2025

Trimestre 3

Informe trimestral de la economía vasca

EUSKO JAURLARITZA GOBIERNO VASCO

EKONOMIA, LAN ETA ENPLEGU SAILA
Ekonomia Zuzendaritza

DEPARTAMENTO DE ECONOMÍA, TRABAJO Y EMPLEO
Dirección de Economía

INFORME TRIMESTRAL DE LA ECONOMÍA VASCA 2025

3º TRIMESTRE

Servicio de Coyuntura y Previsión Económica

EUSKO JAURLARITZA GOBIERNO VASCO

EKONOMIA, LAN ETA ENPLEGU SAILA
Ekonomia Zuzendaritza

DEPARTAMENTO DE ECONOMÍA, TRABAJO Y EMPLEO
Dirección de Economía

Eusko Jaurlaritzaren Argitalpen Zerbitzu Nagusia
Servicio Central de Publicaciones del Gobierno Vasco

Vitoria-Gasteiz, 2025

Un registro bibliográfico de esta obra puede consultarse en el catálogo de la Biblioteca general del Gobierno Vasco: https://www.katalogoak.euskadi.eus/katalogobateratua

Edición: 2ª, octubre 2025

©: Administración de la Comunidad Autónoma del País Vasco
Departamento de Economía, Trabajo y Empleo

Internet: www.euskadi.eus

Edita: Servicio Central de Publicaciones del Gobierno Vasco
Donostia-San Sebastián, 1–01010 Vitoria-Gasteiz

Autoría y traducción: Servicio de Coyuntura y Previsión Económica
Departamento de Economía, Trabajo y Empleo

ISSN: 3101-1578 (versión en línea)

Informe trimestral de la economía vasca

SÍNTESIS 3
ENTORNO ECONÓMICO 5
ECONOMÍA VASCA 9
Producción y empleo 9
Demanda interna y externa 14
Precios, salarios y costes 21
Sector público 26
Sector financiero 28
Previsiones 35

Índice de gráficos

Economía mundial. PIB (I) 5
Economía mundial. PIB (II) 6
Evolución del empleo 12
Evolución de las hipotecas formalizadas para vivienda 32
Previsiones 2025-2026 (I) 41
Previsiones 2025-2026 (II) 42

Índice de tablas

Variables de la oferta 9
Indicadores de actividad 10
Variables de la demanda 14
Indicadores de consumo e inversión 15
Exportaciones por productos 17
Destino de las exportaciones 18
Origen de las importaciones 20
Desglose del índice de precios al consumo 21
IPC de Euskadi 23
Incremento salarial pactado en convenio 25

Costes laborales 25
Evolución de los tributos concertados (enero-agosto) 27
Indicadores monetarios y financieros (I) 28
Indicadores monetarios y financieros (II) 30
Créditos y depósitos 34
Previsiones económicas 36
Previsiones económicas para la economía española (septiembre 2025) 38
Hipótesis para la elaboración de las previsiones (septiembre de 2025) 39
Previsiones trimestrales para la economía vasca (septiembre 2025) 40

SÍNTESIS

En el segundo trimestre de 2025, la economía vasca registró un crecimiento interanual del 2,2%, una décima más que en el trimestre anterior, lo que permitió consolidar la senda de recuperación iniciada a comienzos de año. Este avance se produce tras cerrar el cuarto trimestre de 2024 con un PIB del 2,0%, muy por debajo del 3,1% con el que arrancó aquel ejercicio, reflejo de la notable desaceleración experimentada entonces. La revisión al alza de la contabilidad nacional por parte de Eustat ha acentuado esta tendencia. El dato del segundo trimestre superó en una décima la previsión publicada por la Dirección de Economía en junio (2,1%). Este avance se alinea con el dinamismo de la economía española, que creció un 3,1%, y con la aceleración observada en la zona del euro (1,5%). No obstante, todo apunta a que el PIB vasco en 2025 se situará por debajo del nivel alcanzado en 2024, aunque con una composición similar.

La debilidad que mostraron algunos de los principales países europeos fue consecuencia de la falta de actividad de la industria, un factor que también afectó al sector en Euskadi. Así, el valor añadido industrial vasco apenas aumentó un 0,1% interanual, claramente por debajo de los datos precedentes, lo que intensificó su desaceleración. Desde comienzos de 2024 la industria pasó de crecer un 2,9% a un incremento prácticamente nulo. En las manufacturas, la atonía fue incluso mayor; el sector se estancó (0,0%). Entre las causas de esta falta de dinamismo destacaron la debilidad de la demanda exterior, la incertidumbre derivada de la volátil política comercial y arancelaria de Estados Unidos y las dudas sobre el desarrollo de algunas tecnologías.

En contraste, la construcción se consolidó como el sector más dinámico en términos de tasas de crecimiento, al aumentar su valor añadido un 3,1%, 1,4 puntos por encima del registro anterior y claramente por encima del promedio de la economía. El índice coyuntural de la construcción aumentó hasta el 7,6%, la compraventa de viviendas registró un importante aumento del 28,6%, y la afiliación a la Seguridad Social creció un 1,9%, lo que anticipa nuevos incrementos de la actividad en los próximos trimestres.

Por su parte, los servicios continuaron siendo la base del crecimiento de la economía vasca, con un incremento del valor añadido del 2,8% en el segundo trimestre, ligeramente superior al del trimestre anterior y acorde con la evolución reciente. Se apreció una notable fortaleza en los tres grupos de actividades que componen el sector, con especial dinamismo en el bloque que incluye comercio, hostelería y transporte, que creció cuatro décimas respecto al primer trimestre y se situó en el 3,3%. Las actividades más ligadas al sector público (administración pública, educación, sanidad y servicios sociales) también mejoraron su registro en una décima, y únicamente el resto de servicios (2,7%) redujo ligeramente su ritmo, aunque mantuvo un tono expansivo muy elevado.

Desde la óptica de la demanda, se observó una clara desaceleración de los intercambios comerciales con el exterior (el extranjero más las otras comunidades autónomas), de modo que tanto las exportaciones como las importaciones perdieron impulso respecto al trimestre anterior. En las exportaciones, la tasa de crecimiento fue del 0,8%, frente al 2,0% del trimestre precedente; en las importaciones, el crecimiento se moderó del 2,4% al 1,4%. La combinación de ambos resultados mostró que la aportación del saldo exterior al incremento del PIB fue negativa, del orden de cuatro décimas.

Una vez más, el peso del crecimiento del PIB vasco recayó en la demanda interna, que creció un 2,6%, dos décimas más que en el primer trimestre y consistente con los últimos registros. Los dos componentes principales de la demanda interna mostraron una evolución favorable, si bien el incremento de la inversión fue mucho más dinámico que el del consumo. En concreto, la formación bruta de capital se aceleró de manera notable y registró un crecimiento del 3,5%, con una evolución especialmente favorable en la inversión en bienes de equipo, que aumentó un 4,0%, y también en el resto de la inversión, más ligada a la construcción (3,2%). Por su parte, el gasto en consumo final creció un 2,3% interanual, en línea con los últimos trimestres. En ese resultado influyó decisivamente la fortaleza del consumo de los hogares, que se aceleró hasta el 2,9% gracias al dinamismo del empleo y a la recuperación del poder adquisitivo a medida que la inflación se moderó. El consumo de las administraciones públicas, en cambio, intensificó su senda decreciente iniciada a mediados de 2024 y se redujo hasta el 0,2%.

Esta evolución positiva se reflejó también en el mercado laboral, que creció en el segundo trimestre un 1,4% en puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo, tan solo una décima menos que en los dos trimestres anteriores. Todos los sectores contribuyeron a este crecimiento, salvo el primario, que registró una ligera caída. El empleo en la industria creció un 0,2%, en la construcción un 1,9% y en los servicios un 1,8%.

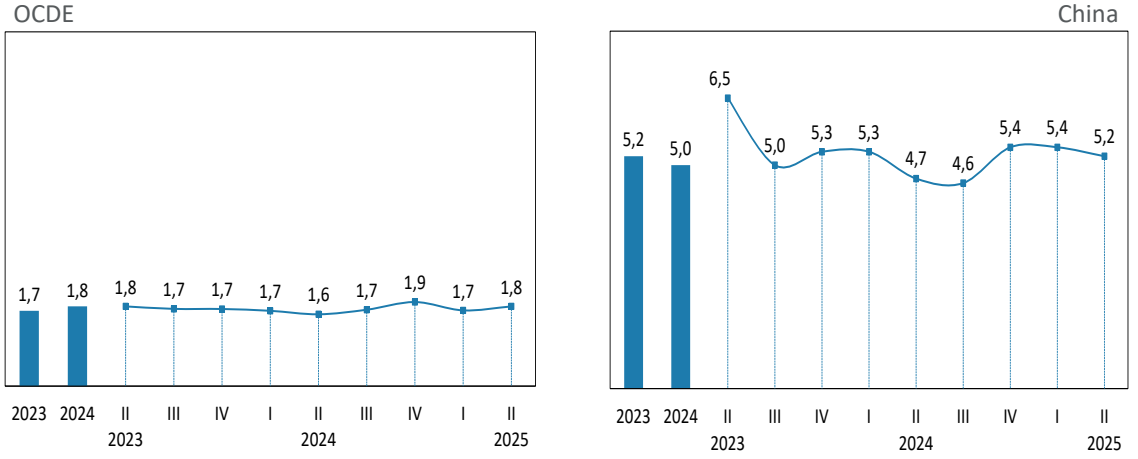
La moderación de la inflación fue otra de las claves del crecimiento de la economía vasca. A principios de año, la tasa de variación se elevó hasta el 3,5%, pero desde entonces la tendencia fue de moderación, con algún repunte puntual. En agosto, la tasa se situó en el 2,8%, con una inflación subyacente en el 2,5%. La tendencia a la baja es común al resto de economías desarrolladas, un hecho que ha permitido a los principales bancos centrales reducir los tipos de interés y, con ello, moderar los costes que soportan las empresas y las familias.

Finalmente, la nueva información coyuntural disponible y la actualización de las hipótesis de contexto permitieron elaborar un escenario macroeconómico para 2025 y 2026 más optimista que el de junio. En concreto, se estimó que el crecimiento del PIB real este año será del 2,2% y que el próximo se producirá una suave desaceleración hasta el 1,9%. Por su parte, el empleo aumentará un 1,4% este año y se moderará tres décimas en 2026, hasta el 1,1%.

ENTORNO ECONÓMICO

Durante el segundo trimestre de 2025, la economía mundial mantuvo un tono de crecimiento estable, lo que confirmó la resiliencia mostrada en la primera parte del año. Este avance global se apoyó principalmente en el dinamismo de Estados Unidos y de las principales economías asiáticas, como China e India, que contribuyeron a alejar los temores de una desaceleración más intensa y contrarrestaron el menor dinamismo de algunas economías. Por su parte, la zona del euro y la Unión Europea consolidaron la recuperación iniciada a mediados de 2024. Ambas áreas dejaron atrás los registros más débiles del año anterior y avanzaron en un entorno de moderación inflacionista y mejora gradual de la demanda interna.

Economía mundial. PIB (I)
Tasas de variación interanual



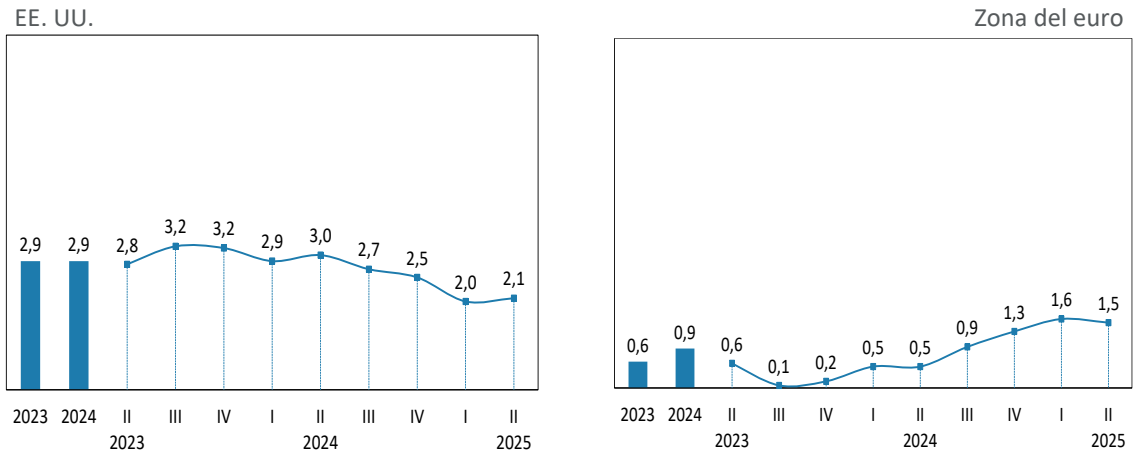
Fuente: OCDE.

En lo que se refiere a las economías emergentes, el comportamiento fue heterogéneo, pero en general positivo. China creció un 5,2% interanual, apoyado en las exportaciones al resto de Asia y a Europa, aunque con una demanda interna aún débil y un sector inmobiliario sin un giro claro. La inflación permaneció próxima a cero en julio y en agosto se adentró en terreno deflacionista (-0,4%), por lo que las autoridades mantuvieron los estímulos monetarios y fiscales, incluyendo recortes de tipos de interés, reducción de reservas bancarias y subvenciones al consumo, con el objetivo de sostener la actividad económica. India volvió a ser el país más dinámico con una tasa de crecimiento del 7,3%, sustentada en la buena evolución de la inversión y el consumo. México, por su parte, mejoró hasta tasas próximas al 1,2%, con una recuperación parcial del sector servicios y de la inversión pública, mientras que el consumo privado siguió contenido por la incertidumbre comercial.

En lo que respecta al conjunto de las economías avanzadas, estas mantuvieron un crecimiento estable, con aportaciones positivas de Estados Unidos, Japón y la zona del euro, que registraron importantes crecimientos. En concreto, la OCDE en su conjunto creció un 1,8%, en línea con los trimestres anteriores, reflejo de la resiliencia de los principales bloques que la conforman. En líneas generales, el avance de las principales economías del área se apoyó en la fortaleza de la demanda interna, que se vio favorecida por un consumo privado impulsado por la moderación de la inflación y un mercado laboral resistente, aunque con señales de menor dinamismo. La inversión, por su parte, mostró un perfil desigual, mientras que las exportaciones tuvieron un papel más limitado en la mayoría de los países.

Más en detalle, Estados Unidos volvió a situarse a la cabeza del crecimiento entre las economías avanzadas con un incremento interanual del PIB del 2,1%, una décima por encima del trimestre anterior. La demanda interna siguió siendo el principal motor del avance, con un consumo privado que creció un 2,4%, impulsado por la mejora del poder adquisitivo tras la moderación de la inflación, y por un mercado laboral que, aunque perdió algo de tracción, mantuvo la tasa de paro en niveles muy reducidos (4,3% en agosto). Las exportaciones también contribuyeron al crecimiento, favorecidas por la depreciación del dólar y el adelanto de pedidos ante la incertidumbre arancelaria.

Economía mundial. PIB (II)
Tasas de variación interanual



Fuente: Eurostat y BEA.

Japón prolongó la senda positiva iniciada en la segunda mitad del pasado ejercicio y registró un crecimiento del PIB del 1,7%. La actividad se apoyó en el consumo público y la inversión empresarial, especialmente inmobiliarias y de capital, mientras que el sector exterior aportó impulso adicional. El consumo privado japonés, un motor clave de la economía, se mantuvo

moderado debido a los vientos en contra de una inflación persistente y la incertidumbre económica. En concreto, la inflación se mantuvo por encima del objetivo del banco central (en julio creció hasta el 3,1%), lo que limitó parcialmente la mejora del poder adquisitivo de los hogares. La tasa de desempleo, por último, marcó un nuevo hito en julio al caer hasta el 2,3%, la más baja registrada desde diciembre de 2019.

A pesar del contexto global de tensiones comerciales, la zona del euro no se vio afectada de forma significativa por la incertidumbre derivada de la política arancelaria de Estados Unidos, y mantuvo un patrón de crecimiento centrado en los componentes domésticos. El PIB creció un 1,5% en el segundo trimestre, y consolidó el repunte iniciado a mediados de 2024, dato que confirma una recuperación suave pero sostenida. La expansión se apoyó principalmente en la demanda interna, con un consumo privado que avanzó un 1,3%, y una inversión que se consolidó como otro de los principales pilares del crecimiento, y mostró una trayectoria más estable que en trimestres anteriores. En cuanto al sector exterior, este tuvo un papel más discreto, ya que las exportaciones realizaron una aportación nula a la actividad económica. Por último, la tasa de paro se mantuvo en mínimos históricos, en torno al 6,2%, mientras que la inflación general tras haberse mantenido estable durante los tres meses previos en el 2,0%, en septiembre creció hasta el 2,2%.

Por países, Alemania mostró señales de estabilización, con un crecimiento interanual del 0,2% en el segundo trimestre, idéntico al del trimestre anterior. Aunque el avance sigue siendo modesto, representa una consolidación del cambio de tendencia iniciado a comienzos de año. El consumo privado mantuvo una aportación positiva, apoyado en la moderación de la inflación (en julio llegó a caer hasta el 1,8%), y en una ligera mejora de la confianza de los hogares, mientras que el gasto público continuó actuando como soporte. Sin embargo, la inversión permaneció débil, especialmente en construcción y bienes de equipo, y las exportaciones no lograron recuperar tracción. La industria, por su parte, siguió sin mostrar señales claras de reactivación, y el mercado laboral dio indicios de menor dinamismo, con una creación de empleo más moderada y cierta pérdida de impulso en los sectores manufactureros.

En Francia, el PIB creció un 0,8% interanual en el segundo trimestre, lo que supone una ligera aceleración respecto al trimestre anterior, en un contexto marcado por la debilidad de algunos componentes clave. La demanda interna mostró un comportamiento desigual; el consumo privado avanzó de forma contenida, apoyado en la moderación de la inflación (llegó a caer hasta el 0,6% en mayo, y repuntó hasta el 1,1% en septiembre), pero condicionado por una confianza de los hogares aún frágil. En cambio, la inversión retrocedió un 1,0% interanual, encadenando varios trimestres en negativo, con descensos tanto en construcción como en bienes de equipo. Además, las exportaciones se mantuvieron débiles. Por último, el mercado laboral resistió, aunque con una creación de empleo más pausada que en trimestres anteriores.

Italia, por su parte, a diferencia de sus principales socios comerciales, redujo su ritmo de crecimiento hasta el 0,4%, por debajo del 0,7% registrado en el primer trimestre. La inversión fue el componente más dinámico, con un aumento del 2,5%, impulsado por programas públicos como el Superbonus y la renovación de bienes de equipo en la industria. Sin embargo, el consumo privado apenas creció, limitado por la fragilidad de la confianza de los hogares, mientras que las exportaciones drenaron décimas al PIB. El mercado laboral se mantuvo estable y contenido, en niveles próximos al 6,0%.

España, por último, mantuvo un ritmo elevado de crecimiento, con un avance del PIB del 3,1%, una décima por debajo del registro anterior. A diferencia de sus principales socios europeos, todos los componentes de la demanda interna aportaron décimas al PIB, con una contribución conjunta de 3,5 puntos porcentuales a la actividad económica. El consumo privado se mantuvo dinámico, mientras que la inversión mostró un perfil expansivo, con un crecimiento del 5,8%. Las exportaciones crecieron un 4,2%, aunque el repunte de las importaciones dio lugar a una aportación negativa del sector exterior. El mercado de trabajo siguió siendo la principal debilidad de la economía española. A pesar de que el empleo equivalente a tiempo completo aumentó un 3,5%, la tasa de paro de agosto se situó en el 10,3%, la más elevada de toda la Unión Europea.

La segunda mitad del año comienza con señales mixtas pero compatibles con la continuidad del ciclo. El PMI compuesto mundial avanzó en agosto hasta 52,9, máximo en 14 meses, y en la zona del euro todos los agregados se mantuvieron en expansión, aunque las manufacturas mostraron solo una tímida mejora y los servicios perdieron algo de fuerza. Estados Unidos mantiene un crecimiento interanual superior al europeo, aunque con consumo y empleo más contenidos. China sigue mostrando un sector exterior dinámico frente a una demanda interna débil. El mercado laboral europeo aporta estabilidad y la inflación se aproxima gradualmente a los objetivos de los bancos centrales.

En este contexto, persisten factores de vulnerabilidad que condicionan el ritmo de recuperación. La economía alemana continúa expuesta a la incertidumbre comercial global y a la debilidad de algunos de sus principales socios, lo que limita su capacidad de recuperación a corto plazo. En Francia, a este entorno económico se suma una creciente inestabilidad política tras la destitución del primer ministro François Bayrou y la formación de un gobierno en minoría, lo que abre un periodo de incertidumbre institucional cuyo impacto sobre la actividad aún está por determinar. En Italia, la industria sigue sin mostrar señales claras de recuperación y la producción permanece estancada, aunque las señales del verano apuntan a una prolongación del ciclo. En contraste, las previsiones del Banco de España señalan que la economía española mantendrá un crecimiento sólido durante el segundo semestre, aunque con una ligera moderación respecto a la primera mitad del año, en un contexto de demanda interna aún favorable y creación de empleo, pero con algunos signos de desaceleración en el consumo y la inversión.

ECONOMÍA VASCA

Producción y empleo

La economía vasca creció un 2,2% en el segundo trimestre de 2025, una décima más que en el primero, mostrando un dinamismo considerable en el conjunto del primer semestre del año, y mejorando el crecimiento más contenido del tramo final del año pasado. En esta ocasión, el dato publicado es una décima superior al previsto por la Dirección de Economía en el mes de junio, debido a una demanda interna más intensa de la anticipada, pese a que el mercado de trabajo se comportó conforme a lo esperado. Esto también supuso un mayor incremento de las importaciones, y agudizó la negativa aportación de la demanda externa. Esta sorpresa de la demanda interna coincide además con la publicación de la contabilidad anual que ha supuesto, precisamente, una importante revisión de la formación bruta de capital y del consumo de las administraciones públicas del año pasado, cuyos efectos se arrastran a este primer semestre del año. Este ritmo de crecimiento se desarrolla en un entorno marcado por la incertidumbre económica y tensiones geopolíticas, junto con una demanda externa condicionada por los problemas estructurales que arrastra la industria europea, de gran influencia para el sistema productivo vasco.

VARIABLES DE LA OFERTA

Tasas de variación interanual

	2023	2024	2024			2025	
			II	III	IV	I	II
PIB real	**3,0**	**2,5**	**2,8**	**2,3**	**2,0**	**2,1**	**2,2**
Agricultura y pesca	12,2	4,3	4,5	3,4	3,4	0,6	-0,4
Industria y energía	2,2	2,0	2,6	1,8	0,7	0,4	0,1
- Industria manufacturera	1,8	1,7	2,3	1,3	0,3	0,2	0,0
Construcción	4,2	2,0	2,0	1,4	1,3	1,7	3,1
Servicios	3,3	2,9	3,1	2,7	2,5	2,7	2,8
- Comercio, hostelería y transporte	3,8	2,0	1,9	1,2	1,7	2,9	3,3
- AA. PP., educación y sanidad	1,2	2,9	3,3	2,9	2,2	2,0	2,1
- Resto de Servicios	4,2	3,5	3,8	3,6	3,2	2,8	2,7
Valor añadido bruto	3,2	2,6	2,9	2,4	2,0	2,1	2,1
Impuestos netos sobre producción	1,7	1,6	1,4	1,4	1,9	2,3	2,4

Fuente: Eustat.

Las variables de oferta reflejan comportamientos heterogéneos: el sector de la industria y la energía registra un crecimiento del 0,1% interanual en el segundo trimestre de 2025, moderando la expansión del primero (0,4%), resultado que recoge principalmente el hecho de que el nivel de producción de la industria manufacturera permanece estancada desde el segundo trimestre del año pasado dado que, en términos intertrimestrales, ha retrocedido en este último trimestre (-0,3%).

Los indicadores coyunturales confirman el débil comportamiento de la industria, originado en gran medida por la debilidad de la demanda exterior. El retroceso del Índice de Producción Industrial en el segundo trimestre se explica no solo por la volatilidad del componente energético (-9,4%), sino también por la caída en la producción de bienes de equipo (-1,6%) y de bienes intermedios (-0,9%). En contraste, la producción de bienes de consumo registró un avance del 1,1%, impulsado por los bienes no duraderos (1,4%), mientras que los duraderos apenas mostraron una leve subida (0,1%).

INDICADORES DE ACTIVIDAD

Tasas de variación interanual

	2023	2024	2024			2025	
			II	III	IV	I	II
Industria							
Índice de producción industrial	1,0	-1,1	-1,0	-1,0	-1,5	-1,0	-1,2
Índice de cifra de negocios	-0,4	-5,0	-2,1	-6,8	-1,5	-0,5	-5,0
Índice de clima industrial (nivel)	-14,9	-8,6	-2,9	-2,5	-14,1	-13,7	-16,3
Afiliación a la Seguridad Social	1,2	0,9	1,1	0,7	0,6	0,4	0,0
Construcción							
Índice coyuntural de la construcción	8,8	3,3	-0,5	1,8	5,2	4,6	7,6
Visados para viviendas nuevas	-17,4	-1,0	-29,0	-0,8	15,7	-27,6	-7,4
Compraventa viviendas	-13,9	13,6	-2,7	29,5	48,2	25,0	28,6
Afiliación a la Seguridad Social	0,8	0,1	-0,3	0,2	0,5	1,2	1,9
Servicios							
Índice de comercio	0,6	0,6	0,1	1,1	2,6	1,2	0,7
Índice de otros servicios de mercado	4,6	2,2	1,1	1,4	4,1	3,8	1,7
Índice de cifra de negocios	2,9	0,7	1,6	1,1	3,3	7,1	5,2
Tráfico de pasajeros en avión	24,0	5,4	7,4	0,5	3,2	1,6	6,5
Pernoctaciones hoteleras	12,0	3,4	2,8	1,1	3,1	0,5	8,8
Afiliación a la Seguridad Social	1,8	1,8	2,0	1,5	1,4	1,3	1,2

Fuente: Elaboración de la Dirección de Economía con datos del Eustat, INE, Ministerio de Industria, Comercio y Turismo, Ministerio de Transportes, Movilidad y Agenda Urbana, Seguridad Social y AENA.

El resto de indicadores coyunturales de actividad industrial van en la misma línea: la cifra de negocios cayó un 5,0% (frente al -0,5% en el periodo previo) y el Índice de Clima Industrial empeoró hasta -16,3 puntos (desde -13,7). Además, la afiliación a la Seguridad Social en la industria se estancó en el 0,0%, cuando en los trimestres anteriores todavía se mantenía casi a la par que la afiliación general y, frente a la negatividad del resto de indicadores, servía como preludio para las sucesivas revisiones al alza del valor añadido bruto del sector, indicando que la creación de empleo era acompañada por un incremento de la producción y no por una caída de la productividad.

La construcción experimentó un nuevo repunte de un 3,1% en este periodo, frente al 1,7% del trimestre anterior y contribuyó a mitigar la desaceleración de la industria. Los indicadores del sector respaldaron este incremento de la actividad: el índice coyuntural de la construcción aumentó hasta el 7,6%, desde un ya elevado 4,6% del pasado trimestre; la compraventa de viviendas creció un notable 28,6% y mantuvo la expansión iniciada con el inicio del ciclo de descenso de los tipos de interés; y la afiliación a la Seguridad Social del sector creció de forma significativa (1,9%), lo que augura nuevos incrementos de la actividad en los próximos trimestres. La nota negativa la volvió a poner el dato de visados para nuevas viviendas que, aun siendo una estadística de registro irregular, implica un crecimiento de la oferta de viviendas insuficiente para satisfacer el incremento de la demanda observado.

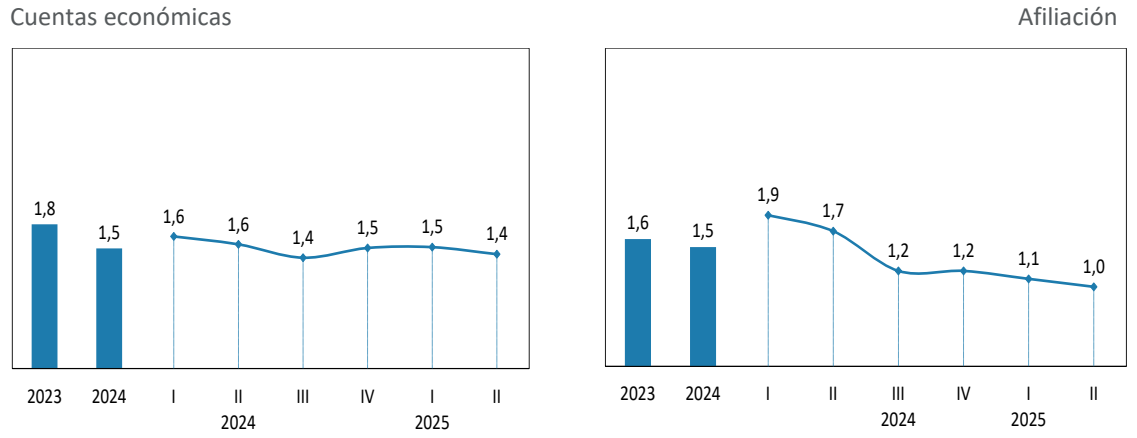
Los servicios mantuvieron el impulso de los trimestres precedentes con un crecimiento del 2,8%. Pese a ello, cada rama de actividad siguió una dinámica diferenciada. El comercio, hostelería y transporte creció un 3,3%, cuatro décimas por encima del registro anterior, y confirmó la aceleración respecto al ritmo de crecimiento del año pasado, reflejo del repunte experimentado por el consumo de los hogares. Los servicios ligados a la administración pública junto a la educación y la sanidad mostraron un incremento de la actividad del 2,1%, lo que parece indicar cierta moderación respecto al año pasado, aunque en términos de tasas trimestrales el crecimiento del segundo trimestre fue elevado (0,7%). El resto de actividades del sector, especialmente las de carácter profesional, registraron un incremento del 2,7%, aunque con una ligera pérdida de dinamismo respecto al tramo final del año pasado.

Los datos más recientes del sector servicios centrados en el turismo y en el transporte aéreo, tras la moderación observada en 2024, mostraron una evolución marcada por la recuperación. Las pernoctaciones hoteleras, que habían registrado un crecimiento del 12,0% en 2023, se desaceleraron significativamente en 2024. Sin embargo, el segundo trimestre de 2025 han sorprendido con un fuerte repunte del 8,8%, lo que sugiere una reactivación significativa de la demanda turística debido a los distinto eventos que acogió Euskadi. En paralelo, el tráfico de pasajeros en avión siguió una trayectoria similar. Tras un notable crecimiento del 24,0% en 2023, el ritmo se moderó al 5,4% en 2024 y también durante el primer trimestre de 2025 mantuvo un crecimiento modesto (1,6%). No obstante, el segundo trimestre muestra una mejora más clara,

con un incremento del 6,5%, lo que indica una recuperación parcial del flujo de pasajeros por los mismos motivos que las pernoctaciones.

El empleo, medido en puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo, aumentó en el segundo trimestre un 1,4%, una tasa algo menor a la registrada en los trimestres anteriores, y que indica una ligera desaceleración respecto a la media de 2024 y 2023. A pesar de ello, el mercado de trabajo sigue mostrando un fuerte dinamismo y sigue beneficiándose del crecimiento estable de la economía. En total, la economía vasca necesitó, según Eustat, 997.455 puestos de trabajo a tiempo completo para generar el PIB del trimestre. Se trata de la cifra más elevada de la serie histórica para un segundo trimestre, y son unos 14.035 empleos más que los estimados para el mismo periodo de 2024. De esa cantidad de nuevo empleo generado, la inmensa mayoría (unos 12.550) se crearon en actividades de servicios, mientras que cerca de 1.150 empleos correspondieron al sector de la construcción y 350 al sector industrial. El sector primario perdió empleo, aunque la pérdida fue limitada, en torno a 15 puestos de trabajo.

Evolución del empleo
Tasas de variación interanual



Fuente: Eustat y Seguridad Social.

Al igual que ocurría en el primer trimestre del año, la generación de empleo en el sector servicios contribuyó a una mayor participación femenina en el mercado laboral. Según la PRA, el aumento del empleo en el segundo trimestre favoreció especialmente a las mujeres: la tasa de crecimiento fue del 2,0% frente al 1,5% en los hombres. En el último año, 9.700 mujeres encontraron trabajo, frente a 7.900 hombres. Como resultado, la tasa de ocupación de las mujeres alcanzó el 69,6%, frente al 74,2% en los hombres, lo que reduce la brecha a 4,6 puntos desde los 5,9 puntos del mismo trimestre del año anterior. En conjunto, la tasa de ocupación de

la población entre 16 y 64 años este segundo trimestre se situó en el 71,9%, con 17.600 personas ocupadas más.

Asimismo, la afiliación a la Seguridad Social registró subidas del orden del 1,2% durante los dos últimos trimestres de 2024 para moderarse ligeramente hasta el 1,1% en el primer trimestre de 2025, y al 1,0% este segundo trimestre. Los datos de julio (1,1%) y agosto (1%) indican una cierta estabilización en torno a un crecimiento del 1,0%. Por sexo, se mantuvo el diferencial a favor de las mujeres, que aumentan su afiliación un 1,2% frente al 0,8% de los hombres, gracias a su mayor concentración en los servicios, pese a que moderaron ligeramente su avance (1,2%). La construcción, por su parte, registró un importante crecimiento (1,9%), mientras que la industria mostró signos de agotamiento, con una aportación nula en el segundo trimestre (0,0%) y un avance mínimo del 0,1% en julio y agosto. Por ramas de actividad, destacaron las actividades profesionales, científicas y técnicas, que sumaron más de 2.000 nuevas afiliaciones en el último año; la sanidad, con un incremento cercano a 2.000 afiliaciones, y la educación, que añadió más de 1.500.

La incorporación de la mujer al mercado de trabajo se constata en los datos población activa que publica la PRA. En el último año, esta estadística indica que se han incorporado del orden de unas 1.600 mujeres, mientras que han abandonado el mercado laboral unos 3.700 hombres, dejando un saldo ligeramente negativo. La creación de empleo y el descenso de la población activa han ayudado a reducir el número de personas en paro en unas 19.700 personas. Como resultado, la tasa de paro total se situó en el 5,7%, 1,8 puntos por debajo del 7,5% que se estimó en el segundo trimestre de 2024. A pesar del avance en la incorporación femenina a la población activa, la reducción del paro ha favorecido ligeramente a los hombres. La tasa de desempleo sigue mostrando una brecha significativa: en el segundo trimestre se sitúa en el 6,1% para las mujeres y en el 5,3% para los hombres.

El crecimiento del PIB real (2,2%) y del empleo (1,4%) dejaron una ganancia de productividad aparente del factor trabajo del 0,7%, una décima por encima de la del primer trimestre y ligeramente menor que su media histórica (1,0%). Por sectores, mientras que los servicios y la construcción mantuvieron este segundo trimestre productividades cercanas al 1%, la industria se estancó e incluso sufrió una ligera pérdida de productividad. En el caso de la industria, el empleo aumentó un 0,2% y el valor añadido tan solo un 0,1%, mientras que en los servicios las tasas respectivas fueron un 1,8% y un 2,8%. Para la construcción, el empleo aumentó un 1,9% y el valor añadido un 3,1%.

Demanda interna y externa

En el segundo trimestre de 2025, el crecimiento de la economía vasca se apoyó en la fortaleza de la demanda interna, mientras que el saldo exterior restó cuatro décimas al avance del PIB. Esta aportación negativa se mantiene en torno a ese nivel desde finales de 2024, reflejo de la debilidad del sector exterior en un contexto internacional complejo y de menor demanda. Esta detracción se debió a que, al igual que en los dos trimestres previos, las importaciones mostraron mayor dinamismo que las exportaciones. No obstante, este trimestre la diferencia respecto al periodo previo radica en que los intercambios con el exterior (resto del Estado y extranjero) perdieron impulso en términos reales, lo que se tradujo en un crecimiento más moderado tanto de las exportaciones como de las importaciones.

VARIABLES DE LA DEMANDA

Tasas de variación interanual

	2023	2024	2024			2025	
			II	III	IV	I	II
PIB real	**3,0**	**2,5**	**2,8**	**2,3**	**2,0**	**2,1**	**2,2**
Gasto en consumo final	1,9	2,8	2,8	2,3	2,4	2,4	2,3
- Consumo de los hogares	2,0	2,5	2,5	1,9	2,2	2,6	2,9
- Consumo de las AA. PP.	1,9	3,5	3,7	3,9	3,1	1,9	0,2
Formación bruta de capital	2,4	2,7	2,9	2,5	2,2	2,3	3,5
- Bienes de equipo	1,3	2,4	1,8	3,1	3,6	3,0	4,0
- Resto de inversión	3,2	2,9	3,6	2,1	1,3	1,8	3,2
Demanda interna	2,1	2,8	2,8	2,4	2,4	2,4	2,6
Exportaciones	-1,1	0,1	1,3	2,6	0,6	2,0	0,8
Importaciones	-2,2	0,4	1,4	2,6	1,1	2,4	1,4

Fuente: Eustat.

Como se ha señalado anteriormente, el crecimiento de la economía vasca en el segundo trimestre de 2025 se sustentó en el vigor de la demanda interna, que registró un avance interanual del 2,6%, dos décimas por encima del trimestre anterior, aunque en línea con la tendencia de los últimos periodos. En este trimestre, la inversión mostró un crecimiento especialmente destacado (3,5%), superando al del consumo (2,3%). No obstante, siguió siendo el consumo privado el que realizó la mayor aportación al crecimiento del PIB, con 1,7 puntos porcentuales, frente a los 0,8 puntos de la inversión. Ambos componentes continúan mostrando una evolución positiva, reflejando la solidez y el dinamismo de la actividad económica en Euskadi.

Más en detalle, el gasto en consumo final mantuvo un ritmo sólido, con un crecimiento interanual del 2,3%. Este buen comportamiento se apoyó en la evolución positiva del consumo de los hogares, que se aceleró hasta el 2,9%. La mejora del empleo y la recuperación del poder adquisitivo, favorecida por la moderación de la inflación, han permitido a las familias sostener e incluso aumentar su nivel de gasto. Además, las subidas salariales y la estabilidad en los precios han reforzado la confianza de los hogares, lo que se traduce en una mayor disposición al consumo. Por otro lado, el consumo de las administraciones públicas intensificó su perfil de desaceleración y se redujo hasta el 0,2%, y se situó en uno de los valores más bajos de los últimos trimestres.

INDICADORES DE CONSUMO E INVERSIÓN

Tasas de variación interanual

	2023	2024	2024			2025	
			II	III	IV	I	II
Consumo							
Ventas en grandes superficies y cadenas	0,9	0,6	-1,1	2,7	0,9	-0,5	2,0
Índice de comercio minorista	3,2	3,0	1,6	4,6	4,3	4,5	5,6
Producción de bienes de consumo	1,1	-0,7	-2,3	-0,6	-1,8	1,0	1,1
Importación de bienes de consumo	1,0	-4,0	-6,3	1,6	7,0	15,0	2,7
Matriculación de turismos	5,9	5,9	0,5	15,1	6,9	8,5	29,1
Inversión							
Producción de bienes de equipo	4,0	-1,2	-0,8	-1,9	-2,5	-0,3	-1,6
Importación de bienes de equipo	10,5	-0,6	2,3	4,2	4,5	12,3	16,5
Matriculación de vehículos de carga	15,0	0,1	0,4	1,1	-13,1	-0,1	7,4
Visados para nuevas viviendas	-17,4	-1,0	-29,0	-0,8	15,7	-27,6	--
Licitación oficial	-28,3	51,5	39,1	-15,7	183,6	40,7	--

Fuente: Elaboración de la Dirección de Economía según datos del Eustat, Aduanas, Ministerio de Transportes, Movilidad y Agenda Urbana, Seopan y DGT.

En cuanto a la formación bruta de capital, el trimestre estuvo marcado por un notable dinamismo, con un crecimiento del 3,5%. La inversión en bienes de equipo registró una tasa del 4,0%, a pesar del contexto de moderación en la industria (0,1%), mientras que el resto de la inversión, más vinculada a la construcción y a los activos intangibles, avanzó un 3,2%, en línea con la evolución positiva del sector.

Durante el segundo trimestre, las importaciones alcanzaron los 17.866 millones de euros, el mayor valor de toda la serie histórica, lo que sugiere que la expectativa de un aumento en los aranceles pudo haber impulsado a algunos agentes a adelantar sus compras para evitar el encarecimiento derivado de los nuevos gravámenes. Sin embargo, en términos reales, el crecimiento de las importaciones fue del 1,4%, mientras que las exportaciones de bienes y servicios, tanto hacia el resto del Estado como al extranjero, aumentaron un 0,8%, moderándose tras el notable avance del trimestre anterior. El volumen total de exportaciones se situó en 17.942 millones de euros en este periodo.

Una parte muy importante de esas exportaciones se corresponde con bienes (sin servicios) que se destinan exclusivamente al extranjero y que se contabilizan en las fronteras por la Dirección de Aduanas. En total, en el segundo trimestre las ventas de bienes al extranjero totalizaron 8.071 millones de euros, lo que supone un descenso interanual del 2,7%. Este retroceso rompe con el crecimiento registrado en el primer trimestre del año (1,6%) y confirma la volatilidad que viene mostrando el comercio exterior en los últimos periodos. Las exportaciones de productos energéticos, que representan una parte reducida del total, volvieron a registrar una caída significativa (-33,6%), mientras que las no energéticas, que concentran la mayor parte del comercio exterior, se mantuvieron prácticamente estables (-0,3%). Por su parte, el total de las importaciones de bienes traídos del extranjero fue de 6.711 millones de euros, y sufrieron una contracción mucho más acusada, del 8,2%.

Entre las exportaciones no energéticas, destacó el buen comportamiento del material de transporte, que creció un 18,1% respecto al mismo trimestre del año anterior y alcanzó los 2.554,8 millones de euros. Este grupo, que había encadenado cuatro trimestres consecutivos de caídas a lo largo de 2024, inició su recuperación en el primer trimestre de 2025, y el dato actual confirma, al menos por el momento, la consolidación de esa tendencia al alza. El impulso provino del buen ritmo de las exportaciones de vehículos automóviles y componentes ferroviarios, que volvieron a ganar peso en la estructura exportadora vasca, tras un año marcado por la incertidumbre en el sector de la automoción. Los productos agrícolas consolidaron su avance con un aumento del 9,3%, mientras que los productos químicos crecieron un 11,4%, rompiendo la secuencia de caídas que arrastraban desde mediados de 2023.

Por el contrario, otros grupos con fuerte presencia en la estructura exportadora mantuvieron una evolución negativa. Las máquinas y aparatos, que venían mostrando una trayectoria sólida desde mediados de 2023, cayeron un 6,5%, reflejo de la ralentización de la inversión industrial en algunos destinos. Los metales comunes, que habían iniciado una recuperación en el primer trimestre, retrocedieron un 9,9%, mientras que el sector del plástico y caucho (-22,4%) y el del papel (-17,6%) prolongaron la tendencia descendente iniciada hace más de un año, en un contexto de ajuste de precios y menor actividad manufacturera.

EXPORTACIONES POR PRODUCTOS

Tasas de variación interanual y miles de euros

	2023	2024	2024		2025		
			III	IV	I	II	II
TOTAL	**0,1**	**-5,1**	**0,7**	**-5,5**	**1,6**	**-2,7**	**8.070.832**
Combustibles minerales	-31,0	-1,4	23,8	-57,3	-47,7	-33,6	402.714
No energéticos	3,6	-5,4	-0,7	-0,2	5,1	-0,3	7.668.118
Agrícolas	2,5	-21,2	-17,3	-1,2	13,0	9,3	483.223
Químicos	-11,1	-7,1	-2,1	-15,0	-20,3	11,4	253.616
Plásticos y caucho	6,4	-19,9	-24,9	-18,1	-9,0	-22,4	373.035
Papel	-17,2	4,1	26,5	1,3	-3,6	-17,6	175.566
Metales comunes	-13,2	-2,9	6,7	10,9	3,7	-9,9	1.623.855
Máquinas y aparatos	8,6	11,6	14,2	15,6	10,7	-6,5	1.690.537
Material de transporte	18,9	-10,7	-8,9	-7,6	7,0	18,1	2.554.790
Resto	3,3	-9,5	0,4	-18,2	10,8	5,3	407.270

Fuente: Eustat.

El comportamiento por destino geográfico mostró una evolución desigual, con un claro retroceso en los mercados desarrollados. En el segundo trimestre de 2025, las exportaciones vascas dirigidas a países de la OCDE alcanzaron los 6.588 millones de euros, lo que supuso una caída interanual del 6,7%. Este descenso confirmó la debilidad que venían mostrando las economías avanzadas en los últimos trimestres, y contrastó con el dinamismo de los países en desarrollo, cuyas compras aumentaron un destacado 20,1%, hasta totalizar los 1.483 millones de euros. A pesar de esta diferencia de ritmo, los países desarrollados siguieron siendo el principal destino de los productos vascos, con una cuota de mercado del 81,6% sobre el total exportado en el trimestre.

Dentro de este grupo, la zona del euro continuó destacando como el principal mercado, concentrando el 52,8% de las exportaciones. En el segundo trimestre de 2025, el comportamiento de los principales grupos industriales fue desigual, con predominio de las caídas en los sectores de mayor peso. Las exportaciones de material de transporte, que representan casi un tercio del total, crecieron un 12,6% y aportaron dinamismo al conjunto. También los productos agrícolas mostraron una evolución positiva, con un incremento del 13,4%. Sin embargo, estos avances no lograron compensar los retrocesos registrados en otros grupos clave. Las ventas de metales comunes, segundo grupo en importancia, descendieron un 8,2%, mientras que las de máquinas y aparatos cayeron un 4,2%, reflejando la pérdida de impulso en la actividad industrial. Los plásticos y caucho también sufrieron una contracción significativa, del 29,0%, y el papel retrocedió un 14,6%. Como resultado de este comportamiento, las exportaciones dirigidas a la zona del euro se contrajeron un 5,2%.

DESTINO DE LAS EXPORTACIONES

Tasas de variación interanual y miles de euros

	2023	2024	2024		2025		
			III	IV	I	II	II
TOTAL	**0,1**	**-5,1**	**0,7**	**-5,5**	**1,6**	**-2,7**	**8.070.832**
OCDE	1,2	-6,4	-0,6	-8,5	-2,0	-6,7	6.588.082
Zona del euro	-3,6	-6,5	1,0	-8,4	-3,7	-5,2	4.216.921
Alemania	2,9	-13,0	-14,2	-0,7	1,0	3,3	1.210.250
Francia	-2,3	-0,4	7,3	-10,2	-10,0	-10,3	1.145.523
Italia	4,9	-1,5	-8,1	-7,9	-0,2	-13,2	462.622
Reino Unido	2,9	6,0	9,9	6,6	-2,7	-20,3	521.138
Estados Unidos	20,1	-27,2	-17,6	-41,4	-9,5	-7,6	494.239
No OCDE	-6,1	2,3	7,6	11,8	24,0	20,1	1.482.750

Fuente: Eustat.

Alemania se consolidó como el principal destino de las exportaciones vascas en el segundo trimestre de 2025, con unas ventas que alcanzaron los 1.210,3 millones de euros y un crecimiento interanual del 3,3%. Fue la única de las grandes economías de la zona del euro que cerró el trimestre en positivo. El material de transporte lideró el avance, con un incremento del 16,0%, acompañado por un buen comportamiento de los productos agrícolas y los combustibles minerales. En cambio, los metales comunes y la maquinaria, que tienen un peso destacado en la estructura exportadora, registraron caídas del 14,6% y del 7,6%, respectivamente, mientras que los plásticos y caucho sufrieron un retroceso más acusado, del 35,6%.

Francia volvió a ser el segundo destino de las exportaciones vascas, con unas ventas que alcanzaron los 1.145,5 millones de euros, y que supuso una caída interanual del 10,3%, que prolonga la tendencia descendente iniciada a finales de 2024. La contracción fue generalizada, con especial incidencia en los combustibles minerales, que descendieron un 40,9%. También los metales comunes, la maquinaria y el material de transporte cerraron el trimestre en negativo, lo que refleja un debilitamiento sostenido de la demanda en este mercado.

Las exportaciones realizadas a Italia registraron una caída del 13,2%. El material de transporte fue la única excepción, con un crecimiento del 32,7%, que consolidó la recuperación iniciada en el primer trimestre del año. Sin embargo, este avance no logró compensar el retroceso del resto de partidas. Los metales comunes, que venían mostrando una evolución positiva desde comienzos de 2024, se contrajeron un 31,6%, la maquinaria cayó un -6,0%, y tanto los productos químicos como los de plástico y caucho registraron descensos superiores al 45%.

Fuera de la zona del euro, el Reino Unido registró un retroceso del 20,3%. Los metales comunes descendieron un 14,3%, y las maquinarias y herramientas volvieron a terreno negativo tras cinco trimestres de crecimiento. Únicamente el material de transporte y los productos químicos lograron crecimientos positivos, insuficientes para compensar la caída del resto.

La evolución de las exportaciones a Estados Unidos fue igualmente desfavorable. En este caso, la maquinaria, que venía mostrando una evolución muy positiva, retrocedió un 8,3%, mientras que los metales comunes y el material de transporte también cerraron el trimestre en negativo. Entre los tres grupos aglutinan el 73,1% del total vendido al mercado estadounidense, por lo que el incremento de las exportaciones del papel, caucho o productos minerales resultó insuficiente para evitar una caída del 7,6% en el conjunto del trimestre.

Por el contrario, las exportaciones dirigidas a países en desarrollo mostraron un notable dinamismo. Las ventas a este grupo de economías alcanzaron los 1.482,8 millones de euros, el mayor registro de toda la serie histórica, y representaron el 18,4% del total exportado. En un contexto de menor demanda por parte de los socios comerciales tradicionales, las empresas vascas parecen estar intensificando su presencia en nuevos mercados. El material de transporte lideró este avance, con un crecimiento del 47,3%, seguido por las ventas de máquinas y aparatos y de metales comunes y sus manufacturas, aunque sus incrementos fueron más moderados. Pese a este buen balance global, el mercado chino volvió a mostrar un perfil contractivo, con una caída del 23,8% en las exportaciones del segundo trimestre. El retroceso se concentró en los principales capítulos, especialmente el material de transporte y los metales comunes, que juntos representan más del 80% del total exportado a este destino. Solo los productos químicos lograron un avance significativo (102,4%), aunque su peso siguió siendo reducido.

En lo referente a las importaciones de bienes totales, estas se redujeron un 8,2% en el segundo trimestre del año, tras cuatro trimestres consecutivos de crecimiento. El retroceso se explica, principalmente, por la fuerte caída de los productos energéticos, que perdieron más de un tercio de su valor (-35,8%), y por el descenso de las compras de metales comunes (-6,8%) y productos químicos (-14,2%). También se registró una contracción en las importaciones vinculadas al sector del papel y el plástico, aunque de menor intensidad. Por el contrario, las importaciones de bienes de equipo mostraron una evolución estable y sólida, con un crecimiento del 13,0%, impulsado tanto por la compra de maquinaria (11,6%) como por la de material de transporte (16,1%). Todo ello permitió que el conjunto de las importaciones no energéticas cerrase el trimestre con un avance del 2,9%.

Por áreas geográficas, las importaciones procedentes de países desarrollados se mantuvieron prácticamente estables, con un ligero aumento del 0,9%, mientras que las compras realizadas en países en desarrollo se redujeron de forma significativa (-23,7%). Dentro de la OCDE, destacó el dinamismo de Alemania, que incrementó sus ventas a Euskadi un 11,8%, gracias al aumento

de las compras de bienes de equipo, especialmente maquinaria, tanto mecánica como eléctrica, y automóviles. También se registraron avances en las importaciones desde Estados Unidos (22,1%) y Reino Unido (46,2%), en ambos casos vinculados al suministro de combustibles minerales. En el caso británico, cabe señalar que en el primer trimestre no se importó energía desde ese país, mientras que, en el segundo, el 9,4% del total energético adquirido tuvo origen británico. Estados Unidos, por su parte, ha pasado de aportar el 11,8% al 21,1% del total, convirtiéndose en el principal proveedor energético, seguido por Kuwait.

ORIGEN DE LAS IMPORTACIONES

Tasas de variación interanual y miles de euros

	2023	2024	2024		2025		
			III	IV	I	II	II
TOTAL	**-9,2**	**0,9**	**2,6**	**7,4**	**5,9**	**-8,2**	**6.710.827**
OCDE	-3,2	-1,9	1,5	11,6	0,3	0,9	4.649.392
Zona del euro	0,3	-0,9	6,4	2,5	6,0	2,0	3.112.453
Alemania	5,7	1,1	10,8	7,7	12,3	11,8	1.145.082
Francia	-17,2	0,2	13,3	-0,3	7,3	0,2	567.703
Italia	-1,1	-1,9	-9,9	4,4	-8,5	-4,7	324.234
Reino Unido	-41,5	13,5	58,4	7,0	-9,9	46,2	273.717
Estados Unidos	-15,9	-13,5	-38,7	18,0	-27,9	22,1	400.198
No OCDE	20,0	7,0	5,0	-0,6	19,0	-23,7	2.061.435

Fuente: Eustat.

El saldo comercial del trimestre se situó en 1.360 millones de euros, favorable a Euskadi. Este resultado se explica por el superávit generado en los intercambios de productos no energéticos, que ascendió a 2.233 millones, y que permitió compensar el déficit energético, que se redujo hasta los 873 millones. Como es habitual, Euskadi obtuvo un superávit en sus relaciones con los países desarrollados, que alcanzó los 1.939 millones de euros, y un déficit con los países en desarrollo, que se situó en -579 millones. Por países, destacó el importante superávit con Francia (578 millones de euros), que contrastó con la igualdad que existe con el comercio con Alemania (65 millones). La tasa de cobertura total, por último, se situó en el 120,3%, mientras que la correspondiente a los productos no energéticos alcanzó el 141,1%.

Precios, salarios y costes

Entre los distintos indicadores que permiten analizar la evolución de los precios, el deflactor del PIB mostró una trayectoria estable, con un ligero pico en el primer trimestre de este año. En concreto, pasó del 2,3% en el cuarto trimestre del 2024 al 2,5% en el primer trimestre de 2025, para volver a moderarse al 2,4% en este segundo trimestre. Se trata de una estabilización en niveles más próximos al objetivo del 2,0%, dejando atrás los valores por encima del 3,0% que se estaban alcanzando hasta el segundo trimestre del año pasado. En el marco de la moderación general observada en el segundo trimestre de 2025, destacó la evolución del deflactor del consumo que, tras mostrar resistencia a la baja en trimestres anteriores, comenzó a reducirse. En concreto, pasó del 3,2% en el último trimestre de 2024 al 2,6% en el segundo trimestre de 2025, alineándose gradualmente con la tendencia general. Esta moderación se reflejó tanto en el consumo privado como en el público, aunque el primero mantuvo un nivel relativamente más elevado.

La evolución de la inflación en Euskadi ha estado marcada por un perfil descendente desde mediados de 2024, tras alcanzar un máximo del 3,9% en mayo de ese año. A partir de ese momento, la tasa interanual inició una moderación sostenida, alcanzando su mínimo en mayo de 2025 (2,4%), para repuntar ligeramente en los meses siguientes hasta el 3,0% en julio y situarse en el 2,8% en agosto.

DESGLOSE DEL ÍNDICE DE PRECIOS AL CONSUMO

Tasas de variación interanual y aportaciones

	2023	2024	2025			Aportación
			I	II	Agosto	
Inflación total (100%)	**3,6**	**3,1**	**3,2**	**2,6**	**2,8**	**2,8**
Inflación subyacente (84,8%)	**6,2**	**3,2**	**2,6**	**2,7**	**2,5**	**2,1**
- Alimentos elaborados (14,8%)	12,5	4,6	2,6	1,8	1,8	0,3
- Bienes industriales (20,2%)	4,7	1,2	1,2	1,2	0,6	0,1
- Servicios (49,8%)	4,3	3,5	3,2	3,5	3,4	1,7
Inflación residual (15,2%)	**-6,4**	**2,6**	**6,5**	**2,4**	**4,9**	**0,7**
- Alimentos no elaborados (6,4%)	7,3	4,0	5,6	7,6	6,3	0,4
- Energía (8,8%)	-17,0	1,0	7,3	-1,1	3,9	0,3

Fuente: INE.

Este comportamiento responde, en gran medida, a la combinación de factores energéticos y fiscales que impulsaron la inflación en el primer trimestre de 2025. Primero, el encarecimiento de los carburantes a comienzos de año, asociado a la retirada de ciertas medidas fiscales como la reducción del IVA en productos energéticos, elevó temporalmente los precios. Sin embargo, esta presión se fue diluyendo en los meses de abril y mayo, coincidiendo con una caída significativa del precio del crudo Brent, que pasó de 76,76 dólares por barril en enero a 63,90 dólares en mayo. Debido a esto, el efecto moderador de los carburantes durante la primavera fue suficiente para compensar parcialmente el impacto de las subidas fiscales, permitiendo mantener la inflación general en niveles contenidos cercanos al 2,5% durante buena parte del segundo trimestre. Posteriormente, en junio, los precios del barril de Brent repuntaron de nuevo, hasta situarse cerca de los 80 dólares, impulsados por el conflicto entre Israel e Irán, para después descender en julio (72,53 dólares) y agosto (68,2 dólares). Esta evolución del precio del crudo, junto con subidas sostenidas del precio de la electricidad, podría explicar el aumento de la inflación en julio (3,0%), y su posterior evolución más contenida en agosto (2,8%).

En la zona euro durante el primer semestre de 2025, la inflación se mantuvo en un rango estrecho entre el 1,9% y el 2,5%, lo que sugiere una estabilización de las presiones inflacionistas. Este comportamiento se vio influido por factores contrapuestos, por un lado, la persistencia de ciertos efectos fiscales, como el fin de algunas medidas de alivio tributario aplicadas durante la crisis energética; por otro, la contención de los precios del crudo, que contribuyó a moderar los costes de transporte y producción. Entre junio y agosto, la inflación se mantuvo estable en el 2,0% interanual, lo que refleja una convergencia hacia niveles más sostenibles y próximos al objetivo del Banco Central Europeo. En este contexto, en septiembre el BCE ha decidido mantener los tipos de interés, descartando nuevos recortes por el momento. No obstante, el entorno geopolítico sigue siendo un factor de riesgo, especialmente en lo que referente a la evolución de los precios energéticos.

En lo que respecta a la inflación subyacente en Euskadi, durante el segundo trimestre mostró una evolución contenida, manteniéndose en torno al 2,7%, lo que confirma la estabilización iniciada en el primer trimestre. En julio y agosto se redujo hasta situarse en el 2,5%, por debajo de la inflación general. Esta estabilidad responde, en parte, a la continuidad en la moderación de los precios de los alimentos elaborados y a la ausencia de presiones significativas en los costes laborales. Asimismo, los bienes industriales y los servicios mantuvieron una evolución bastante plana, contribuyendo a la contención de la inflación subyacente. En conjunto, los datos apuntan a una consolidación del proceso de desinflación, aunque persisten ciertos riesgos derivados del contexto internacional.

La inflación residual, tras tocar mínimos en mayo (1,8%) y marcar en el segundo trimestre un 2,4%, repuntó posteriormente hasta alcanzar el 5,6% en julio, moderándose ligeramente en agosto al 4,9%. Esta evolución refleja la persistente presión inflacionista de los alimentos no elaborados, que mantuvieron tasas elevadas y llegaron a situarse en junio en el 8,4%, para

posteriormente corregirse a la baja en agosto (6,3%). El componente energético mostró una tendencia similar, aunque con un comportamiento más moderado. Frente a la contracción del -1,1% interanual que mostró la energía en el segundo trimestre, julio y agosto arrojaron subidas del 3,9%. Los carburantes, por el contrario, continuaron en terreno negativo, aunque con una desaceleración en la caída (-2,9% en agosto), mientras que el resto de productos energéticos provocaron un alza de precios. Es decir, la moderación de los carburantes fue suficiente para compensar los incrementos de IVA y otros factores que impulsaron los precios de gas y electricidad. Este dinamismo en los precios de alimentos no elaborados y energía revirtió la tendencia de moderación observada en primavera, situando nuevamente la inflación residual por encima de la subyacente y evidenciando la volatilidad de sus componentes en el actual contexto económico.

IPC DE EUSKADI

Tasas de variación interanual

	2023	2024	2024		2025		
			III	IV	I	II	Agosto
Índice general	**3,6**	**3,1**	**2,5**	**2,9**	**3,2**	**2,6**	**2,8**
Alimentación y bebidas no alcohólicas	11,1	4,5	3,7	3,2	3,4	3,4	2,8
Bebidas alcohólicas y tabaco	7,0	4,3	4,1	5,2	3,9	3,9	4,6
Vestido y calzado	2,0	1,0	1,1	0,8	1,7	0,6	0,1
Vivienda, agua, electricidad y gas	-12,0	3,7	3,5	7,1	8,8	4,3	6,3
Muebles y artículos del hogar	6,0	1,5	1,3	1,3	1,4	1,7	1,5
Sanidad	2,3	2,7	2,8	2,6	2,2	2,1	2,1
Transporte	0,3	0,9	-0,8	-0,8	0,0	-1,0	1,1
Comunicaciones	3,2	0,1	-0,2	0,1	1,8	2,1	0,9
Ocio y cultura	4,6	2,4	1,1	3,1	1,1	1,6	0,7
Enseñanza	1,9	2,3	2,2	2,6	2,3	2,4	2,7
Restaurantes y hoteles	6,2	4,3	3,9	3,7	4,2	4,1	4,1
Otros bienes y servicios	5,4	3,7	3,5	3,6	4,1	4,1	3,4

Fuente: INE.

Por grupos, vivienda, electricidad y gas siguió siendo el más inflacionista, pasando de un incremento del 4,3% en el segundo trimestre al 6,3% en agosto, impulsado por la subida del IVA eléctrico y el encarecimiento del gas. También los servicios volvieron a mostrar cierta resistencia a la baja, ya que tanto restaurantes y hoteles (4,1%), como otros bienes y servicios (3,4%) encarecieron sus precios en agosto. Por su parte, bebidas alcohólicas y tabaco registraron a su vez un encarecimiento significativo del 3,9% en el segundo trimestre, para pasar al 4,6% en agosto. Los alimentos y bebidas no alcohólicas, aunque marcaron una subida en el segundo

trimestre del 3,4%, en agosto se alinearon con la inflación general. El transporte, influido por la menor caída del precio de los carburantes y el encarecimiento veraniego de los viajes en avión, pasó de abaratarse un 1,0% en el segundo trimestre a encarecerse un 1,1% en agosto.

En sentido contrario, varios de los grupos de productos que componen el IPC mostraron claros signos de contención en agosto. Los casos más destacados fueron los del vestido y calzado (0,1%), ocio y cultura (0,7%) y comunicaciones (0,9%).

Tras dos años consecutivos de descensos en el Índice de Precios Industriales (IPRI), la tendencia comenzó a revertirse a finales de 2024, alcanzando tasas interanuales positivas en diciembre (1,6%) y consolidándose en los primeros meses de 2025, con un máximo del 2,1% en enero. No obstante, esta recuperación se ha mostrado irregular, con una moderación progresiva que culminó en una ligera caída del índice en julio (-0,6%), para volver a crecer en agosto un 0,6%. Esta evolución refleja un entorno de precios más estable, aunque con comportamientos diferenciados entre los grupos de productos.

En el segundo trimestre de 2025, la industria manufacturera mostró una evolución muy limitada, con retrocesos en abril y un leve repunte en mayo y junio. Por grupos, los productos informáticos y farmacéuticos continuaron destacando por su dinamismo, con crecimientos interanuales en agosto del 14,8% y 10,2%, consolidándose como los más sólidos desde mayo. También se observó una aceleración en el material y equipo eléctrico, que alcanzó un incremento del 7,6% en agosto, posiblemente reflejo de una mayor demanda en sectores ligados a la transición energética y la digitalización. En contraste, la rama de coquerías y refino de petróleo siguió mostrando debilidad, con una caída del 5,5%, aunque menos acusada que en meses anteriores, un comportamiento probablemente vinculado a la moderación de los precios internacionales del crudo y a ajustes en la capacidad productiva.

En cuanto a la energía eléctrica, gas y vapor, se observó una estabilización, con una variación interanual prácticamente nula (-0,2%) en agosto, lo que parece poner fin al ciclo de fuertes subidas iniciado en enero. Esta estabilización pudo deberse a la normalización de los precios mayoristas y al menor efecto de la retirada del IVA reducido.

En materia de convenios colectivos, al cierre de junio de 2025, el 56,9% de la población trabajadora en Euskadi contaba con convenios vigentes, el 38,6% mantenía acuerdos en prórroga y el 4,5% se encontraba con sus convenios decaídos. Durante el periodo, se firmaron 136 nuevos convenios que afectaron a más de 83.000 personas, dejando a 367.581 trabajadores con sus acuerdos laborales actualizados. Además, los convenios vascos en el segundo trimestre fijaron incrementos salariales superiores al IPC; de un 3,2% en los convenios en vigor y un 3,4%

en los firmados durante el año, frente al 2,6% de inflación del trimestre, lo que permitió una ligera recuperación del poder adquisitivo.

INCREMENTO SALARIAL PACTADO EN CONVENIO

Tasas de variación interanual

	2021	2022	2023	2024	2025(*)
Convenios en vigor:	1,2	4,1	4,2	3,4	3,2
- Firmados durante el año	1,1	4,1	4,7	3,6	3,4
Por ámbito de negociación:					
- Convenios sectoriales	1,0	3,9	4,3	3,4	3,6
- Convenios de empresa	1,9	4,7	4,1	3,2	2,5

(*) Convenios registrados hasta el mes de junio de 2025
Fuente: Consejo de Relaciones Laborales.

Finalmente, los costes laborales registraron una tendencia al alza en comparación con el final del año 2024 y el primer trimestre del 2025. Mientras que en el primer trimestre de 2025 el coste laboral total por trabajador registró un incremento interanual de un 3,8% situándose solamente 0,6 puntos por encima de la inflación, en el segundo trimestre, el crecimiento fue más acusado, con un aumento del 4,1% interanual, lo que representa una diferencia de 1,5 pp por encima de la tasa de inflación. Entre los distintos componentes de los costes laborales, una vez más, los otros costes fueron el componente con mayor incremento, con una variación interanual del 6,0%, impulsada por el aumento de la cotización al MEI y la nueva cotización de solidaridad aplicada en 2025 a los salarios más altos

COSTES LABORALES

Tasas de variación interanual

	2023	2024	2024			2025	
			II	III	IV	I	II
Coste laboral total trabajador	4,5	2,3	1,9	3,6	1,8	3,8	4,1
- Coste salarial total	3,7	2,3	2,5	3,7	1,2	3,4	3,4
- Otros costes	6,9	2,5	0,2	3,3	3,5	5,0	6,0
Coste laboral total por hora	5,0	2,7	-0,8	3,5	1,9	1,6	7,8
- Coste salarial total	4,2	2,6	-0,2	3,6	1,3	1,1	7,1
- Otros costes	7,3	2,9	-2,5	3,3	3,8	2,8	9,8
Horas pactadas	0,1	-0,4	-0,3	-0,5	-0,5	0,2	0,4
Horas efectivas	-0,5	-0,3	2,8	0,1	-0,1	2,2	-3,5

Fuente: INE.

Si el análisis se hace por hora trabajada, el incremento de coste es aún más notorio (7,8%), debido a que las horas efectivamente trabajadas sufrieron un descenso significativo del 3,5%, a pesar de que las horas pactadas permanecieron estables, con un aumento de solo un 0,4%. En cualquier caso, en este segundo trimestre los costes laborales crecieron por encima de la inflación general.

Sector público

Durante los ocho primeros meses de 2025, la recaudación tributaria en la Comunidad Autónoma del País Vasco (CAPV) alcanzó los 12.729 millones de euros, lo que supone un incremento del 9,7% respecto al mismo periodo de 2024. Este crecimiento se explica en gran medida por la fortaleza de la demanda interna y el dinamismo del mercado laboral. Cabe destacar que el incremento en la recaudación total se ha apoyado más en los impuestos indirectos, cuya contribución al crecimiento ha superado a la de los impuestos directos. Aunque ambos tipos han registrado aumentos, el efecto de los cambios normativos ha sido más significativo en los tributos indirectos, especialmente en el IVA y los impuestos especiales. Este impacto normativo se ha visto además reforzado por el dinamismo del consumo privado, que ha ampliado la base imponible de estos impuestos.

La recaudación por impuestos directos aumentó un 7,7%, hasta los 6.820 millones de euros. El IRPF lideró este crecimiento con un alza del 10,7%, impulsado por el aumento de las retenciones por rendimientos del trabajo, en línea con la mejora del empleo observada en este periodo en Euskadi. También se observan crecimientos significativos en el Impuesto sobre la Renta de no Residentes (28,2%), el Impuesto sobre Sucesiones y Donaciones (34,3%) y el Impuesto sobre el Patrimonio (17,9%), lo que podría estar vinculado a una mayor actividad en el mercado de activos financieros y patrimoniales, en un contexto de tipos de interés más bajos. En contraste, el Impuesto sobre Sociedades registró una caída del 9,2%, atribuible a la normalización de beneficios empresariales tras los resultados extraordinarios de 2024. Este retroceso se puede enmarcar en un entorno de menor dinamismo industrial en Euskadi.

Los impuestos indirectos crecieron un 12,4%, hasta los 5.837 millones de euros, destacando el IVA, que aumentó un 11,9%. Este repunte se relaciona con el fin de los tipos reducidos aplicados a productos como la electricidad desde enero de 2025 y con la fortaleza sostenida del consumo. De la misma manera, el dinamismo en el mercado inmobiliario y en el sector de la construcción ha impulsado importantes aumentos en la recaudación del Impuesto sobre Transmisiones Patrimoniales (30,8%) y del Impuesto sobre Actos Jurídicos Documentados (14,0%), en consonancia con el repunte de la actividad en Euskadi y su entorno.

EVOLUCIÓN DE LOS TRIBUTOS CONCERTADOS (enero-agosto)

Miles de euros

TRIBUTOS	Recaudación		
	2024	2025	% Var. 25/24
IRPF	4.505.269	4.987.005	10,7
Impuesto de Sociedades	1.409.711	1.280.273	(9,2)
Impuesto sobre renta de los no residentes	84.821	108.778	28,2
Impuesto sobre sucesiones y donaciones	104.994	140.970	34,3
Impuesto sobre el patrimonio	193.693	228.281	17,9
Impuesto sobre depósitos entidades de crédito	29.496	29.788	1,0
Impuesto sobre producción energía eléctrica	4.225	31.597	647,8
I.s/Margen Intereses y Comisiones EEFF	0	13.202	-
TOTAL IMPUESTOS DIRECTOS	**6.332.209**	**6.819.895**	**7,7**
IVA	4.046.628	4.527.180	11,9
Impuesto sobre transmisiones patrimoniales	122.619	160.354	30,8
Impuesto sobre actos jurídicos documentados	26.928	30.700	14,0
I. Especiales sobre det. medios de transporte	20.381	16.396	(19,6)
I. Especiales sujetos a ajustes con el estado	786.740	876.738	11,4
Impuesto especial sobre electricidad	21.820	43.953	101,4
Impuesto sobre primas de seguros	77.416	82.614	6,7
Impuesto sobre actividades de juego	5.335	6.173	15,7
Impuesto sobre gases de efecto invernadero	6.478	7.272	12,3
Impuesto sobre transacciones financieras	57.601	61.651	7,0
Impuesto sobre determinados servicios digitales	9.705	11.228	15,7
Impuesto sobre depósito de residuos en vertederos	11.393	12.306	8,0
Impuestos extinguidos	(307)	(31)	89,7
TOTAL IMPUESTOS INDIRECTOS	**5.192.738**	**5.836.556**	**12,4**
TOTAL TASAS Y OTROS INGRESOS	**77.403**	**72.628**	**(6,2)**
TOTAL TRIBUTOS CONCERTADOS	**11.602.350**	**12.729.080**	**9,7**

Fuente: Diputaciones forales.

En lo que respecta a los principales impuestos especiales sujetos a ajustes con el estado los Hidrocarburos y Labores del tabaco han experimentado incrementos de recaudación del 4,2% y 8,7% respectivamente. Por otro lado, destacan también, los fuertes incrementos en el Impuesto Especial sobre Electricidad (101,4%) y el Impuesto sobre Producción de Energía Eléctrica (647,8%), derivados de la revisión al alza de los tipos impositivos y del fin de exenciones temporales. El Impuesto sobre Transacciones Financieras (7,0%) también muestran una evolución positiva, en un contexto de mayor actividad financiera y reorientación de inversiones

hacia activos menos expuestos a la volatilidad internacional. Por último, mencionar que los ingresos por tasas y otros conceptos descendieron un 6,2%.

Sector financiero

Durante los últimos meses de 2025, el entorno financiero internacional ha estado marcado por una progresiva relajación de la política monetaria, la moderación de las presiones inflacionistas y una apreciación sostenida del euro. Este contexto ha favorecido la estabilidad en los mercados de deuda, con rentabilidades contenidas en los bonos soberanos a 10 años y primas de riesgo sin grandes sobresaltos. Al mismo tiempo, los mercados bursátiles han registrado avances generalizados, impulsados por la mejora de las expectativas económicas y el giro de los bancos centrales hacia posiciones menos restrictivas.

INDICADORES MONETARIOS Y FINANCIEROS (I)

	2023	2024	2025					
			Abril	Mayo	Junio	Julio	Agosto	Septiemb.
Tipos oficiales de interés (%)								
Banco Central Europeo (*)	4,0	3,0	2,25	2,25	2,0	2,0	2,0	2,0
Reserva Federal	5,25-5,5	4,25-4,5	4,25-4,5	4,25-4,5	4,25-4,5	4,25-4,5	4,25-4,5	4,0-4,25
Banco de Japón	-0,10	0,25	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
Banco de Inglaterra	5,25	4,75	4,5	4,25	4,25	4,25	4,0	4,0
Banco Popular China	3,45	3,10	3,10	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0
Banco Central de Brasil	11,75	12,25	14,25	14,75	15,0	15,0	15,0	15,0
Prima de riesgo bono a 10 años								
Alemania	0	0	0	0	0	0	0	0
España	97	70	67	59	64	58	60	55
Grecia	105	84	87	74	69	70	71	70
Portugal	76	48	56	48	47	43	45	42
Italia	168	116	112	97	90	84	90	85
Estados Unidos	184	219	173	189	164	166	151	143

(*) Tasa de depósito.
Fuente: Banco de España.

Más en detalle, en los meses de verano, los principales bancos centrales mantuvieron la hoja de ruta iniciada en primavera, orientada a una progresiva relajación de la política monetaria. En la zona del euro, el BCE decidió mantener sin cambios el tipo de la facilidad de depósito en el 2,0%. Además, confirmó la finalización del programa de reinversiones del APP (supone una retirada progresiva de liquidez del sistema financiero), lo que refuerza el giro hacia una política menos restrictiva. La decisión se apoyó en una inflación general estabilizada desde mayo en torno al objetivo del 2,0%, y en una inflación subyacente que se ha mantenido contenida, con señales de moderación en los precios de los servicios y los bienes industriales.

Por su parte, la Reserva Federal dio un paso más en septiembre, al introducir el primer recorte desde diciembre de 2024, situando el tipo de referencia en el intervalo 4,00%-4,25%. El debilitamiento del mercado laboral y la moderación de la inflación subyacente han sido los principales factores que han impulsado este giro, aunque persisten riesgos al alza derivados de la expansión fiscal y la depreciación del dólar. También el Banco de Inglaterra se sumó a este movimiento, con una bajada de tipos en agosto hasta el 4,0%, en línea con la evolución de los precios y la actividad. La inflación británica repuntó ligeramente en julio, hasta el 3,8%, impulsada por el transporte y los servicios, pero se espera que retome la senda descendente en el último trimestre del año.

En cambio, el Banco de Japón se alineó más con la postura del BCE y optó por no introducir cambios en este periodo, manteniendo su tipo oficial en el 0,5%. Pese al repunte de la inflación, que llegó a situarse por encima del 3,0% en julio, el banco central nipón, ha consolidado el giro iniciado a principios de año tras décadas de política monetaria ultraexpansiva. Los principales bancos centrales de las economías emergentes también mantuvieron una política monetaria sin grandes variaciones. A excepción de la India, que redujo en 25 pb su tipo de referencia hasta el 5,5%, el Banco de Brasil mantuvo su tipo de intervención en el 15,0%, y el de China en el 3,0%.

Las decisiones de política monetaria adoptadas por los principales bancos centrales se reflejaron directamente en los mercados de deuda soberana, consolidando un entorno de mayor estabilidad con leves ajustes en los niveles de rentabilidad. En Europa, los bonos a 10 años se mantuvieron relativamente estables, y el bono español cerró septiembre con una rentabilidad cercana al 3,3%, apenas cuatro puntos básicos por debajo del nivel de junio. Esta evolución estuvo respaldada por la mejora de las expectativas macroeconómicas y la contención de los riesgos políticos, aunque en la segunda mitad del mes se registró un ligero repunte debido a la incertidumbre institucional.

El bono alemán, referencia para el cálculo de los diferenciales, apenas varió en el periodo, cerrando septiembre en el 2,72%. En el resto de la periferia europea, se observó una tendencia al alza. El bono portugués subió del 2,99% en mayo al 3,15% en septiembre, mientras que el italiano pasó del 3,49% al 3,58%, tras superar el 3,60% a mediados de mes. Estos movimientos

reflejan un ligero repunte de las tensiones financieras en algunos emisores periféricos, aunque sin alterar la percepción general de estabilidad en los mercados de deuda europeos.

En cuanto a las primas de riesgo, todas las de la periferia europea se mantuvieron en niveles reducidos y contenidos durante los últimos meses. Destacó especialmente Portugal, que registró la prima de riesgo más baja entre los emisores periféricos, con un mínimo de 43 pb. España también presentó una evolución favorable, al situar su diferencial respecto a la deuda alemana en septiembre en 56 pb, un nivel que no se observaba desde marzo de 2021, mientras que la italiana se situó en un mínimo de 84 pb.

En cambio, al otro lado del Atlántico, el bono estadounidense mostró una evolución descendente. Tras alcanzar el 4,36% a finales de junio, su rentabilidad cayó progresivamente hasta cerrar septiembre en el 4,15%. Esta corrección se produjo tras el primer recorte de tipos por parte de la Reserva Federal en septiembre, una decisión que sorprendió a los mercados y que respondió a la moderación de algunos indicadores macroeconómicos, y al enfriamiento de las expectativas inflacionistas.

INDICADORES MONETARIOS Y FINANCIEROS (II)

	2023	2024	2025					
			Abril	Mayo	Junio	Julio	Agosto	Sept.
Tipos de cambio								
Dólar/euro	1,082	1,082	1,121	1,128	1,152	1,168	1,163	1,174
Yen/euro	151,9	163,8	161,7	163,2	166,7	171,5	171,8	174,4
Libra esterlina/euro	0,871	0,847	0,854	0,843	0,855	0,865	0,865	0,868
Efectivo nominal € (%)	98,2	98,4	100,5	100,1	101,3	102,3	102,2	102,4
Índices bursátiles (*)								
IBEX 35	22,8	14,8	14,6	22,1	20,7	24,2	28,8	32,1
Eurostoxx-50	19,2	10,8	6,0	10,2	9,0	9,3	9,9	13,1
Dow Jones	13,7	12,9	-4,4	-0,6	3,6	3,7	7,1	8,9
Nikkei 225	28,2	19,2	-10,2	-4,8	1,5	2,9	7,1	13,7
Standard & Poors 500	24,2	23,3	-5,3	0,5	5,5	7,8	9,8	13,3

(*) Variación acumulada desde el inicio del año hasta el último día del mes.
Fuente: Banco de España y Expansión.

En los mercados de divisas, el euro mantuvo una clara trayectoria de apreciación frente a las principales divisas internacionales. Concretamente, frente al dólar estadounidense, la moneda única pasó de 1,128 dólares en junio a 1,174 a finales de septiembre, acumulando una revalorización del 4,1% en tres meses, y del 5,1% en lo que va de año. Esta evolución se vio favorecida por el recorte de tipos de interés en Estados Unidos en septiembre, que debilitó al billete verde, y por la percepción de mayor estabilidad institucional en Europa.

Respecto al yen japonés, el euro también se fortaleció de forma significativa. La cotización pasó de 166,7 yenes por euro en junio a 174,4 en septiembre, lo que supone una apreciación del 9,2% desde el comienzo del año. Este movimiento respondió a la persistencia de una política monetaria muy laxa por parte del Banco de Japón, que mantuvo los tipos sin cambios, y a la debilidad estructural de la economía japonesa, que sigue sin mostrar señales claras de recuperación. En cuanto a la libra esterlina, el euro mostró una evolución más contenida. Tras una ligera depreciación en mayo, la moneda única recuperó posiciones en agosto y septiembre, cerrando el trimestre en 0,868 libras por euro. La estabilidad del tipo de interés en el Reino Unido y la moderación de los datos de inflación limitaron los movimientos en este cruce, que se mantuvo dentro de un rango estrecho durante todo el trimestre.

En conjunto, el tipo de cambio efectivo nominal del euro se situó en el 102,4% a finales de septiembre, lo que confirma una mejora generalizada de su posición frente a una cesta ponderada de divisas. Según el BCE, esta apreciación ha comenzado a trasladarse a los precios de importación, contribuyendo a moderar la inflación de bienes y servicios no energéticos.

En lo que respecta a los mercados bursátiles, las bolsas europeas mantuvieron una evolución claramente alcista, consolidando la buena marcha iniciada a comienzos de año. La mejora de las expectativas económicas en la zona euro, la relajación monetaria del BCE y el dinamismo de sectores como el bancario y el energético explican este comportamiento. Más en detalle, el EuroStoxx 50 cerró septiembre en los 5.507 puntos (cerca de su máximo histórico), con una revalorización acumulada en lo que va de año del 13,1%, mientras que el DAX alemán superó los 23.740 puntos, con una subida del 19,3%. El CAC 40 francés y el FTSE 100 británico también registraron avances sólidos, aunque más moderados. En conjunto, el mercado europeo se benefició de un entorno favorable que reforzó la confianza inversora.

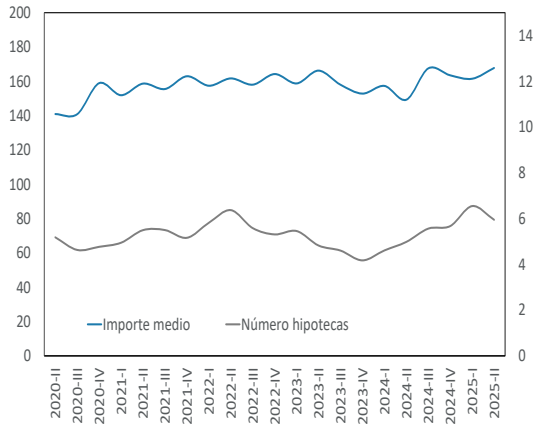
En este contexto, a lo largo de los meses de verano se consolidó la trayectoria alcista del IBEX-35, que se mantiene activa desde comienzos de año. A finales de septiembre, el índice acumulaba una revalorización del 32,1%, lo que lo convierte en uno de los selectivos europeos con mejor comportamiento en lo que va de ejercicio. Más en detalle, durante el mes de septiembre, el IBEX-35 llegó a superar los 15.400 puntos, situándose a menos de un 3% de sus máximos históricos de 2007.

Al otro lado del Atlántico, los principales índices estadounidenses cerraron septiembre con ganancias destacadas. El S&P 500 acumuló una revalorización del 13,3%, mientras que el Dow Jones avanzó un 8,9%. En Japón, el Nikkei 225 protagonizó una de las recuperaciones más vigorosas, ya que tras registrar pérdidas del 4,8% en mayo, cerró septiembre con una revalorización del 13,7%, impulsado por el rebote del sector tecnológico y la estabilidad monetaria, a pesar de la incertidumbre política interna.

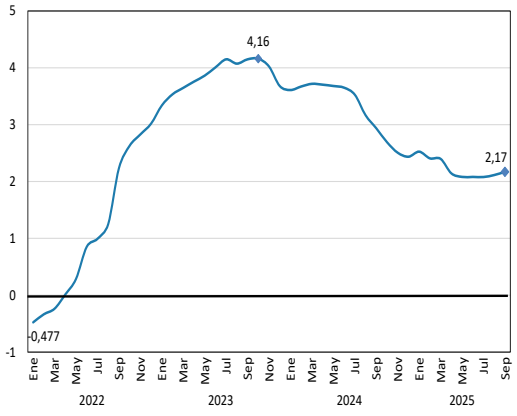
En los mercados emergentes, el comportamiento fue desigual. El IBOVESPA brasileño acumuló unas ganancias del 21,7% y consolidó su posición como uno de los índices más dinámicos de la región, impulsado por el buen desempeño del sector energético y la entrada de capital extranjero. En cambio, el MERVAL argentino registró unas pérdidas del 29,2%, lastrado por la elevada incertidumbre política, la presión inflacionaria y la debilidad del consumo interno.

Evolución de las hipotecas formalizadas para vivienda

Imp. medio (izda, miles) y número (dcha, miles)



Euribor a 12 meses



Fuente: INE y Banco de España.

Hasta julio, el Euríbor a 12 meses mantuvo una tendencia claramente bajista, que se frenó tras la decisión del BCE de detener las bajadas de tipos por tiempo indefinido. Esta decisión supuso que en agosto se registrase el primer incremento, y en septiembre se mantuviese esta tendencia alcista. En concreto, en septiembre subió levemente, del 2,114% en agosto al 2,172%, unos incrementos pequeños pero relevantes, puesto que es la primera vez desde inicios de 2024 que encadena dos alzas seguidas y alcanza el nivel más alto en seis meses. Este giro, motivado por la pausa del BCE antes de lo previsto, frena la posibilidad de que el Euribor baje del 2,0%. De hecho, según las previsiones de los principales analistas y paneles de referencia (Funcas, Caixabank, Bankinter), el Euribor a 12 meses se situaría en torno al 2,1%-2,2% a finales de 2025.

Asimismo, el último informe de *Situación financiera de los hogares y de las empresas* presentado por el Banco de España muestra que esta relajación monetaria se ha trasladado con eficacia a las condiciones de financiación, especialmente al segmento hipotecario. El tipo de interés medio de los nuevos préstamos para adquisición de vivienda cayó hasta el 2,6% en junio (el menor valor desde octubre de 2022), y el coste medio del saldo vivo también siguió descendiendo. Además, se ha observado una mejora del acceso al crédito, con un aumento del vencimiento medio, una mayor proporción de hipotecas a tipo fijo y una ligera relajación de los estándares de concesión. Todo ello ha contribuido a consolidar un entorno financiero más favorable para los hogares.

En este contexto, el mercado hipotecario en Euskadi mantuvo su recuperación durante el segundo trimestre de 2025. Según los datos del INE, entre abril y junio se formalizaron 5.946 hipotecas sobre vivienda, lo que supone un incremento interanual del 19,3%. El importe medio alcanzó los 167.800 euros, un 12,4% más que en el mismo periodo del año anterior. Este repunte refleja tanto la mejora de las condiciones de financiación como un renovado dinamismo en la demanda, especialmente en áreas metropolitanas. La expectativa de que los tipos de interés continúen bajando a lo largo del año ha animado a muchas personas a anticipar sus decisiones de compra.

Este comportamiento del mercado hipotecario se ha visto acompañado por una consolidación de la preferencia por los préstamos a tipo fijo. Aunque cabría esperar un mayor peso de las hipotecas a tipo variable en un entorno de tipos de interés a la baja, lo cierto es que el efecto ha sido el contrario. Durante el segundo trimestre de 2025, el 70% de las nuevas hipotecas se formalizaron a tipo fijo, lo que representa un incremento de más de 14 puntos respecto al mismo periodo de 2024. Esta tendencia, que comenzó a consolidarse en 2016, responde a varios factores: por un lado, las entidades financieras han aplicado rebajas significativas en los tipos fijos, haciéndolos más competitivos incluso en escenarios de descenso del Euribor; por otro, los prestatarios valoran cada vez más la estabilidad de las cuotas mensuales y la protección frente a posibles repuntes futuros en los tipos de interés.

El dinamismo observado en el mercado hipotecario durante el segundo trimestre de 2025 tuvo su reflejo en la evolución del crédito privado en Euskadi. Tras diez trimestres consecutivos de caídas interanuales, el crédito a hogares y empresas volvió a registrar tasas positivas, con un crecimiento del 1,5% respecto al mismo periodo del año anterior. El volumen total se situó en 58.867 millones de euros, lo que marca un punto de inflexión en la tendencia contractiva que venía arrastrándose desde principios de 2023. No obstante, y pese al repunte, el montante sigue siendo de los más reducidos desde 2005, debido a la persistencia de un entorno económico incierto, la prudencia en las decisiones de inversión y consumo, y un cambio estructural en los hábitos financieros, con una mayor preferencia por el ahorro y la liquidez.

En contraste, el crédito al sector público evolucionó en sentido contrario y volvió a contraerse de forma significativa. El volumen de préstamos descendió un 12,4% interanual, hasta los 8.433 millones de euros, lo que representa su nivel más bajo en más de cinco años. Esta evolución responde al esfuerzo continuado de las administraciones por contener el déficit y reducir su exposición a la deuda, en línea con los objetivos de consolidación fiscal.

Como resultado de estos movimientos, el crédito total en Euskadi se situó en 67.299 millones de euros, lo que supone una caída interanual del 0,5%. Aunque se trata de una contracción leve, confirma que el proceso de ajuste financiero aún no ha concluido, si bien se observan señales incipientes de estabilización en el crédito privado.

En cuanto a los depósitos, el ahorro de los agentes vascos experimentó una ligera corrección tras cinco trimestres de crecimiento continuado. El volumen total de depósitos se redujo un 3,7% interanual, hasta los 95.635 millones de euros, lo que supone una caída de 3.650 millones respecto al mismo periodo del año anterior. Esta contracción se concentró en el sector privado, cuyos depósitos descendieron un 2,1%, mientras que el sector público registró una caída más acusada, del 17,0%, en línea con la reducción de su liquidez disponible.

CRÉDITOS Y DEPÓSITOS

Tasas de variación interanual y millones de euros

	2023	2024	2024		2025			Dif entre 2022-II y 2025-II	
			III	IV	I	I	II	Millones €	Tasa
Créditos	**-4,9**	**-1,7**	**-2,9**	**-1,7**	**-1,4**	**-0,5**	**67.299,3**	**-5.329,7**	**-7,3**
Sector público	-6,0	-4,2	-9,2	-4,2	-9,7	-12,4	8.432,6	-1.776,4	-17,4
Sector privado	-4,8	-1,3	-1,9	-1,3	-0,1	1,5	58.866,7	-3.553,3	-5,7
Depósitos	**-1,4**	**4,2**	**5,0**	**4,2**	**2,6**	**-3,7**	**95.634,9**	**-2.789,6**	**-2,8**
Sector público	1,2	5,3	13,8	5,3	1,1	-17,0	8.774,0	25,2	0,3
Sector privado	-1,7	4,1	3,9	4,1	2,8	-2,1	86.860,9	-2.814,8	-3,1
Vista y cuenta	-8,9	0,7	-3,5	0,7	1,1	-1,5	73.089,0	-9.928,4	-12,0
Plazo	92,3	24,6	64,4	24,6	11,8	-5,0	13.771,9	7.113,6	106,8

Fuente: Banco de España.

Por tipo de producto, los depósitos a la vista y en cuenta disminuyeron un 1,5%, hasta los 73.089 millones de euros, lo que confirma la pérdida de atractivo de este tipo de ahorro en un entorno de tipos más bajos. En contraste, los depósitos a plazo mantuvieron su recuperación, con un

crecimiento del 11,8%, alcanzando los 13.772 millones de euros, impulsados por rentabilidades aún competitivas y por la búsqueda de alternativas más estables por parte de los ahorradores.

En conjunto, los datos del segundo trimestre muestran una economía vasca que, aunque comienza a mostrar signos de reactivación en el crédito privado, sigue priorizando el saneamiento financiero. La consolidación del ahorro a plazo y la estabilización del crédito apuntan a un entorno más equilibrado, aunque todavía marcado por la prudencia y la cautela en las decisiones financieras de los distintos agentes.

Previsiones

El entorno económico internacional en 2025 sigue marcado por una elevada incertidumbre, derivada tanto de la persistencia de tensiones comerciales como de la evolución desigual de las principales economías avanzadas. Tras un periodo de intensificación de las negociaciones entre Estados Unidos, China y la Unión Europea, los últimos acuerdos han permitido una reducción de algunos gravámenes respecto a los anunciados en el denominado *liberation day*, aunque la amenaza de nuevas subidas sigue latente y condicionará las decisiones de inversión y comercio exterior. El Fondo Monetario Internacional señala que el impacto de la política comercial restrictiva, junto con la volatilidad de los mercados energéticos derivada de los diferentes focos de conflicto podría restar dos décimas al crecimiento del PIB mundial en 2025, principalmente a través de la moderación de las exportaciones y el deterioro de la confianza empresarial.

El FMI estima que el crecimiento global se situará en el 3,0% en 2025 y en el 3,1% en 2026, cifras que, si bien suponen una ligera revisión al alza respecto a las previsiones de primavera, permanecen por debajo de la media histórica y de las que se anticipaban hace un año. Este avance se apoya en el dinamismo de algunas economías emergentes, como India y China, cuyo crecimiento se revisa al alza hasta el 4,8% para 2025, impulsado por el efecto de la reducción de aranceles y el adelanto de exportaciones. Sin embargo, el organismo advierte que este efecto será transitorio y que la normalización de los flujos comerciales podría traducirse en una desaceleración en 2026. En ese sentido, la previsión es que los flujos comerciales mundiales crezcan un 2,6% en el año presente y un 1,9% el que viene, lo que implica en este último caso, una rebaja de seis décimas respecto a lo anticipado en abril.

En Estados Unidos, la economía muestra signos de resiliencia, aunque con una composición del crecimiento cada vez más distorsionada por el efecto de los aranceles y la política fiscal expansiva. El FMI prevé un crecimiento del 1,9% en 2025 y del 2,0% en 2026, mientras que el panel de Consensus Forecasts sitúa estas cifras en el 1,7% y el 1,7%, respectivamente. La inflación, aunque en descenso, se mantendrá por encima del objetivo de la Reserva Federal

(2,8% en 2025 y 2,5% en 2026), debido a la repercusión parcial de los aranceles a los consumidores y a la cada vez más significativa depreciación del dólar. El mercado laboral comienza a mostrar señales de enfriamiento, con una ralentización en la creación de empleo más acusada de la contemplada hasta ahora tras una significativa revisión de las cifras de 2024 y principios de 2025, y una ligera subida de la tasa de paro. El panel de Consensus estima que el desempleo repuntará hasta el 4,5% en 2026, lo que, debido al doble mandato de la FED, ha llevado a anticipar recortes en los tipos de interés sin haber terminado de atajar la inflación.

PREVISIONES ECONÓMICAS

Tasas de variación interanual

	PIB			Precios de consumo		
	2024	2025	2026	2024	2025	2026
Economía mundial	2,7	2,4	2,4	3,8	2,9	2,6
EE. UU.	2,8	1,7	1,7	3,0	2,8	2,7
Canadá	1,6	1,2	1,1	2,4	2,1	2,1
Japón	0,1	1,1	0,6	2,7	3,1	1,9
Zona del euro	0,9	1,2	1,1	2,4	2,1	1,8
Unión Europea	1,1	1,2	1,3	2,8	2,2	1,9
Alemania	-0,5	0,2	1,2	2,3	2,1	1,9
España	3,2	2,6	1,9	2,8	2,5	1,9
Francia	1,1	0,6	0,9	2,0	1,1	1,5
Países Bajos	1,0	1,4	1,0	3,3	3,1	2,3
Italia	0,7	0,5	0,7	1,0	1,7	1,6
Reino Unido	1,1	1,2	1,0	2,5	3,4	2,6
Asia Pacífico	3,9	3,8	3,5	1,6	1,3	1,6
Europa del Este	3,3	2,2	2,5	14,7	10,4	7,4
Latinoamérica (exc. Venezuela)	2,2	2,1	2,1	14,7	6,5	5,1

Fuente: Consensus Forecasts (septiembre 2025).

Se prevé que, hacia finales del próximo año, los tipos de interés se sitúen ligeramente por encima del 3%. Este nivel, combinado con la inflación esperada, mantendría el tipo de interés real en terreno apenas positivo, configurando un contexto claramente expansivo. Pese a los llamativos intentos al respecto y a un modesto incremento de recaudación debido a la carga arancelaria, no se espera que produzca un punto de inflexión en la senda del déficit federal, que volverá a situarse por encima del 6% sin que tampoco se reduzcan el déficit comercial ni por cuenta corriente.

La economía europea, por su parte, presenta un comportamiento más atenuado, aunque levemente más dinámico del que se planteaba a inicios de año. El FMI estima un crecimiento del 1,0% en la eurozona para 2025 y del 1,2% para 2026, mientras que el consenso de previsiones lo sitúa en el 1,2% y el 1,1%, respectivamente. El dinamismo de países como España (2,6% en 2025 en las recientes previsiones del Banco de España) contrasta con la debilidad de Alemania (0,2%), Francia (0,6%) e Italia (0,5%), afectadas por la caída de la inversión y la menor demanda externa. Pese que el panel de Consensus mantiene que Índice de Producción Industrial alemán decrecerá en 2025 (-0,8%), todos los integrantes del panel mantienen que en 2026 se revertirá el descenso iniciado en 2018 de la producción industrial alemana, y crecerá un 1,5%, impulsado por los bienes de equipo (+3,2%) sustentado en un giro en la política fiscal en forma de infraestructuras, defensa e incentivos fiscales sectoriales. Como contrapartida, el déficit alcanzará el 3,4% en 2026, aunque parte de un nivel de deuda pública (62,5% en 2024) todavía muy inferior tanto del promedio europeo como del resto de grandes economías de la Unión.

Los hechos acaecidos en Francia, con la nueva dimisión del primer ministro tras el rechazo a su propuesta presupuestaria para reducir el déficit público desde el 5,8% de 2024 hasta el 4,6% en 2026, acrecientan la sensación de inestabilidad en la política francesa tras el adelanto electoral provocado por los resultados de las últimas elecciones europea. Por el momento, esto se traduce en la depreciación del bono francés a 10 años, situándose la previsión de rentabilidad los dos próximos años en el entorno del 3,5%, el nivel más alto desde 2011. El pago de intereses sigue teniendo un peso relativamente bajo (2,1% del PIB) frente a economías como la italiana (3,9%) o la española (2,4%), gracias a la menor prima de riesgo de la última década, aunque en el ámbito financiero la percepción de problemas futuros puede trasladarse al presente. Todo ello se agudiza por las expectativas de un panorama macroeconómico todavía débil, aunque mejor que el de año en curso: en 2026 el PIB se incrementará entorno al 1% y se revertirán los retrocesos de la inversión empresarial y de la producción manufacturera.

La inflación en la eurozona se mantendrá contenida, en torno al 2% en 2025, para descender hasta el 1,7% en 2026 y repuntar ligeramente al 1,9% en 2027. Esta evolución refleja una moderación progresiva de las presiones de la inflación subyacente en la primera mitad de 2026, especialmente de los servicios a medida que se disipen las presiones salariales como respuesta al proceso inflacionario experimentado en los últimos años, ayudado también por el abaratamiento de los bienes importados debido a la apreciación relativa del euro respecto al dólar. En cuanto a los elementos más volátiles, la inflación de los alimentos se moderará (de 2,9% en 2025 al 2,3% en 2026) y los precios energéticos continuarán reduciéndose (-1,6% y –1,1%).

La economía española continúa exhibiendo un elevado dinamismo que se prolongará en el tramo final del año. Así, la economía española alcanzará un crecimiento del 2,7% en 2025 y se moderará hasta el 2,0% el próximo año, según las últimas previsiones de Ceprede. Sin embargo, debe considerarse que la última revisión de la contabilidad llevada a cabo por el INE augura

nuevas revisiones al alza generalizadas en todas las previsiones en los próximos meses. Esta nueva revisión implica, además, a diferencia de los años inmediatamente posteriores a la pandemia en los que el crecimiento de la economía española se basó en las exportaciones y el consumo público, un viraje en el patrón de crecimiento hacia el consumo privado y la inversión, que se anticipa que se mantendrá también en 2025 y 2026 con el denominador común de los fuertes incrementos de la población activa y del empleo.

