

**2025**  
Trimestre **4**

# Informetrical de la economía vasca



# INFORME TRIMESTRAL DE LA ECONOMÍA VASCA 2025

## 4º TRIMESTRE

Servicio de Coyuntura y Previsión Económica



**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:** 3<sup>a</sup>, enero 2026

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

**Internet:** [www.euskadi.eus](http://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 .....	13
Precios, salarios y costes.....	20
Sector público .....	25
Sector financiero.....	27
Previsiones .....	32

## Índice de gráficos

Economía mundial. PIB (I) .....	5
Economía mundial. PIB (II) .....	7
Evolución del empleo .....	12
Evolución de las hipotecas formalizadas para vivienda .....	31
Previsiones 2025-2026 (I).....	39
Previsiones 2025-2026 (II).....	40

## 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 .....	16
Destino de las exportaciones .....	17
Origen de las importaciones .....	19
Desglose del índice de precios al consumo.....	21
IPC de Euskadi .....	22
Incremento salarial pactado en convenio .....	23

Costes laborales .....	24
Evolución de los tributos concertados (enero-noviembre) .....	26
Indicadores monetarios y financieros (I).....	28
Indicadores monetarios y financieros (II).....	29
Previsiones económicas .....	33
Previsiones económicas para la economía española (noviembre 2025) .....	35
Hipótesis para la elaboración de las previsiones (noviembre de 2025) .....	36
Previsiones trimestrales para la economía vasca (diciembre 2025).....	37

## SÍNTESIS

En el tercer trimestre de 2025, la economía vasca creció un 2,3% en tasa interanual, una décima más que el trimestre anterior. Por tanto, se consolida así la senda de crecimiento que se había retomado a principios de año. El resultado del tercer trimestre coincide con la previsión que la Dirección de Economía realizó el pasado mes de septiembre y se encuentra muy por encima de las tasas de crecimiento que se han estimado para la zona del euro (1,4%) y para la Unión Europea (1,6%).

El análisis por sectores económicos sugiere que la industria mantiene un tono de notable debilidad y que su valor añadido tan solo aumentó un 0,2% respecto al año anterior, un ritmo muy inferior al registrado por el conjunto de la economía en ese periodo, aunque se aprecia cierto alivio en la tendencia descendente iniciada a comienzos de 2024, cuando sus tasas rondaban el 3,0%. Como nota positiva, el sector registró un avance notable en términos intertrimestrales (0,4%) que compensa el retroceso del trimestre precedente e impide la caída de la producción en la comparación respecto al tercer trimestre del año pasado. La debilidad que viven los países del entorno, con los que la industria vasca mantiene una estrecha relación, explica la falta de dinamismo que este sector muestra en Euskadi.

La construcción anotó en el tercer trimestre un incremento interanual del 5,0%, 1,9 puntos superior al alcanzado en el trimestre anterior. Por tanto, se registra una importante aceleración en la actividad desarrollada por este sector. Tanto el crecimiento del Índice Coyuntural de la Construcción (9,9%) como el incremento de afiliación (2,1%) en el sector confirman el impulso creciente de la construcción al conjunto de la economía vasca.

Una vez más, el sector servicios se consolida como el principal motor del destacado crecimiento de la economía vasca. En términos globales, el valor añadido generado por los servicios experimentó un incremento interanual del 2,9%, mejorando en una décima la cifra registrada en el trimestre anterior y afianzando así su evolución al alza tras la desaceleración vivida en 2024. Destacó especialmente la solidez del subsector formado por el comercio, la hostelería y el transporte, que continúa mostrando un dinamismo notable al crecer dos décimas más que en el trimestre previo, hasta alcanzar un 3,5%, su mayor avance desde finales de 2023. Las actividades relacionadas con el sector público, administración, educación, sanidad y servicios sociales, mantuvieron un crecimiento estable del 2,1%, mientras que el resto de los servicios retomaron la tendencia positiva, acelerando hasta un 2,9%, tras la leve ralentización observada en el segundo trimestre.

Desde la perspectiva de la demanda, se mantiene la solidez de la demanda interna y se intensifica el impacto negativo del saldo exterior. Tanto las exportaciones reales como las

importaciones registraron caídas en el tercer trimestre, del -1,8% y del -0,6%, respectivamente, lo que supuso una detacción de casi un punto porcentual en el crecimiento agregado. En términos nominales, las caídas fueron aún más pronunciadas (-9,8% y -2,1% respectivamente), en línea con la debilidad actual del comercio internacional, que se encuentra muy alejada de las elevadas tasas de crecimiento alcanzadas en los años de mayor expansión de la globalización.

Como se ha señalado, el crecimiento de la economía vasca se cimenta en la fortaleza de la demanda interna, que en el tercer trimestre aumentó un 3,2%, una tasa ampliamente superior a la observada en los trimestres anteriores. Los dos componentes principales de la demanda interna registraron importantes tasas de variación, que crecieron hasta al 2,7% en el caso del gasto en consumo final y al 4,9% en el de la formación bruta de capital. Este sólido crecimiento de ambos agregados macroeconómicos aporta una imagen de robustez al conjunto, ya que ninguno de ellos resulta determinante por sí solo. Dentro del consumo, hay que resaltar que el consumo de las familias se mantuvo estable y en niveles elevados y evolucionó a un ritmo superior al del conjunto de la economía (2,8%). Por su parte, el consumo de las administraciones públicas aumentó un 2,2%, una tasa más cercana a la media histórica de este componente. En lo referente a la inversión, la realizada en bienes de equipo repuntó hasta el 4,8%, mientras que el resto de la inversión, que incluye la destinada a construcción, anotó un importante 4,9%.

El empleo sigue creciendo a buen ritmo. En concreto, en el tercer trimestre el número de puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo aumentó un 1,4%, manteniéndose en la misma línea que el trimestre anterior, aunque ligeramente por debajo de los ritmos observados en trimestres previos. En total, se estima que existen cerca de 13.450 empleos adicionales más que en el mismo periodo de 2024. La gran parte de esa creación de empleo se concentró en el sector servicios, pero también en la industria y en la construcción.

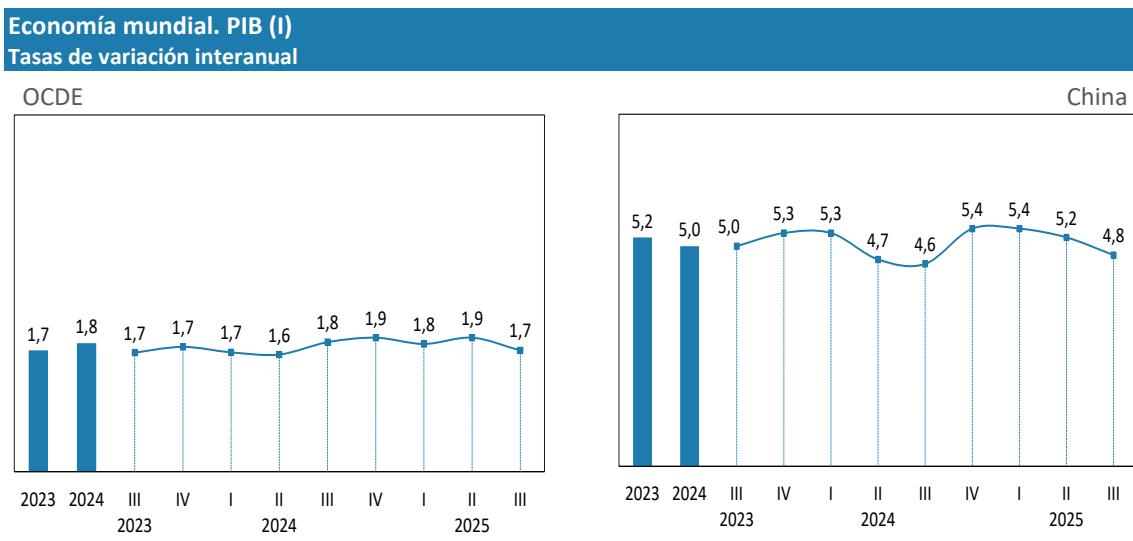
En cuanto a la evolución de los precios, el IPC anotó en noviembre una tasa de variación del 3,2%, mientras que la inflación subyacente, que excluye a los productos energéticos y a los alimentos frescos, se situó en el 2,3%.

Con la información coyuntural disponible y las nuevas hipótesis sobre el entorno, la Dirección de Economía ha actualizado sus previsiones para el periodo 2025-2027. En concreto, se confirma que el crecimiento real esperado para 2025 se mantiene en el 2,2% y en el 1,9% para 2026, con una previsión para 2027 de un incremento del PIB del 1,6%. La economía vasca afronta este trienio en un contexto internacional complejo, caracterizado por la moderación del crecimiento global y la persistencia de riesgos comerciales y geopolíticos. En cuanto al empleo, las nuevas previsiones apuntan a un crecimiento del 1,4% en 2025 que pasará a para moderarse al 1,1% en 2026 y al 0,8% en 2027.

## ENTORNO ECONÓMICO

En un contexto internacional complejo, la economía mundial siguió avanzando en el tercer trimestre del año apoyada en tres palancas que se mantuvieron firmes: unos mercados de trabajo aún vigorosos, balances del sector privado relativamente saneados y unas políticas monetarias y fiscales más acomodaticias (recortes de tipos y apoyos fiscales selectivos). Estos factores sostuvieron la resiliencia, en un contexto de riesgos geopolíticos (con repuntes en varios focos) y comerciales aún elevados.

No obstante, bajo estas tendencias generalizadas se esconden algunas divergencias importantes. En el plano sectorial, los servicios continuaron liderando el crecimiento, aunque la industria manufacturera comenzó a mostrar señales de recuperación gradual. En el geográfico, Estados Unidos mantuvo un mayor dinamismo; la zona del euro avanzó, pero condicionada por la debilidad de Alemania, Francia e Italia; y China conserva un impulso más limitado en ausencia de estímulos de gran escala.



El dato del tercer trimestre de la OCDE es previsión

Fuente: OCDE..

Más en detalle, en el tercer trimestre de 2025, el crecimiento del PIB de China perdió impulso y se desaceleró del 5,2% al 4,8%, lastrado por la debilidad de la demanda interna y un sector inmobiliario que no acaba de recuperarse. En concreto, el consumo privado permaneció apático; las ventas minoristas ralentizaron su avance respecto al segundo trimestre, mientras que la inversión fija acumulada entre enero y septiembre sufrió una contracción del 0,5%, la primera desde 2020. Esta reducción afectó especialmente a la inversión en desarrollo inmobiliario, que

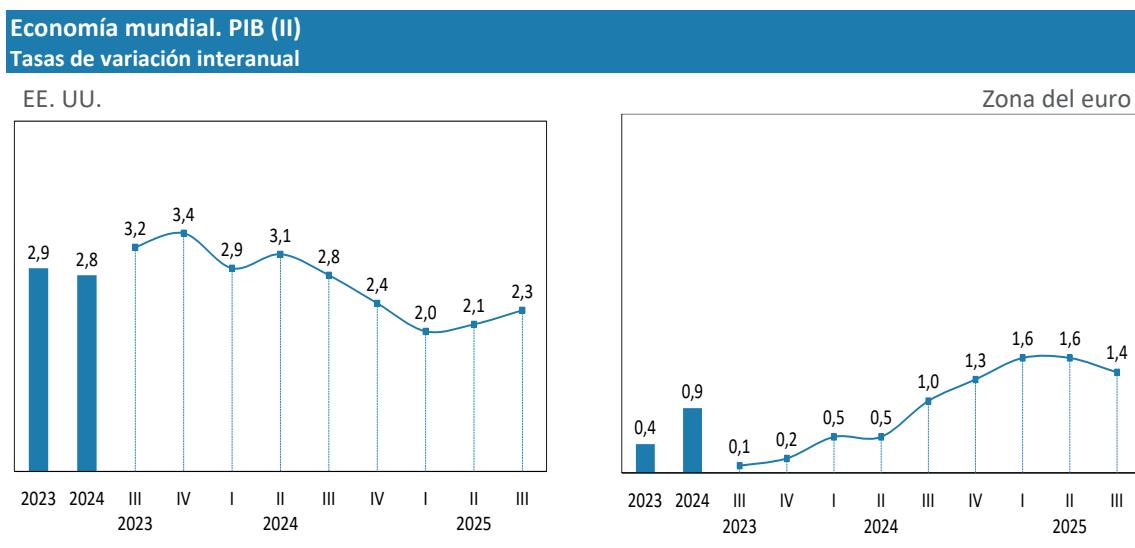
profundizó su ajuste hasta septiembre (-13,9%), acompañada de un nuevo descenso en los precios de la vivienda. Fue la oferta y el sector exterior quienes compensaron estas debilidades. En septiembre, la producción industrial repuntó hasta el 6,5% y las exportaciones se aceleraron un 8,3%, contrarrestando la fuerte disminución de las ventas hacia Estados Unidos (-27%) gracias al incremento de las operaciones en los mercados de la ASEAN, la Unión Europea y África.

