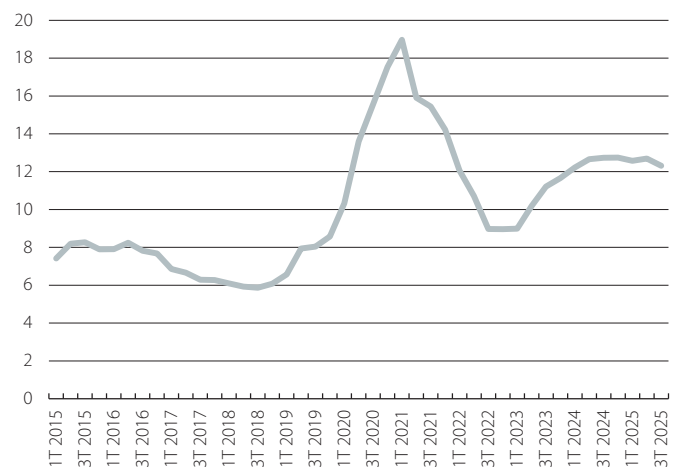


Nota: * Serie corregida de estacionalidad.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Ministerio de Inclusión, Seguridad Social y Migraciones.

España: tasa de ahorro de los hogares

(% de la renta bruta disponible)

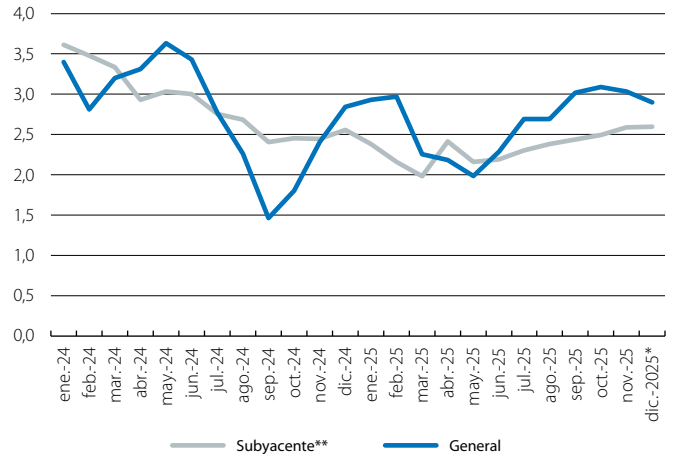


Nota: Acumulado de cuatro trimestres.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE.

España: inflación*

(%)



Notas: * Los datos de diciembre son preliminares. ** La inflación subyacente excluye alimentos no procesados y energía.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE.