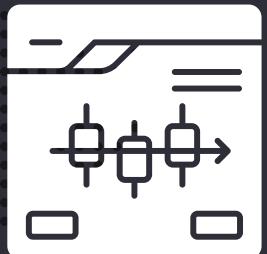


RealTime Macro

Diciembre de 2025



La economía española cerrará 2025 creciendo un 2,9%, más del doble que la eurozona, y comenzará 2026 manteniendo el dinamismo y navegando los crecientes riesgos.

Resumen ejecutivo.

- El RealTimeTracker, nuestro modelo de seguimiento y pronóstico en tiempo real, estima que un **crecimiento trimestral del PIB del 0,7% en el 4T25**, en línea con el promedio de los últimos cuatro trimestres. También anticipa, con información aún muy incompleta, una leve aceleración en el 1T26(+0,8%), indicando que el mantenimiento del dinamismo de la economía española proseguiría a corto plazo.
- En el avance del 0,7% del 4T25 habrían tenido una aportación positiva los índices de **cifra de negocio de la mayoría de las ramas de servicios**, compensada por señales mixtas en los índices de confianza y de inversión y una contribución levemente negativa de ciertos indicadores de demanda, de oferta y del mercado laboral.
- El perfil de crecimiento hasta el 3T25 y la estimación del RealTimeTracker para el 4T25 sitúan el **avance anual en el 2,9%**, siete décimas más que lo pronosticado a principios de año y más del doble que en la eurozona. Ello confirmaría la resistencia relativa de la economía española y su capacidad para sortear un balance de riesgos elevados.

Pronóstico trimestral

El RealTimeTracker, nuestro modelo de seguimiento y pronóstico en tiempo real, estima un **crecimiento trimestral del PIB del 0,7% en el último cuarto del año**, en sintonía con el promedio de los cuatro trimestres previos (0,8% trimestral en el 4T24 y 2T25 y 0,6% en el 1T25 y 3T25). Este avance superaría el pronóstico del Panel de Funcas (+0,5%, del 13-nov) y se alinea con el 0,7% del nowcast de AIReF, del 3-dic [ver notas metodológicas del RTT y el cuadro de seguimiento de la economía española al final del documento].

Este avance del 0,7% estimado supondría la continuación de la tendencia positiva de crecimiento, que ha sido ininterrumpida desde el cierre forzado de la economía en el 2T20 para contener la pandemia de la Covid. Más recientemente, **la tendencia positiva se ha mantenido en un contexto de riesgos sesgados al alza** y dificultades del entorno macro-financiero, y podría proseguir a corto plazo con avances en el entorno al 0,8% trimestral en el 1T26 según el RealTimeTracker, cifra aún provisional por una información todavía escasa e incompleta.

Fig 1. Evolución de la estimación de **crecimiento** intertrimestral PIB del 4T25 según nuestro **RealTimeTracker**. 5-dic.



Fuente: RealTimeTracker de EsadeEcPol

Determinantes de la evolución

El INE publicó un avance del PIB del 0,6% trimestral en el 3T, algo inferior al esperado. La **leve desaceleración frente al 0,8% del 2T** vino causado por un peor desempeño del sector exterior, debido a la importante caída de las exportaciones de bienes (la mayor caída desde el 3T23). La demanda interna siguió mostrando un buen comportamiento por parte del consumo privado y la inversión (en sus distintos rubros: construcción, bienes de equipo y propiedad intelectual), así como por el repunte del consumo público. Por el lado de la oferta, el PIB se moderó frente al 2T en la mayoría de ramas de actividad, destacando construcción, comercio y hostelería o actividades financieras y de seguros.

La estimación actual del 0,7% en el 4T ha mostrado una moderada de desaceleración desde cotas cercanas al 0,9% a mediados de octubre, debido a:

- Las **señales mixtas en los índices de gestores de compras** (en positivo el PMI de servicios y en negativo el PMI de manufacturas) y en los indicadores de inversión (en positivo la de construcción y en negativo la de bienes de equipo); y
- La **contribución levemente negativa de indicadores de demanda** (ventas de grandes empresas o comercio minorista), de oferta (producción industrial) y del mercado laboral (afiliaciones).