India, por su parte, lideró nuevamente el crecimiento entre las economías del G20, con un incremento del PIB del 8,0%, el más elevado de los últimos seis semestres y muy por encima de las previsiones de mercado. Este crecimiento fue impulsado fundamentalmente por una demanda interna más robusta de lo previsto, así como por la notable expansión tanto del sector manufacturero como del de la construcción, ambos favorecidos por un entorno financiero más dinámico y favorable. Concretamente, el consumo privado, que representa cerca del 60% del PIB aumentó un 7,9%, y el sector manufacturero creció un 9,1%, su mayor subida en más de un año. En contraste, México registró una caída del 0,2% tras el crecimiento del 1,0% del trimestre anterior. Este retroceso se explica principalmente por la debilidad mostrada en el sector industrial, especialmente en manufacturas, minería y construcción, y por la moderación tanto del consumo como de la inversión, afectados por la incertidumbre generada ante la política arancelaria de Estados Unidos y las recientes reformas al Poder Judicial

En cuanto a los países avanzados, la actividad económica de la OCDE se prevé que creció un 1,7% en el tercer trimestre del año, mostrando una ligera desaceleración respecto al trimestre anterior, pero en línea con su velocidad de crucero. En Estados Unidos, el PIB se aceleró hasta el 2,3%, encadenando otro trimestre consecutivo de expansión. Sin embargo, un análisis detallado de sus componentes revela matices importantes, que sugieren la posible antesala de un cambio de tendencia. El consumo privado, que representa el 69% de la actividad económica, se consolidó como el principal motor del crecimiento, apoyado por la todavía fortaleza del mercado laboral, incluso en una fase madura del ciclo (la tasa de paro creció hasta el 4,6% en noviembre). No obstante, la inversión privada, particularmente la residencial, intensificó su caída, y las importaciones registraron su primera contracción en dos años, tras varios trimestres de alzas en todos los agregados del PIB.

Japón sufrió una desaceleración de su actividad económica hasta el 0,7%, notablemente inferior al 1,9% del trimestre anterior. Este retroceso se explica, en parte, por la menor contribución de las exportaciones (aporta 0,5 pp al PIB frente a los 1,3 pp del trimestre anterior) cuyo impulso previo se debió a la anticipación de las ventas ante las subidas arancelarias. Además, la inversión residencial sufrió una fuerte caída del 7,5%, la más intensa en años, debido a nuevas regulaciones en el código de construcción que afectaron tanto a desarrolladores como a proveedores de materiales, generando un efecto negativo en sectores relacionados. Aunque la economía japonesa enfrenta presión por la moderación de la demanda y los retos demográficos, mantiene una sólida base industrial y financiera, lo que permite anticipar una posible recuperación si logra coordinar adecuadamente sus políticas monetarias, fiscales y comerciales.

En la zona del euro, la actividad económica mostró un crecimiento sostenido (1,4%), similar al registrado los trimestres anteriores. La demanda interna impulsó el crecimiento económico, aportando 1,7 pp al PIB, principalmente por el consumo (1,0 pp) y la inversión (0,5 pp). Al mismo tiempo, la presión negativa de la demanda externa disminuyó, limitándose a una minoración de 0,3 pp, favorecida por la recuperación de exportaciones, que crecieron un 1,3%, su mejor dato en el año. Asimismo, el sector servicios mantuvo su expansión, impulsado por el turismo y el avance de los servicios digitales gracias a la modernización tecnológica y la adopción de inteligencia artificial en las empresas. En cambio, las manufacturas continuaron viéndose afectadas por los aranceles, la incertidumbre persistente y la apreciación del euro. En el conjunto de la UE, la evolución fue aún más positiva, con un PIB que aumentó un 1,6% en el tercer trimestre, tras el 1,7% registrado en el segundo.



Fuente: Eurostat y BEA.

A pesar de que el dato global refleja una evolución positiva, existen marcadas diferencias entre los principales países. Mientras que Alemania e Italia continuaron mostrando un crecimiento débil, con economías prácticamente estancadas, Francia logró acelerar su ritmo de expansión y España sobresalió al mantener un crecimiento cercano al 3,0%.

Alemania cerró el tercer trimestre con un crecimiento del PIB del 0,3%, igual que el trimestre anterior. Aunque la inversión logró estabilizarse tras tres años de caídas y las exportaciones apenas retrocedieron un 0,1%, su mejor resultado de los últimos doce meses, el débil dinamismo del consumo público y privado, junto con la fortaleza de las importaciones, compensó el efecto positivo de la inversión y las exportaciones, limitando así el impulso global de la economía alemana.

En Francia, la inversión en capital fijo creció un 0,5% tras dos años contraída; aunque el avance es escaso, supone una recuperación relevante que, junto con la solidez del consumo público, compensó la contracción del consumo privado del 0,1%, primera caída desde la pandemia. En el sector exterior, las exportaciones aumentaron un 3,5% con protagonismo aeronáutico, pero las importaciones crecieron más, un 4,0%, por mayores compras de manufacturas y energía, de modo que el deterioro del saldo exterior neutralizó parte del impulso interno. Con todo, el PIB avanzó un 0,9%, mejorando respecto al trimestre anterior y encadenando dos períodos consecutivos al alza.

Italia, por su parte, anotó un crecimiento del PIB del 0,6% en el tercer trimestre, superando levemente el 0,5% del trimestre previo. Aunque este avance sigue siendo modesto y aún resulta prematuro hablar de un cambio de tendencia claro, los indicadores recientes sugieren una leve mejoría en el panorama económico. Pese a que el consumo privado se mantuvo prácticamente inalterado y en niveles bajos, la inversión logró abandonar la senda negativa tras dos años continuos de descensos, mostrando finalmente tasas positivas. Asimismo, las exportaciones presentaron un repunte, aunque este impulso fue parcialmente neutralizado por el aumento de las importaciones, lo que restó dinamismo a la contribución de la demanda externa.

En España, el PIB registró un sólido crecimiento interanual del 2,8% en el tercer trimestre. Estos resultados sitúan a España a la cabeza de la zona del euro, siendo de los países que mayor dinamismo muestran entre las principales economías del área. El impulso interno fue clave, ya que la demanda nacional contribuyó con 3,8 pp al avance del PIB, favorecida por el notable aumento del consumo de los hogares (3,2%). Destacó especialmente la renovada fortaleza de la inversión, que aceleró su tasa de crecimiento del 6,0% al 8,0%, lo que evidencia una recuperación significativa del tejido productivo. Por el contrario, el sector exterior ejerció una presión negativa sobre el conjunto de la actividad, restando 1,0 pp al crecimiento, ya que las exportaciones aumentaron un 3,2% mientras las importaciones lo hicieron más, un 6,1%.

En lo que respecta al mercado laboral, la tasa de desempleo en la zona del euro se mantuvo estable en el 6,4% durante el mes de octubre, completando así seis meses consecutivos en torno a su mínimo histórico del 6,3%. De manera similar, en el conjunto de la Unión Europea, el desempleo permaneció en el 6,0%, muy próximo también a su nivel más bajo (5,9%), lo que equivale a 13,4 millones de personas en paro, de las que 11,0 millones corresponden a la zona del euro, según cálculos de Eurostat. España volvió a registrar la tasa de paro más elevada de toda la zona, con un 10,5%, sin cambios desde junio, aunque tres décimas inferior respecto a octubre de 2024. En cuanto a la evolución de la inflación, en noviembre el IPC de la zona del euro se mantuvo en el 2,1%, muy próximo al objetivo del BCE, en el que situó puntualmente entre mayo y agosto para después repuntar levemente debido al incremento de los alimentos frescos (3,2%). La inflación subyacente, que además de la energía deja fuera “los alimentos, el alcohol y el tabaco”, se mantuvo en noviembre en el 2,4%.

## ECONOMÍA VASCA

### Producción y empleo

La economía vasca creció un 2,3% en el tercer trimestre de año, superando el buen ritmo de avance de los trimestres precedentes, resultado que se alinea con las previsiones realizadas por la Dirección de Economía, tanto en términos de actividad como de empleo. La publicación de la contabilidad trimestral ha confirmado el protagonismo la demanda interna frente a la debilidad del sector exterior, con una aportación negativa de casi un punto porcentual, algo que ya se observó el trimestre pasado con la publicación de la contabilidad anual de 2024. En este caso, el tercer trimestre se explica tanto por el retroceso de las exportaciones, como ya fueron anticipando los datos de comercio exterior y los indicadores de actividad industrial, como el de las importaciones, aunque de forma más moderada, cuyo destino es alimentar la demanda interna.

### VARIABLES DE LA OFERTA

Tasas de variación interanual

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

Fuente: Eustat.

El crecimiento de cada uno de los sectores productivos revela esa disparidad de comportamiento entre la demanda interna y externa. El conjunto de la industria, ya sea la manufacturera como la de la energía, mantiene un nivel de actividad prácticamente estancado

desde 2024 aunque, como nota positiva, el sector sí que ha registrado un avance notable en términos intertrimestrales (0,4%) que compensa el retroceso del trimestre precedente e impide la caída de la producción en la comparación respecto al tercer trimestre del año pasado.

Este último trimestre algo más positivo, sí se ve reflejado en el mejor comportamiento del Índice de Producción Industrial, que anotó un aumento de 0,2% en el tercer trimestre frente la caída continuada de los últimos trimestres. Por destino económico de la producción, son los bienes de consumo (1,9%), especialmente los de consumo no duradero (9,2%), y los de bienes de equipo (1,9%) los que rompen con la tendencia de los trimestres anteriores y permiten este crecimiento que también hemos visto reflejado en notable incremento de la demanda interna. Por el contrario, continúa el retroceso de los bienes intermedios y de la energía, aunque en el caso de esta última, modera su caída respecto a lo que se venía observando.

## INDICADORES DE ACTIVIDAD

Tasas de variación interanual

	2023	2024	2024		2025		
			III	IV	I	II	III
<b>Industria</b>							
Índice de producción industrial	1,0	-1,1	-1,0	-1,5	-1,6	-1,7	0,2
Índice de cifra de negocios	-0,4	-5,0	-6,8	-1,5	-1,0	0,5	-7,8
Índice de clima industrial (nivel)	-14,9	-8,6	-2,5	-14,1	-13,7	-16,3	-15,6
Afiliación a la Seguridad Social	1,2	0,9	0,7	0,6	0,4	0,0	0,1
<b>Construcción</b>							
Índice coyuntural de la construcción	8,8	3,3	1,8	5,3	4,4	7,7	9,9
Visados para viviendas nuevas	-17,4	-1,0	-0,8	15,7	-27,6	24,1	-42,1
Compraventa viviendas	-13,9	13,6	29,5	48,2	25,0	28,6	8,2
Afiliación a la Seguridad Social	0,8	0,1	0,2	0,5	1,2	1,9	2,1
<b>Servicios</b>							
Índice de comercio	0,6	0,6	1,1	2,6	1,3	0,5	2,6
Índice de otros servicios de mercado	4,6	2,2	1,2	4,1	3,9	1,0	2,9
Índice de cifra de negocios	2,9	0,7	1,1	3,3	7,1	5,2	5,7
Tráfico de pasajeros en avión	24,0	5,4	0,5	3,2	1,6	6,4	1,2
Pernoctaciones hoteleras	12,0	3,4	1,1	3,1	0,5	8,8	1,8
Afiliación a la Seguridad Social	1,8	1,8	1,5	1,4	1,3	1,2	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.

Otros indicadores coyunturales del sector confirman esta visión respecto al tercer trimestre. El siempre pesimista Índice de Clima Industrial mejoró respecto al segundo trimestre, aunque sigue en un valor bajo, reflejando unas pobres expectativas de los empresarios del sector. La tasa de crecimiento de la afiliación a la Seguridad Social resultó apenas positiva, lo que al menos detiene la tendencia descendente que presagiaba una posible destrucción de empleo y que, finalmente, no se ha producido.

El sector de la construcción volvió a experimentar un crecimiento muy elevado el tercer trimestre (5,0%), un crecimiento que parece estar acelerándose favorecido del fuerte incremento de la demanda de vivienda. Tanto el crecimiento del Índice Coyuntural de la Construcción (9,9%) como el incremento de afiliación (2,1%) en el sector confirman el impulso creciente del sector al conjunto de la economía vasca. Por su parte, la compraventa de viviendas siguió creciendo en el tercer trimestre, aunque a un ritmo algo inferior, lo que puede explicarse tanto por la estabilización de los tipos de interés tras un periodo de constantes rebajas en los costes de financiación, como por la incertidumbre respecto al volumen de transmisiones que podrían producirse en un escenario de escasez de oferta de vivienda.

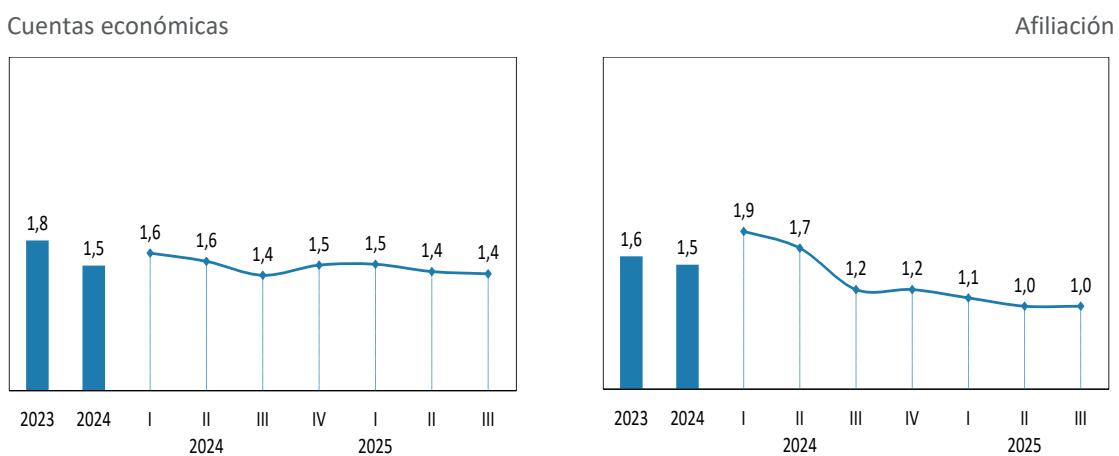
El sector servicios continuó con la senda positiva de los trimestres anteriores, alcanzando un crecimiento del 2,9%. Sin embargo, se observaron comportamientos distintos según las ramas de actividad. Por un lado, el conjunto formado por comercio, hostelería y transporte avanzó un 3,5%, superando en dos décimas el dato previo y evidenciando una aceleración frente al ritmo del año anterior, impulsada principalmente por el repunte de la demanda interna. Por otro lado, los servicios vinculados a la administración pública, así como educación y sanidad, registraron un aumento del 2,1%, lo que sugiere una mayor moderación en el consumo público. El resto de las actividades, especialmente las de carácter profesional, lograron un 2,9% más de valor añadido, todavía muy positivo, aunque se percibe una leve desaceleración en comparación con los datos año pasado.

Los indicadores más recientes del sector servicios, enfocados en turismo y transporte aéreo, reflejan una moderación tras el progreso del segundo trimestre. Las pernoctaciones en hoteles, que habían experimentado un notable incremento del 8,8% en segundo trimestre, desaceleraron de manera significativa en el tercero hasta crecer un 1,8%, recuperando la tendencia de los trimestres anteriores. De forma similar, el tráfico aéreo de pasajeros mostró una evolución paralela y durante el tercer trimestre de 2025 el crecimiento fue más contenido (1,2%).

El empleo, medido en puestos de trabajo equivalentes a tiempo completo, aumentó un 1,4% en el tercer trimestre, manteniendo así el mismo ritmo registrado en el cuarto anterior. Este comportamiento permitirá que la tasa de crecimiento en 2025 se consolide en torno al 1,4%, situándose solo ligeramente por debajo del promedio observado en 2024 (1,5%). A pesar de esta

leve desaceleración respecto al año anterior, el mercado laboral continúa mostrando un notable dinamismo y sigue beneficiándose de la estabilidad del crecimiento económico. En total, la economía vasca necesitó, según Eustat, 999.778 puestos de trabajo a tiempo completo para generar el PIB del trimestre. Se trata la cifra más elevada de la serie histórica y son unos 13.450 empleos más que los estimados para el mismo periodo de 2024. De esa cantidad de empleo, la inmensa mayoría (11.797) se crearon en actividades de servicios, mientras que cerca de 1.180 empleos correspondieron al sector de la construcción y 471 al sector industrial. El sector primario se mantuvo estable con una mínima ganancia de 2 puestos de trabajo.

### Evolución del empleo Tasas de variación interanual



Fuente: Eustat y Seguridad Social.

Según los datos publicados por la PRA, el aumento del empleo durante el tercer trimestre favoreció especialmente a las mujeres. Concretamente, la tasa de crecimiento del empleo entre mujeres fue del 1,5%, mientras que entre los hombres se situó en el 0,8%. En comparación con el mismo periodo de 2024, accedieron a un puesto de trabajo 7.100 mujeres y tan solo 1.300 hombres. Gracias a este progreso, la tasa de empleo de las mujeres llegó al 68,4% y la de los hombres al 74,1%, reduciendo la brecha de género en el tercer trimestre de 2025 a 5,7 puntos, frente a los 6,9 puntos del año anterior. Por último, la tasa de ocupación de la población de 16 a 64 años se elevó hasta el 71,2%, con 8.400 personas ocupadas más.

Este avance en el empleo de la mujer también se refleja en la evolución de la población activa y el desempleo. De hecho, en el último año, cerca de 6.000 mujeres se incorporaron a la población activa, mientras que aproximadamente 1.000 hombres salieron del mercado laboral, lo que arroja un saldo positivo de unas 5.000 personas. Gracias a la creación de empleo, el paro se redujo en unas 3.300 personas y la tasa de desempleo total bajó al 6,8%, cuatro décimas menos

que el 7,2% registrado en el tercer trimestre de 2024. Aunque la entrada de mujeres a la actividad laboral fue significativa, la reducción del desempleo benefició más a los hombres (2.200 frente a 1.100). Así, en este tercer trimestre, la diferencia entre la tasa de desempleo de mujeres (7,3%) y hombres (6,3%) se mantiene en un punto.

En relación con la afiliación a la Seguridad Social, la evolución ha sido claramente positiva a lo largo de 2025. La tasa de crecimiento experimentó un aumento del 1,1% en el primer trimestre, descendió ligeramente al 1,0% en el segundo, y mantuvo ese ritmo en el tercer trimestre. Sin embargo, los datos más recientes de octubre (1,1%) y noviembre (1,3%) reflejan una tendencia ascendente, lo que sugiere que el último trimestre podría recuperar los niveles de expansión observados al cierre de 2024. Las mujeres aumentaron su afiliación un 1,1%, ligeramente por encima del 1,0% de los hombres, impulsadas por su presencia en los servicios, que crecieron un 1,2% este trimestre. La construcción subió un 2,1%, mientras que la industria apenas creció (0,1%) y sigue estancada (0,2% en octubre y noviembre). Por ramas de actividad, en noviembre, destacaron las actividades sanitarias y servicios sociales (+2.400 afiliados), las administrativas (+2.300), las científicas y técnicas (+1.800) y las de educación (+1.600).

El crecimiento del PIB real fue del 2,3% y el empleo aumentó un 1,4%, lo que resultó en una mejora de la productividad aparente del trabajo del 0,9% en el tercer trimestre, cifra ligeramente superior al trimestre anterior y próxima a su promedio histórico (1,0%). Por sectores, la construcción sobresalió este tercer trimestre con una productividad del 3,0%, respaldada por una expansión del empleo del 2,0% y un incremento en el valor añadido del 5,0%. Los servicios mantuvieron su tendencia positiva (1,2%), con aumentos en el empleo del 1,7% y en el valor añadido del 2,9%. La industria permaneció estancada, sin registrar mejoras en productividad. El sector primario presentó estabilidad en el empleo, pero experimentó una disminución en la productividad.