PREVISIONES ECONÓMICAS PARA LA ECONOMÍA ESPAÑOLA (septiembre 2025)

Tasas de variación interanual

	2025		2025	2026				2026
	III	IV		I	II	III	IV	
PIB	**2,7**	**2,4**	**2,7**	**2,1**	**2,0**	**2,0**	**2,1**	**2,0**
Consumo privado	3,1	3,0	3,3	2,7	2,6	2,4	2,6	2,6
Consumo público	1,6	1,8	1,8	2,2	2,2	2,2	2,1	2,2
FBCF	8,5	6,3	6,3	5,4	4,8	4,2	4,0	4,6
- Inversión en equipo	13,9	7,4	10,4	6,4	5,6	4,8	4,3	5,3
- Inversión activos cultivados	4,5	4,2	5,3	2,6	1,3	0,8	0,5	1,3
- Inversión en construcción	7,2	6,5	5,0	5,4	4,5	3,8	3,6	4,3
Demanda interna	3,7	3,3	3,5	3,1	2,9	2,7	2,8	2,9
Exportaciones	3,4	3,6	3,3	2,2	1,6	1,1	0,9	1,5
Importaciones	6,1	6,4	5,6	5,4	4,2	3,1	2,6	3,8

Fuente: Ceprede.

La evolución reciente del contexto económico internacional obliga a revisar en diferente grado algunas de las hipótesis que sustentan las previsiones para la economía vasca. Como escenario central se asume un tipo de cambio euro–dólar todavía más elevado que hace tres meses, que confirma el punto de inflexión que supuso el cambio de rumbo de la política económica estadounidense y que puede acentuarse debido a las rebajas previstas de los tipos de interés por la Reserva Federal. Al mismo tiempo, se mantiene la expectativa de que el Euríbor a tres meses se estabilice en torno al 2,0%, lo que apunta a un alivio sustancial de las condiciones financieras durante el horizonte de previsión respecto a los años precedentes. Respecto a los grandes agregados del entorno que conforman los mercados de exportación de la economía vasca, el crecimiento previsto de la economía española se sitúa, como ya se ha comentado, en 2,7% para 2025 y 2,0% para 2026 y 2027; el de la OCDE, en 1,5%, 1,5% y 1,7%; y el de la Eurozona, en 1,1%, 1,2% y 1,4%, respectivamente. Por su parte, la dinámica de los precios mantiene la misma dinámica de moderación de los precios del consumo y de leve alza de los precios de las exportaciones tras un periodo de bastante contención.

HIPÓTESIS PARA LA ELABORACIÓN DE LAS PREVISIONES (septiembre de 2025)

Niveles y tasas de variación interanual

	2025		2025	2026				2026
	III	IV		I	II	III	IV	
Euribor (tres meses)	2,0	1,8	2,1	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0
Tipo cambio dólar/euro	1,17	1,16	1,13	1,14	1,16	1,17	1,17	1,16
PIB de España	2,7	2,4	2,7	2,1	2,0	2,0	2,1	2,0
PIB de la OCDE	1,3	1,4	1,5	1,5	1,6	1,6	1,5	1,5
PIB de la zona del euro	0,8	0,6	1,1	0,6	1,0	1,4	1,8	1,2
Defl. cons. privado (España)	3,7	3,0	3,3	2,1	2,4	2,5	2,6	2,4
Defl. export. bienes (España)	-0,8	0,0	0,2	-0,5	1,3	2,1	2,4	1,3

Fuente: Ceprede y Banco Central Europeo. Fecha de cierre de datos e hipótesis: 19 de septiembre de 2025.

Con este telón de fondo y la revisión al alza de los dos últimos años de la contabilidad anual, la actualización de previsiones supone una mejora del perfil de crecimiento de la economía vasca: hasta el 2,2% en 2025 y 1,9% en 2026 lo que supone una senda todavía dinámica en 2025 y de cierta moderación a lo largo de 2026 conforme se desacelera la demanda interna y el empleo, mientras mejora el saldo exterior según se produce una mejoría de las economías europeas.

Por el lado de la demanda interna, el consumo de los hogares continuará siendo el principal sostén de la actividad: 2,7% en 2025 y 2,2% en 2026, apoyado en el fuerte incremento experimentado en el segundo trimestre del año, en el empuje del mercado laboral y en la desinflación gradual que contribuirán a la mejora de los salarios reales. La formación bruta de capital también experimentará un crecimiento significativo, con ritmos de 3,1% en 2025 y 2,3% en 2026, si bien la incertidumbre exterior, la normalización de expectativas y la pérdida de impulso por el final de ejecución de los fondos MRR podrían moderar su tracción a partir de 2026.

Las expectativas para el sector exterior son más endebles: se proyecta una contribución negativa del saldo exterior de -0,3 puntos porcentuales en 2025 y -0,2 pp en 2026, en línea con un comercio internacional y europeo que avanzan con menor ritmo y con especial afectación a la industria vasca en bienes de inversión y a su posición en las cadenas de valor del automóvil. Si bien estas cifras permiten entrever un panorama relativamente negativo, en buena medida se explican por el incremento de las importaciones ligadas a la fortaleza de la demanda interna. Es decir, mientras que en 2023 las exportaciones vascas cayeron un 1,1% y en 2024 apenas repuntaron un 0,1%, para 2025 se anticipa un incremento de más del 2% y de casi el 3% en 2026

que, si bien son cifras sustancialmente inferiores a las de la serie histórica, mejoran las de los dos últimos años.

PREVISIONES TRIMESTRALES PARA LA ECONOMÍA VASCA (septiembre 2025)

Tasas de variación interanual

	2025		2025	2026				2026
	III	IV		I	II	III	IV	
PIB	**2,3**	**2,2**	**2,2**	**2,0**	**2,0**	**1,9**	**1,9**	**1,9**
Gasto en consumo final	2,4	2,3	**2,3**	2,2	2,3	2,1	1,9	**2,1**
Gasto consumo hogares	2,8	2,5	**2,7**	2,3	2,2	2,2	2,0	**2,2**
Gasto consumo AAPP	1,0	1,6	**1,2**	1,7	2,7	1,7	1,5	**1,9**
Formación bruta capital	3,4	3,3	**3,1**	3,1	1,7	2,1	2,4	**2,3**
Aportación demanda interna	2,6	2,5	**2,5**	2,4	2,2	2,1	2,0	**2,2**
Aportación saldo exterior	-0,4	-0,3	**-0,3**	-0,4	-0,2	-0,2	-0,1	**-0,2**
Sector primario	5,4	4,1	**2,5**	0,5	0,8	0,4	0,9	**0,7**
Industria y energía	0,3	1,0	**0,4**	1,5	1,6	1,6	1,7	**1,6**
Construcción	2,8	2,6	**2,5**	2,3	1,5	1,8	2,4	**2,0**
Servicios	2,7	2,5	**2,7**	2,2	2,1	2,0	1,9	**2,1**
Valor añadido bruto	2,2	2,2	**2,1**	2,0	2,0	1,9	1,9	**2,0**
Impuestos sobre productos	2,8	2,6	**2,5**	1,4	2,0	1,7	1,7	**1,7**
PIB nominal	4,9	5,0	**4,8**	4,2	3,8	3,9	4,1	**4,0**
Deflactor PIB	2,6	2,7	**2,6**	2,1	1,8	1,9	2,2	**2,0**
Puestos trabajo tiempo completo	1,4	1,2	**1,4**	1,1	1,2	1,1	1,0	**1,1**
Personas ocupadas (PRA)	1,5	1,1	**1,3**	0,9	1,2	1,2	1,1	**1,1**
Tasa de paro	6,4	6,5	**6,4**	6,7	6,2	6,1	6,3	**6,3**

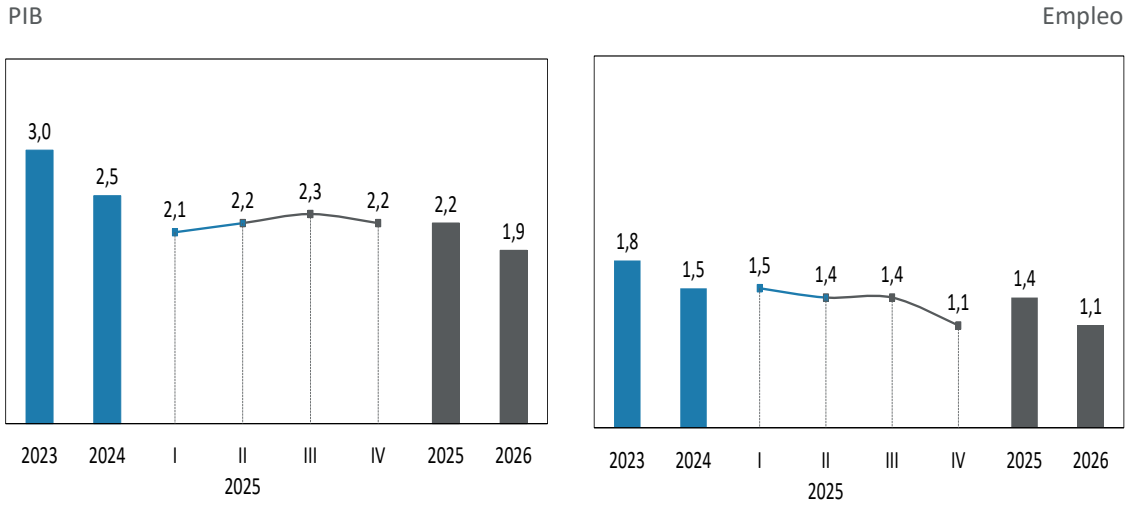
Fuente: Dirección de Economía.

Desde el lado de la oferta, la industria se ve afectada por ese debilitado empuje exterior, como se viene comentando, y avanzaría un 0,4%. Esta previsión supone un empeoramiento de cinco décimas respecto a lo anticipado hace tres meses, aunque se debe, en gran medida, a un mero efecto base causado por la revisión del patrón de crecimiento trimestral en la segunda mitad del año pasado y al mal dato del último trimestre publicado. Sin embargo, se espera que el sector retome una senda de normalización de su crecimiento en 2026 con la mejora de los mercados exteriores, lo que ha supuesto una revisión de dos décimas más en la previsión. La construcción mantendrá un buen tono en línea con las expectativas de hace tres meses, con un incremento

del 2,5% en 2025 y del 2,0% en 2026, apoyada en condiciones financieras más holgadas y en la demanda residencial.

Los servicios consolidarán su papel como principal motor de la economía vasca tanto en 2025 como en 2026, con tasas de crecimiento del 2,7% este año y del 2,1% el próximo. La evolución será estable, reflejando la fortaleza de los servicios vinculados a la expansión del consumo de los hogares como el comercio y la hostelería, concentrando también gran parte de la creación de empleo, pero también por las actividades profesionales de mayor especialización.

Previsiones 2025-2026 (I)
Tasas de variación interanual

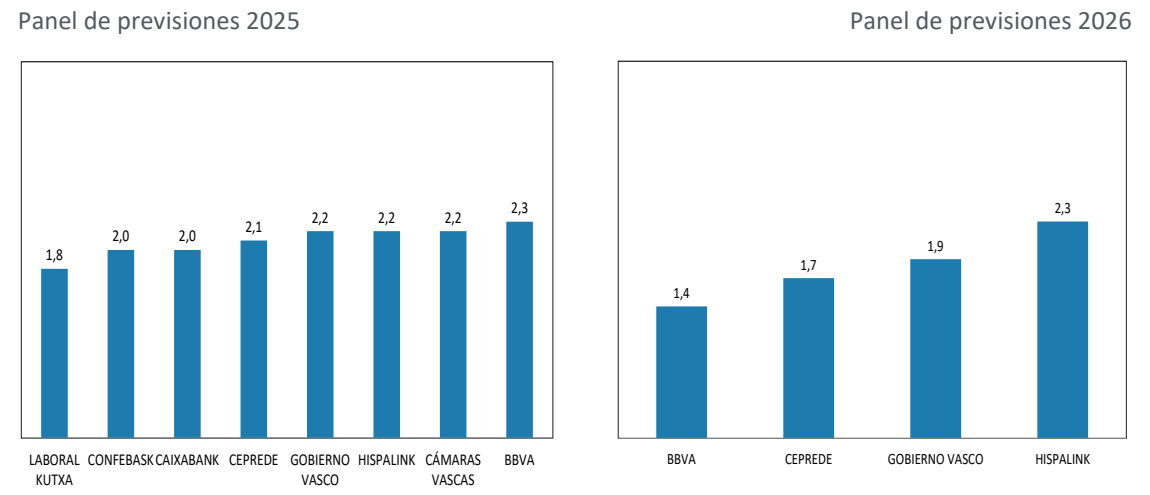


Fuente: Dirección de Economía.

En cuanto a los precios, se prevé que el deflactor del PIB registre un incremento del 2,6% en 2025 y del 2,0% en 2026, lo que supone una continuación de la senda de moderación respecto a los años anteriores. Aunque algunos componentes de los precios seguirán mostrando cierta persistencia, ya observada en la primera mitad del año lo que ha supuesto el alza de dos décimas del deflactor, la tendencia general será de desaceleración a medida que avance el periodo de previsión. Por un lado, el deflactor del consumo privado ha permanecido entorno al 3% en los dos primeros trimestres y se mantendrá por encima del 2,5% lo que resta del año. Por otro, se espera que el resto de los precios evolucionen de forma algo más contenida. Así, en términos nominales, el PIB crecerá un 4,8% en 2025, alcanzando valor de 103.007 millones de euros, y un 4,0% en 2026, hasta situarse en 107.105 millones.

En el mercado de trabajo, el empleo, medido en puestos de trabajo equivalente, aumentará un 1,4% en 2025 y un 1,1% en 2026, lo que supondrá la creación de aproximadamente 14.000 y 11.000 empleos respectivamente. Unido a una dinámica similar en el incremento de ocupados permitirá seguir disminuyendo la tasa de paro, que se situaría de media en 6,4% en 2025 y en 6,3% en 2026, lo que supondrían la menor tasa de desempleo desde 2008. El balance resulta compatible con una mejora aún modesta de la productividad aparente del trabajo, condicionada por la debilidad del sector industrial, si bien las últimas revisiones estadísticas evidencian una dinámica más favorable que la observada provisionalmente.

Previsiones 2025-2026 (II)
Tasas de variación interanual



Fuente: Dirección de Economía (septiembre 2025), Ceprede (septiembre 2025), Confebask (julio 2025), Hispalink (julio 2025), Caixabank (junio 2025), BBVA (junio 2025), Cámaras Vascas (diciembre 2024), Laboral Kutxa (diciembre 2024).

Tras la actualización de cuadro macroeconómico, las previsiones de la Dirección de Economía se sitúan en un punto intermedio en el rango de previsiones elaboradas por otras instituciones. En concreto, parece existir un elevado grado de consenso acerca de un incremento de la actividad ligeramente superior al 2%, mientras que para el próximo año la divergencia entre previsiones es todavía elevada. Por un lado, BBVA Research anticipa una considerable desaceleración de la economía vasca el año que viene y, por otro, desde el proyecto Hispalink se prevé que la actividad económica consiga acelerarse gracias a un mejor desempeño del sector industrial.