Estos componentes se han visto compensados por la buena marcha de los índices de cifra de negocio en la mayoría de las ramas de servicios, destacando comercio, transporte y almacenamiento y otros servicios, que influyen positivamente en la estimación del 4T.

Fig 2. Contribución ● neutra, ↑ positiva o ↓ negativa a nuestro pronóstico del PIB en tiempo real de los indicadores.

	Pronóstico del PIB en tiempo real de los indicadores					
	10-OCT	225-OCT	28-OCT	18-NOV	2-DIC	5-DIC
Comercio y consumo	●	↑	●	↓↓	↓↓	●
Industria y construcción	●	↑	●	↓↓	●	↓↓
Inversión	●	↓	●	●	●	●
Mercado de trabajo	●	●	●	↓↓	↑	↓
Otros servicios	●	↑↑	●	●	●	●
PMI y adelantados	●	↓↓	↓↓	●	●	●
Revisiones	●	●	↓↓	↑	↑	↑

Evolución del pronóstico anual

Los datos de Contabilidad Nacional hasta septiembre y la estimación del RTT del 4T **anticipan un crecimiento del 2,9% en 2025**, en línea con la previsión actual de otros organismos (Gobierno, FMI, Comisión Europea, OCDE o Panel de Funcas).

Este 2,9% anual estimado quedaría varias décimas por debajo del registro de 2024 (3,5%), según se esperaba, pero varias décimas por encima al 2,2% proyectado a principios de 2025, lo que reflejaría una vez más que las proyecciones de crecimiento de la economía española tienden a quedarse cortas durante los ciclos expansivos.

Fig 3. Estimación de crecimiento del PIB interanual según el RealTimeTracker · [y evolución real desde el 2017](#)



Fuente: RealTimeTracker de EsadeEcPol

El 2,9% anual estimado sentaría también las bases para mantener el tono positivo en 2026. En concreto, el efecto arrastre sería del 1,1% (cifra de avance en 2026 si la economía se mantuviera estancada durante todos los trimestres) y, si llegara a registrarse el 0,8% de la estimación preliminar del RTT en el 1T26, el crecimiento anual en 2026 rondaría un 1,9% "garantizado" (sin avances trimestrales el resto del año). Por tanto, la perspectiva para 2026 es por ahora favorable, como muestran las predicciones vigentes (2,0% FMI, 2,1% Panel de Funcas, 2,2% OCDE y 2,3% Comisión Europea), aunque en trayectoria de moderación frente al dinamismo de los últimos años.

Además, el 2,9% **habría superado notablemente el avance en la eurozona** (del 1,2-1,3% en 2025 según los principales organismos), reflejando diversos factores positivos de tipo coyuntural y estructural de la economía española enunciados en el [MacroRealTime de septiembre](#), factores que seguirán teniendo un impacto el año que viene.

En conjunto, **España habría conseguido sortear el conjunto de riesgos y vulnerabilidades existentes**, principalmente de origenación externa, entre los que destacan:

- Focos de riesgo geopolítico;
- Mayores barreras comerciales;
- Un potencial repricing abrupto en mercados financieros, que podría amplificarse por el apalancamiento de instituciones financieras no bancarias (NBFIs) y la volatilidad de los criptoactivos;
- Preocupaciones fiscales que han derivado en rentabilidades más altas en la deuda pública a largo plazo, y que estarían tensionando las condiciones financieras, complicando el servicio de la deuda y afectando potencialmente al crecimiento económico.

Estos factores **continuarán presentes en 2026, lo que apunta a una incertidumbre** material respecto a las perspectivas macroeconómicas globales. En este sentido, se prevén persistentes a corto plazo las tensiones geopolíticas, la fragmentación del comercio y de los mercados financieros, las presiones sobre los mercados de deuda soberana o las elevadas valoraciones de los activos de riesgo. Todo ello indicaría que la **economía española deberá navegar en 2026 un panorama de riesgos sustancialmente similar** al de 2025, que podría amplificar las vulnerabilidades para enfrentar diversas perturbaciones externas, en un contexto de repunte inflacionario y de márgenes de maniobra reducidos por la parálisis doméstica en el ámbito presupuestario o legislativo.

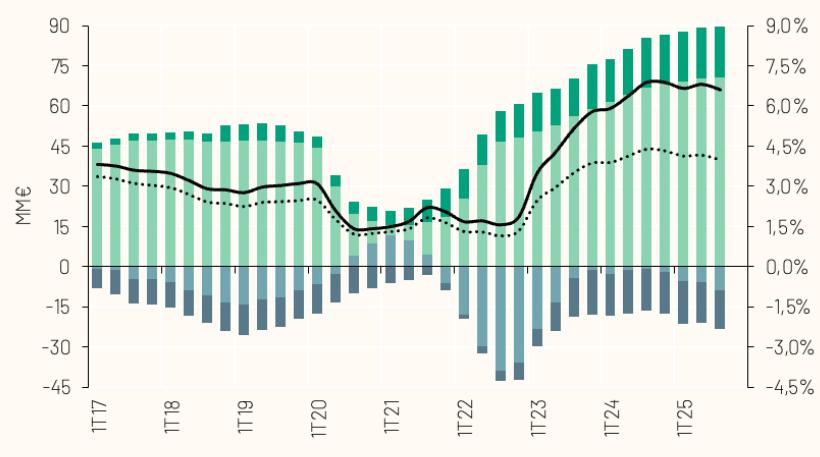
Zona de consulta · Evolución de tendencias fundamentales

– Crecimiento PIB -- evol. indexada a 2T08 = 100
 %↑ demanda interna ... evol. indexada a 2T08 = 100



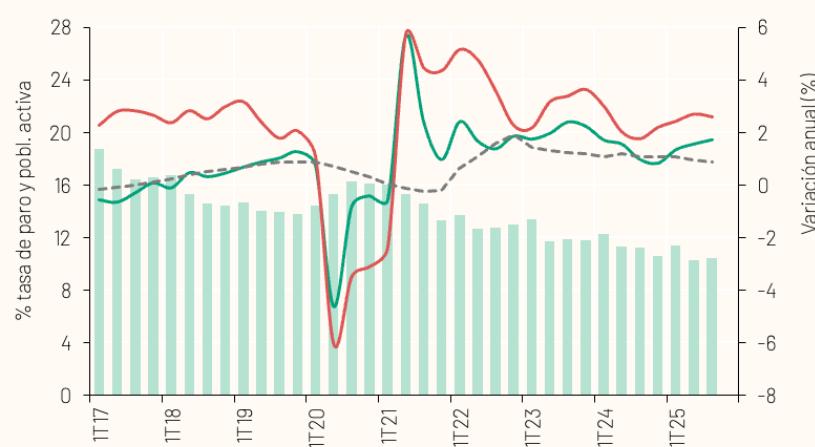
Fuente: INE (CNTR). Índices de volumen encadenado corregidos (cvec). (a) Contrib. al crec. interanual

Saldo de la balanza de pagos: cuenta de capital · turismo · b/s no turísticos · renta primaria y secundaria
 – capacidades vs de financiación -- en % PIB



Fuente: BE. Series acum. a 12 meses. Cap/Nec neta de financ., aproximada por el saldo de Balanza de Pagos.

Mercado de trabajo: tasa de paro – %↑ de activos – %↑ de ocupados -- %↑ población en edad de trabajar



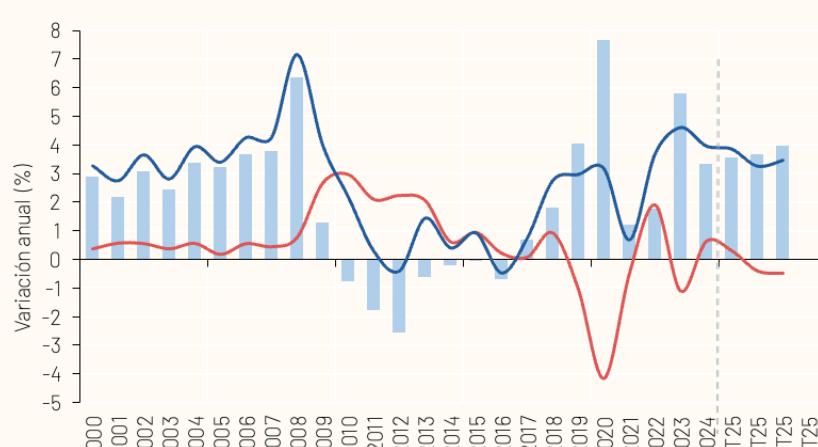
Fuente: INE (EPA). Series suavizadas.

Precios: energía · alimentos sin elaborar · IPC subyacente



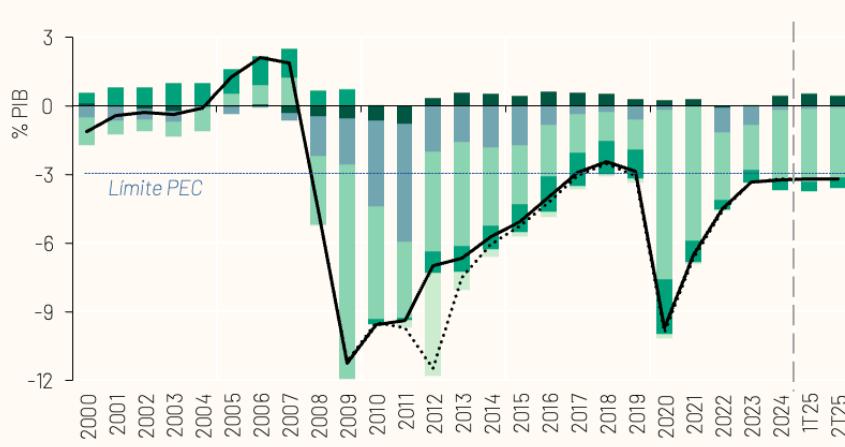
Fuente: INE. IPC subyacente (IPSEBENE) = alimentos elaborados + bienes industriales sin energía (BINE) + servicios. Las contribuciones del último trimestre pueden no coincidir con el IPC total si se dispone del dato

Competitividad: coste laboral unitario – remuneración por asalariado – productividad por ocupado



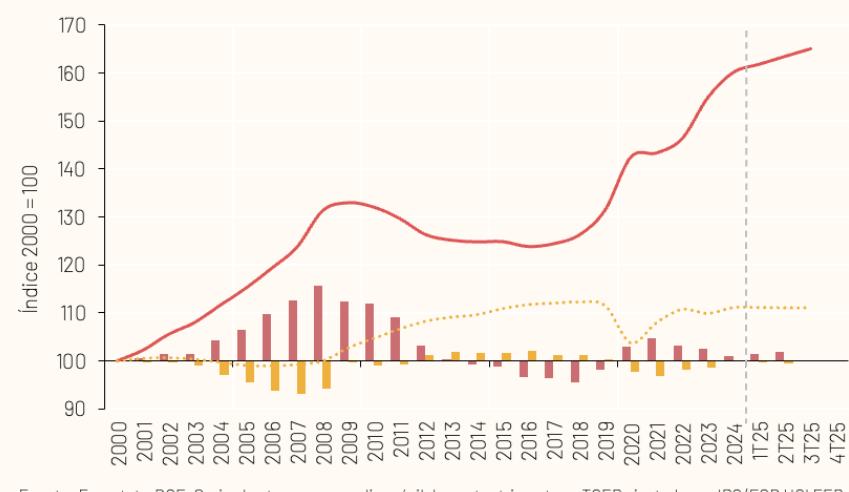
Fuente: INE (CNTR). La serie de ocupados es la de puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo (PTETC).