## Demanda interna y externa

El crecimiento de la economía vasca se cimenta en la fortaleza de la demanda interna. De hecho, en el tercer trimestre de 2025, la demanda interna creció un 3,2% interanual y realizó una aportación al crecimiento del PIB prácticamente en el mismo porcentaje (3,3%). En contraste, el sector exterior restó cerca de un punto al crecimiento, debido a que las exportaciones reales descendieron significativamente más que las importaciones reales (-1,8% frente a -0,6%).

Un aspecto especialmente destacable en la evolución de la demanda interna es el notable dinamismo alcanzado durante el tercer trimestre, ampliamente superior al observado en los trimestres anteriores. Nuevamente, sus dos principales componentes han mostrado un sólido

crecimiento, lo que aporta una imagen de robustez al conjunto, ya que ninguno de ellos resulta determinante por sí solo. En ambos casos, se observa una clara tendencia ascendente que se ha ido afianzando desde comienzos de año.

#### VARIABLES DE LA DEMANDA

Tasas de variación interanual

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

Fuente: Eustat.

Durante el tercer trimestre, el gasto en consumo final registró un sólido crecimiento del 2,7%, situándose cuatro décimas por encima del trimestre precedente. Este avance se vio respaldado por la continuidad en el ritmo de expansión del consumo de las familias y por el aumento del gasto público. En concreto, el consumo de los hogares se incrementó un 2,8%, manteniendo el vigor observado en el trimestre anterior, gracias principalmente a la fortaleza del mercado laboral y a la recuperación del poder adquisitivo. Por otro lado, el consumo de las administraciones públicas aumentó un 2,2%, una tasa más cercana a la media histórica de este componente, y que deja atrás el anómalo dato registrado en el trimestre anterior.

En lo referente a la formación bruta de capital, el tercer trimestre registró un sólido crecimiento del 4,9%, superando en 1,4 puntos porcentuales (pp) el dato del trimestre anterior y posicionándose como la tasa más dinámica desde finales de 2022. Esta evolución contribuye con 1,2 pp al crecimiento del PIB, acercándose a la aportación del consumo privado, que representa 1,7 pp de la actividad económica. Ambos componentes de la inversión mostraron una notable aceleración, y destacó especialmente el dinamismo de la inversión en bienes de equipo, que alcanzó una tasa interanual del 4,8%. Este avance resulta aún más relevante considerando el

entorno de incertidumbre, las tensiones geopolíticas y la fragmentación entre distintas áreas económicas, factores que condicionan de manera directa las decisiones empresariales.

## INDICADORES DE CONSUMO E INVERSIÓN

Tasas de variación interanual

	2023	2024	2024		2025		
			III	IV	I	II	III
<b>Consumo</b>							
Ventas en grandes superficies y cadenas	0,9	0,6	2,6	0,9	-0,4	2,0	0,4
Índice de comercio minorista	3,2	3,0	4,6	4,3	4,5	5,6	6,0
Producción de bienes de consumo	1,1	-0,7	-0,6	-1,8	0,8	0,9	1,9
Importación de bienes de consumo	1,0	-4,0	1,6	7,0	15,0	2,7	11,1
Matriculación de turismos	5,9	5,9	15,1	6,9	8,5	29,1	20,9
<b>Inversión</b>							
Producción de bienes de equipo	4,0	-1,2	-1,9	-2,5	-0,6	-2,0	1,9
Importación de bienes de equipo	10,5	-0,6	4,2	4,5	12,3	8,4	8,3
Matriculación de vehículos de carga	15,0	0,1	1,1	-13,1	-0,1	7,4	11,3
Visados para nuevas viviendas	-17,4	-1,0	-0,8	15,7	-27,6	24,1	-42,1
Licitación oficial	-28,3	51,5	-15,7	183,6	41,3	-4,4	91,1

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

La inversión restante, que abarca principalmente al sector de la construcción, también registró un crecimiento destacado del 4,9%, y mantuvo una trayectoria ascendente sin señales de desaceleración. Este impulso inversor podría prolongarse hasta final de año, respaldado por indicadores adelantados como el fuerte incremento de la licitación oficial en octubre (12,3%) y la positiva evolución de las importaciones de bienes de equipo en septiembre (10,6%).

La imposición de los aranceles, unido a la debilidad de los principales socios comerciales lastraron tanto las exportaciones como las importaciones. Las cuentas económicas estiman una contracción de las exportaciones de bienes y servicios al exterior (resto del Estado y extranjero) del 1,8%, mientras que la de las importaciones fue del 0,6%, ambas magnitudes en términos constantes. Los importes totales que derivan de esas tasas de variación son de 17.233 millones de euros para las primeras y de 17.408 millones de euros para las últimas. La diferencia entre ambas cifras es de tan solo 175 millones de euros, un saldo negativo relativamente pequeño teniendo en cuenta los montantes mencionados.

Más de un tercio de esas cantidades son ventas de bienes (sin servicios) que se han destinado al extranjero. En total, en el tercer trimestre se exportaron al extranjero bienes por valor de 6.542 millones de euros, un 9,8% menos que en el mismo periodo de 2024. Una importante contracción que profundiza la mala evolución del segundo trimestre (-2,7%). Por su parte, las importaciones de bienes traídos del extranjero alcanzaron un valor de 6.435 millones de euros, un 2,1% menos que las compras realizadas el mismo periodo del año anterior.

## EXPORTACIONES POR PRODUCTOS

Tasas de variación interanual y miles de euros

	2023	2024	2024		2025			<b>6.542.031</b>
			IV	I	II	III	III	
<b>TOTAL</b>	<b>0,1</b>	<b>-5,1</b>	<b>-5,5</b>	<b>1,6</b>	<b>-2,7</b>	<b>-9,8</b>		<b>6.542.031</b>
Combustibles minerales	-31,0	-1,4	-57,3	-47,7	-33,6	-40,3	294.146	
No energéticos	3,6	-5,4	-0,2	5,1	-0,3	-7,6	6.247.885	
Agrícolas	2,5	-21,2	-1,2	13,0	9,3	29,1	445.423	
Químicos	-11,1	-7,1	-15,0	-20,3	11,4	33,9	271.009	
Plásticos y caucho	6,4	-19,9	-18,1	-9,0	-22,4	-18,7	326.851	
Papel	-17,2	4,1	1,3	-3,6	-17,6	-23,5	164.239	
Metales comunes	-13,2	-2,9	10,9	3,7	-9,9	-11,8	1.397.321	
Máquinas y aparatos	8,6	11,6	15,6	10,7	-6,5	-2,0	1.574.800	
Material de transporte	18,9	-10,7	-7,6	7,0	18,1	-13,9	1.608.061	
Resto	1,8	-8,5	-18,0	10,4	-8,0	-16,3	428.387	

Fuente: Eustat.

Las exportaciones de combustibles minerales se desplomaron un 40,3%, encadenando cuatro trimestres de contracciones continuadas, que oscilaron entre el -33% y el -53%. Aunque su peso en el total exportado es limitado (alrededor del 4,5%), la intensidad de esta caída ha restado 2,8 pp al crecimiento global de las exportaciones. Un comportamiento similar se observa en las ventas de cobre y sus manufacturas, así como en las de caucho, que, pese a representar únicamente el 1,6% y el 3,2% del total respectivamente, reducen cada una en 1,3 pp el crecimiento exportador. En conjunto, estos tres grupos, que apenas alcanzan el 9,3% del total exportado, detraen 5,3 puntos al resultado global.

Si además consideramos el fuerte descenso en las ventas de vehículos automóviles (que caen un 15,6%, representan el 20,9% del total y restan 3,5 pp), y la reducción en las exportaciones de máquinas y aparatos mecánicos (con una bajada del 7,6%, una cuota del 16,6% y una contribución negativa de 1,2 puntos), se entiende con claridad la magnitud de la contracción

registrada. Como consecuencia de todo ello, las exportaciones energéticas descendieron un 37,5% y las no energéticas lo hicieron en un 7,6%.

## DESTINO DE LAS EXPORTACIONES

Tasas de variación interanual y miles de euros

	2023	2024	2024		2025		
			IV	I	II	III	III
<b>TOTAL</b>	<b>0,1</b>	<b>-5,1</b>	<b>-5,5</b>	<b>1,6</b>	<b>-2,7</b>	<b>-9,8</b>	<b>6.452.031</b>
OCDE	1,2	-6,4	-8,5	-2,0	-6,7	-9,7	5.475.873
Zona del euro	-3,6	-6,5	-8,4	-3,7	-5,2	-9,1	3.528.950
Alemania	2,9	-13,0	-0,7	1,0	3,3	-2,9	981.222
Francia	-2,3	-0,4	-10,2	-10,0	-10,3	-16,6	953.986
Italia	4,9	-1,5	-7,9	-0,2	-13,2	13,8	423.021
Reino Unido	2,9	6,0	6,6	-2,7	-20,3	-6,9	431.557
Estados Unidos	20,1	-27,2	-41,4	-9,5	-7,6	-21,8	379.559
No OCDE	-6,1	2,3	11,8	24,0	20,1	-10,6	1.066.158

Fuente: Eustat.

La contracción de las exportaciones afectó tanto al conjunto de países desarrollados agrupados en la OCDE, con una caída del 9,7%, como a las destinadas a países emergentes y en vías de desarrollo, donde el descenso fue del 10,6%. Es importante destacar que Euskadi mantiene una vinculación comercial especialmente estrecha con los países desarrollados, que absorben más del 83% del total de bienes exportados al extranjero. En concreto, el valor de las exportaciones dirigidas a estos mercados ascendió a 5.476 millones de euros, mientras que las destinadas a países en desarrollo se situaron en 1.066 millones de euros.

Entre los países desarrollados, el área del euro se consolidó como el principal destino de las exportaciones vascas, absorbiendo algo más de la mitad del total vendido al exterior. En el tercer trimestre, esta región concentró el 53,9% de las ventas, recuperando parte de la cuota perdida en períodos anteriores, cuando descendió desde el 55,9% al 51,1% a finales de 2024. El valor exportado se situó en 3.529 millones de euros, una cifra relevante, aunque la más baja desde el primer trimestre de 2021, lo que supone una nueva caída interanual del 9,1%. Los dos principales sectores exportadores a la zona del euro sufrieron importantes retrocesos. El material de transporte, que en el trimestre anterior había superado los 1.350 millones de euros, descendió hasta los 883 millones, representando una disminución del 35% y una contracción interanual del 11,4%. Este descenso revierte el repunte registrado en el segundo trimestre (12,6%) y devuelve al sector a la senda negativa mantenida durante los últimos cinco trimestres.

De igual modo, el grupo de metales comunes y sus manufacturas, responsable de otro 25% de las exportaciones, siguió una tendencia similar, con una reducción interanual del 10,5%. Además, la venta de combustibles minerales experimentó una importante bajada y cayó un 24,7%.

En cuanto a la evolución de los principales socios comerciales del área la evolución fue similar. Alemania mantuvo su posición como principal destino de las exportaciones vascas, aunque la mayoría de los sectores, salvo el de máquinas y aparatos, registraron descensos, lo que provocó una caída global del 2,9%. Francia mostró una dinámica parecida: solamente el sector de metales comunes y sus manufacturas logró crecer, pero este avance no fue suficiente para compensar la disminución del resto de sectores, resultando en una contracción total del 16,6%. En contraste, destaca el desempeño positivo de Italia, que, tras el Reino Unido, que experimentó una caída del 6,9%, se consolidó como el cuarto destino de las exportaciones vascas. Después de un año de retrocesos continuados, las ventas al mercado italiano se recuperaron con fuerza, anotando un notable incremento del 13,8%, impulsado principalmente por el dinamismo en las exportaciones de maquinaria y metales comunes.

Por su parte, el mercado estadounidense también se vio afectado por este contexto adverso. El aumento de los aranceles impactó negativamente en las ventas de metales comunes, que apenas alcanzaron los 65 millones de euros, prácticamente la mitad que en el segundo trimestre, y marcó el nivel más bajo desde mediados de 2021. Esta situación, sumada al descenso de las exportaciones de material de transporte y energía, explica la significativa contracción del 21,8% registrada en este mercado.

Los mercados de los países en vías de desarrollo tampoco ofrecieron una evolución más favorable (-10,6%). La venta de material de transporte sufrió una reducción especialmente severa, al contabilizar prácticamente la mitad que el trimestre anterior. Por su parte, las exportaciones de máquinas y aparatos, así como las de metales comunes y sus manufacturas, continuaron descendiendo, aunque con menor intensidad. Entre los destinos más relevantes, sobresale el caso de China, donde las exportaciones experimentaron un desplome del 37,2%, encadenando así el cuarto trimestre consecutivo de retrocesos en casi todos los sectores principales. En contraste, el mercado brasileño mostró un comportamiento especialmente positivo, logrando absorber parte de estas ventas y anotando un aumento destacado del 30,6%. Si bien las exportaciones a Brasil apenas representaban el 1,3% del total, en este último trimestre han sumado cuatro décimas porcentuales respecto a los precedentes. Sin embargo, será preciso esperar a la evolución de los próximos trimestres para determinar si este crecimiento en el mercado brasileño se consolida o responde a factores coyunturales.