Saldo fiscal: seguridad social · admón. central · CCAAs · entidades locales · apoyo financiero ... total AAPP – sin apoyo financiero



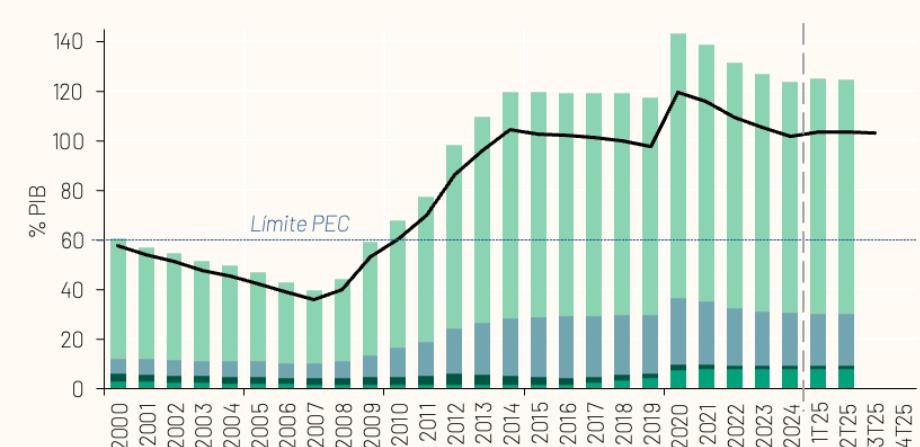
Fuente: IGAE, serie acumulada a 4 trimestres. (a) Sin apoyos al sector financiero, que ascendieron a 2.059 mill. (2008-11), 46.693 mill. (2012) y 25.112 mill. (2013-23). En total del 2008 al 2022 totalizan 73.864 millones, un 5,1% del PIB de 2023.

Competitividad: – tipo de cambio efectivo real ■ brecha acum. – coste laboral unitario ■ brecha – productividad real ■ brecha



Fuente: Eurostat y BCE. Series brutas en promedio móvil de cuatro trimestres. TCER ajustado por IPC (ECB HCI EER-38).

Deuda pública bruta: seguridad social · admón. central · CCAAs · entidades locales – total AAPP



Fuente: Banco de España. Series PDE (salvo Total Pasivos Financieros). (*) La serie Total AA.PP. no es igual a la suma de sus partes, al consolidarse la parte en manos entre los distintos subsectores.

Zona de consulta · Seguimiento de indicadores clave

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	→ Var. interanual	3T24	4T24	1T25	2T25	3T25
Contabilidad Nacional - variaciones													
PIB	2,4	2,0	-10,9	6,7	6,2	2,7	3,1	3,6	3,7	3,1	3,0	2,8	
Demanda interna ⁽¹⁾	2,9	1,6	-9,0	7,2	2,9	1,7	2,8	2,8	3,4	3,2	3,5	3,7	
Demanda externa ⁽¹⁾	-0,5	0,3	-2,0	-0,5	3,2	1,0	0,4	0,8	0,3	-0,1	-0,5	-0,9	
Gasto en consumo final	1,8	1,4	-8,2	6,1	3,7	2,7	3,2	3,2	3,4	3,3	3,0	2,8	
Privado ⁽²⁾	1,7	1,1	-12,1	7,1	4,8	1,8	2,9	3,2	3,8	3,8	3,3	3,3	
Público	2,1	2,2	3,5	3,6	0,6	5,2	4,1	3,2	2,4	2,0	1,9	1,3	
Formación Bruta de Capital Fijo	6,5	4,9	-8,9	2,6	3,3	2,1	3,0	1,9	5,1	5,0	5,2	7,6	
Construcción	10,1	8,4	-8,4	0,5	2,2	3,0	3,5	3,7	5,7	2,9	3,4	6,4	
Maquinaria y bienes de equipo	4,2	2,0	-13,0	2,9	2,4	1,3	2,9	-0,9	5,7	8,9	9,3	10,8	
Exportaciones	1,7	2,3	-20,1	13,4	14,3	2,8	3,1	4,9	3,2	3,4	4,1	3,2	
Importaciones	3,9	1,3	-15,1	15,0	7,7	0,3	2,4	4,3	4,4	5,2	6,1	6,1	
PIB nominal	3,6	3,4	-9,9	9,4	11,2	9,1	6,2	7,0	6,0	5,3	5,6	5,7	
Nivel en MM€ ⁽³⁾	1.212	1.254	1.129	1.235	1.374	1.498	1.592	1.571	1.594	1.615	1.637	1.660	
Remuneración de asalariados	4,3	6,4	-4,1	7,5	8,6	9,1	7,7	6,8	7,1	6,9	7,0	6,9	
Excedente bruto de explotación	2,6	0,9	-13,9	8,4	16,1	9,2	4,1	6,8	2,3	3,6	3,9	3,8	
Impuestos netos	5,2	0,9	-19,8	24,2	4,3	8,4	8,4	8,1	17,3	5,1	5,8	7,8	
Coste Laboral Unitario	1,8	4,1	7,7	1,2	1,9	6,1	4,0	2,6	3,1	3,6	3,7	4,0	
Productividad por ocupado	0,9	-1,1	-4,2	-0,5	2,0	-0,5	0,7	1,1	1,0	0,3	-0,4	-0,5	
Confianza, actividad, mercado laboral, sector exterior y finanzas públicas - niveles y variaciones													
Índice de sentimiento económico - nivel ⁽¹⁾	108,0	104,7	89,9	105,1	101,2	100,5	103,0	105,5	101,5	103,3	103,1	103,6	
PMI manufacturas - nivel ⁽²⁾	53,3	49,1	47,5	57,0	51,0	48,0	52,2	51,5	53,6	50,0	50,0	52,6	
PMI servicios - nivel ⁽²⁾	54,8	53,9	40,3	55,0	52,5	53,6	55,3	55,2	55,1	55,3	52,5	54,2	
Índice de Producción industrial - variación ⁽³⁾	0,5	0,6	-9,2	7,3	2,4	-1,6	0,4	-0,2	1,3	-0,7	1,5	2,5	
Bienes de consumo ⁽³⁾	-0,3	1,4	-7,2	7,9	3,4	-2,0	1,8	0,7	1,8	-1,1	1,3	2,8	
Bienes intermedios ⁽³⁾	1,5	-1,1	-7,7	9,9	-3,1	-3,5	0,7	1,3	1,2	0,6	0,5	0,9	
Cifra de negocios en industria - variación ⁽³⁾⁽⁴⁾	4,4	0,0	-11,8	16,2	21,2	-1,0	-0,2	-0,6	0,2	0,9	0,4	1,1	
Índice de actividad en servicios - variación ⁽³⁾⁽⁴⁾	6,1	3,7	-15,7	21,7	18,5	2,7	2,6	3,1	2,6	5,2	4,3	5,1	
Ventas reales minoristas - variación ⁽³⁾⁽⁵⁾	0,7	2,3	-6,7	4,4	2,2	2,5	1,8	2,5	2,9	3,4	5,1	4,5	
Matriculaciones de turismos - variación ⁽³⁾	7,8	-5,5	-32,0	3,3	-6,1	14,0	5,5	0,6	6,6	15,6	16,4	16,3	
Entrada de turistas - variación ⁽¹³⁾	1,1	0,8	-77,3	64,7	129,8	18,9	10,1	7,9	7,4	5,7	4,2	1,8	
Pernoctaciones totales - variación ⁽¹³⁾	-0,2	0,9	-73,1	87,4	85,4	8,2	5,0	2,2	3,6	-3,2	2,6	1,3	
Afiliados a la Seguridad Social - variación ⁽³⁾	3,1	2,6	-2,0	2,5	3,9	2,7	2,4	2,3	2,4	2,3	2,2	2,3	
Paro registrado - variación ⁽³⁾	-6,5	-4,0	18,0	-4,1	-16,9	-6,6	-5,0	-5,1	-5,5	-5,8	-5,8	-5,8	
Salario medio - variación ⁽⁶⁾	0,7	0,9	0,3	1,0	3,7	4,0	3,8	4,1	3,5	3,3	2,8	2,6	
Tasa de desempleo - nivel	15,3	14,1	15,5	14,8	13,0	12,2	11,3	11,2	10,6	11,4	10,3	10,5	
Exportaciones reales de bienes - variación ⁽⁷⁾	-0,1	1,1	-9,3	11,6	3,9	-5,1	-1,6	2,0	-1,3	0,8	-0,1	0,3	
Importaciones reales de bienes - variación ⁽⁷⁾	3,0	0,7	-0,7	8,6	18,3	4,0	1,8	1,1	6,2	12,5	10,3	10,3	
Términos de intercambio ⁽⁸⁾	-1,5	0,7	2,6	-3,3	-6,3	6,0	2,4	1,7	5,3	4,5	7,4	4,7	
Saldo comercial real - nivel en MM€ ⁽⁷⁾⁽⁹⁾	-35,7	-36	-23,3	-25,6	-38,5	-35,6	-42,8	-36,5	-42,8	-52,5	-61,9	-70,4	
Variación en %	-2,9	-2,9	-2,1	-2,1	-2,8	-2,4	-2,7	-2,3	-2,7	-3,3	-3,8	-4,2	
Capacidad / necesidad financiera - % PIB ⁽⁹⁾⁽¹⁰⁾	2,4 %	2,5 %	1,2 %	1,6 %	1,3 %	3,7 %	4,2 %	4,4 %	4,3 %	4,1 %	4,2 %	4,0 %	
Saldo de la cuenta corriente - % PIB ⁽⁹⁾	1,9 %	2,1 %	0,8 %	0,8 %	0,4 %	2,7 %	3,0 %	3,2 %	3,2 %	3,0 %	3,0 %	2,8 %	
Nivel en MM€	22,8	26,7	8,9	9,5	4,8	39,8	48,1	50,5	50,7	47,8	49079	47031	
Saldo de bienes y servicios no turísticos	-13.555	-8.932	8.485	-6.308	-35.965	82	-138	-1.026	-2.077	-5.571	-5.839	-8.849	
Deuda externa neta - % PIB	-78,0 %	-72,0 %	-83,7 %	-69,4 %	-57,7 %	-51,3 %	-44,0 %	-45,6 %	-41,0 %	-42,6 %	-44,1 %	-	
Saldo fiscal de las AAPP - % PIB ⁽¹¹⁾⁽¹²⁾	-2,4 %	-2,9 %	-9,7 %	-6,5 %	-4,5 %	-3,5 %	-3,2 %	-2,9 %	-3,2 %	-3,2 %	-3,2 %	-	
Deuda pública bruta - % PIB ⁽¹¹⁾⁽¹²⁾	97,6 %	97,7 %	119,3 %	115,7 %	109,5 %	105,1 %	101,8 %	104,2 %	101,6 %	103,4 %	103,4 %	103,0 %	
Variables monetarias y financieras - niveles y variaciones													
Inflación general - variación	1,7	0,7	-0,3	3,1	8,4	3,6	2,8	2,2	2,4	2,7	2,2	2,8	
Diferencial España-UEM	0,0	-0,4	-0,6	0,5	0,0	-2,0	0,5	0,2	0,1	0,3	0,1	0,7	
Inflación subyacente ⁽¹⁾	1,0	0,5	0,9	0,8	5,1	6,1	2,9	2,6	2,5	2,2	2,3	2,4	
Deflactor del PIB	1,2	1,4	1,1	2,5	4,7	6,2	3,0	3,2	2,2	2,1	2,5	2,8	
Precio de la vivienda - variación	6,7	5,1	2,1	3,7	7,4	4,0	8,4	8,1	11,3	12,2	12,7	-	
Tipo de interés oficial - % ⁽²⁾	-0,40	-0,50	-0,50	-0,50	2,00	4,00	3,00	3,50	3,00	2,50	2,00 </td		

FUENTES Y NOTAS METODOLÓGICAS

Qué es y como funciona el RealTimeTracker

El RealTimeTracker de EsadeEcPol comprende más de 20 indicadores sobre los que hace una predicción informada por su evolución pasada y la paralela de otros indicadores, corregidos por estacionalidad y otros efectos de calendario. Sobre esto aplica un modelo dinámico factorial que arroja un pronóstico agregado sobre el PIB trimestral y otro sobre el anual actualizado en tiempo real. Al pronóstico le asigna además un grado de confianza. Cuando alguno de los indicadores se actualiza con el dato final, el modelo agregado también actualiza su pronóstico sobre el PIB del presente trimestre y de los siguientes, así como la probabilidad de crecimiento o contracción. Con ello, el RealTimeTracker informa al mismo tiempo de qué va a pasar con la economía española, qué grado de certeza tenemos, y cuáles son los componentes empujando hacia arriba o hacia abajo nuestra estimación. Por la propia naturaleza del modelo, hay que tomar siempre las estimaciones como una foto fija de un objeto en movimiento, provisional en tanto que está condicionada por el momento en que se toma y los indicadores disponibles.

ZONA DE CONSULTA

Contabilidad nacional

Fuente: INE (CNTR, referencia 2015). Índices de volumen encadenado (cvec). (*) Los datos anuales para el año en curso se refieren al acumulado de la información disponible frente al mismo periodo del año previo. (1) Contribución (en p.p.). (2) Sólo hogares. (3) Acumulado a cuatro trimestres.

Confianza, actividad, mercado laboral, sector exterior y finanzas públicas

Fuente: INE, Mineco, BE, CE, Markit, IGAE y Anfac. En tasa interanual salvo indicación. Las tasas del último trimestre para las series mensuales, si no se dispone del dato del trimestre completo, se calculan a partir de la media de los meses disponibles. El dato anual para el año en curso se refieren al acumulado de la información disponible frente al mismo periodo del año previo. (1) Media histórica = 100; para la confianza del consumidor, saldo +/- de respuestas transformado a base 100.

(2) Nivel > 50 indica expansión de la actividad y < 50 contracción.
(3) Serie corregida de variación estacional y calendario (cvec).
(4) En términos corrientes (nominales). (5) Con estaciones de servicio y a precios constantes. (6) Serie nominal de grandes empresas (a población constante y cvec). (7) Deflactadas con los Índices de Valor Unitario (IVU) correspondientes. (8) Variación interanual de precios de exportación menos de importación (IVU). (9) Datos acum. a 12m (el dato trimestral y el del año en curso corresponden al del último mes con datos). (10) Series del BE: la Cap. (+) / Nec. (-) financiera de la nación se aproxima por el saldo de Balanza de Pagos (Cuenta Corriente + Cuenta Capital). (11) Según PDE. (12) Acumulado a 4T sin apoyos al sector financiero. (13) Por el confinamiento ante la pandemia de la COVID-19 no se registraron pernoctaciones en abr-20 ni entradas de turistas en abr-20 y may-20, por lo que se representa como #N/D.

Variables monetarias y financieras

Fuente: INE, IGAE, BE, Eurostat, BCE y Reuters. (*) En tasa interanual salvo indicación. Para las series mensuales del último trimestre, si no hay información del trimestre completo, se calculan con la media de los meses disponibles. Los datos anuales para el año en curso se refieren al acumulado de la información disponible hasta el momento frente al mismo periodo del año previo. (1) Excluye energía y alimentos no elaborados. (2) Fin de periodo. (3) Un signo positivo en el Target implica una posición deudora del BE frente al Eurosistema. (4) TCER para España (<100=depreciación acumulada frente a 1T08; >100=apreciación acumulada frente al 1T08); (5) TCER para España (<0=depreciación interanual; >0=apreciación interanual). (6) stock de AAPP, empresas y familias. (7) Sociedades no financieras: préstamos y créditos + valores distintos de acciones + préstamos exteriores. (8) Hogares e ISFLSH: financiación a la vivienda y resto. (9) Créditos "dudosos" / stock de crédito total concedido a sectores residentes.

Evoluciones fundamentales

Las tasas del último trimestre para las series mensuales, si no se dispone de la información del trimestre completo, se calculan a partir de la media de los meses disponibles.