En lo que a las importaciones se refiere, durante el tercer trimestre, las importaciones de bienes provenientes del extranjero sumaron 6.435 millones de euros, un 2,1% menos que el año

anterior. A diferencia del comportamiento de las exportaciones, las importaciones no energéticas registraron un crecimiento del 1,6%, impulsadas principalmente por el notable avance en la adquisición de bienes de equipo, tanto de maquinaria como de vehículos automóviles, así como de productos químicos, plásticos y caucho. Este avance contrasta con la marcada caída de las importaciones energéticas, que disminuyeron un 13,6% y fueron el principal factor que contribuyó a la reducción global de las importaciones. Cabe señalar que, a pesar de este retroceso, el valor de la energía importada creció en casi 112 millones de euros respecto al trimestre anterior, lo que elevó el déficit energético de Euskadi hasta situarlo cerca de los 1.100 millones de euros.

## ORIGEN DE LAS IMPORTACIONES

Tasas de variación interanual y miles de euros

	2023	2024	2024		2025		
			IV	I	II	III	III
<b>TOTAL</b>	<b>-9,2</b>	<b>0,9</b>	<b>7,4</b>	<b>5,9</b>	<b>-8,2</b>	<b>-2,1</b>	<b>6.435.020</b>
OCDE	-3,2	-1,9	11,6	0,3	0,9	-0,8	4.353.805
Zona del euro	0,3	-0,9	2,5	6,0	2,0	-1,2	2.906.396
Alemania	5,7	1,1	7,7	12,3	11,8	-5,3	949.335
Francia	-17,2	0,2	-0,3	7,3	0,2	-3,6	504.652
Italia	-1,1	-1,9	4,4	-8,5	-4,7	6,3	307.526
Reino Unido	-41,5	13,5	7,0	-9,9	46,2	-9,2	165.804
Estados Unidos	-15,9	-13,5	18,0	-27,9	22,1	4,7	371.800
No OCDE	20,0	7,0	-0,6	19,0	-23,7	-4,7	2.081.215

Fuente: Eustat.

Por áreas geográficas, la evolución de las importaciones refleja descensos tanto en los países desarrollados (OCDE) como en los países en vías de desarrollo. En primer lugar, dentro de la OCDE, las adquisiciones alcanzaron un valor cercano a los 4.354 millones de euros, lo que supone una reducción del 0,8% respecto al mismo trimestre del año anterior. Esta caída fue generalizada entre los principales socios comerciales europeos vascos, salvo Italia, que incrementó sus ventas a Euskadi en un 6,3%, impulsada principalmente por la importación de maquinaria mecánica. Fuera de la zona euro, destacaron las importaciones procedentes de Estados Unidos, que crecieron un 4,7% fundamentalmente por la compra de suministro energético. De hecho, más del 74% de lo importado desde el mercado estadounidense por los agentes vascos fue energía, situando a este país como el segundo mayor proveedor de energía para Euskadi.

Asimismo, el sector energético fue el principal motor de las importaciones provenientes de Brasil, que en este tercer trimestre se ha convertido en el principal suministrador vasco. Más del 20% del total de la energía importada tuvo origen brasileño, lo que impulsó las compras a este país un 55,6%. Pese a este destacado avance, los países en vías de desarrollo en conjunto no lograron retomar la senda del crecimiento positivo, aunque sí consiguieron reducir de forma significativa el ritmo de caída (pasaron de caer un 23,7% a solo un 4,7%).

La combinación de exportaciones e importaciones arroja un saldo comercial de apenas 117 millones de euros a favor de Euskadi, el más bajo de los últimos tres años y muy lejos del superávit de 1.360 millones de euros alcanzado en el trimestre anterior. Este resultado se explica, en gran medida, por el elevado déficit energético (-1.100 millones de euros) y por la reducción del superávit no energético, consecuencia de una mayor contracción de las exportaciones frente a las importaciones. El análisis por zonas geográficas revela que Euskadi mantiene un saldo comercial positivo con los países desarrollados, alcanzando los 1.122 millones de euros, mientras que con los países en vías de desarrollo el saldo es negativo, de -1.015 millones de euros. Si se observa el detalle por países, destaca el caso de Francia, con el que Euskadi registró un saldo favorable de 449 millones de euros. En cambio, la relación comercial con Alemania presenta un balance mucho más equilibrado, con un saldo de tan solo 32 millones de euros en el trimestre, cifra sensiblemente inferior a la habitual.

## Precios, salarios y costes

Entre los distintos indicadores disponibles para analizar la evolución de los precios, el deflactor del PIB mostró una trayectoria ligeramente ascendente en el tercer trimestre del año (2,6% frente al 2,4% previo). Esta tendencia alcista podría continuar en el último trimestre, lo que ampliaría el gap con el objetivo del 2,0%. En cualquier caso, esta tasa sigue siendo considerablemente inferior a las observadas en años anteriores. La estabilización del deflactor en cotas más bajas está condicionada por diversos factores, como los altos costes energéticos, especialmente de electricidad y gas, el aumento de los precios de las importaciones, cuyo deflactor ascendió al 1,5% (muy por encima del 0,1% observado en el cuarto trimestre de 2024), y la persistencia de un elevado deflactor en el consumo privado, que se mantiene en el 3,0% este trimestre. Sin embargo, de cara a 2026, se espera que el deflactor del PIB se aproxime gradualmente al 2,0% conforme se moderen los precios de la energía y de las materias primas.

En relación al IPC, este ha registrado un nuevo incremento en el tercer trimestre de 2025, situándose en el 3,0 %, tras la moderación observada en el segundo trimestre (2,6%). Analizando su evolución, la inflación ha seguido una trayectoria descendente desde mediados de 2024, cuando alcanzó su máximo en mayo con un 3,9%. Desde entonces, la tasa interanual mostró una tendencia de descenso continuado hasta tocar su mínimo un año después (2,4%). Sin embargo,

a partir de ese punto, se produjo un ligero repunte, y se estabilizó en torno al 3,0% durante el tercer trimestre. En los meses de octubre y noviembre, las tasas interanuales se han situado en el 3,2%, retomando una leve tendencia al alza.

#### DESGLOSE DEL ÍNDICE DE PRECIOS AL CONSUMO

Tasas de variación interanual y aportaciones

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

Fuente: INE.

Durante el tercer trimestre de 2025, el crecimiento del IPC estuvo principalmente impulsado por el fuerte incremento de los precios de la electricidad, que se vio intensificado tras el apagón y el aumento del uso de gas en las centrales de ciclo combinado. A este efecto se sumó el encarecimiento del crudo, con el Brent manteniéndose en niveles elevados durante los meses de verano. La desaparición del efecto de contención que ejercía el petróleo más barato en trimestres anteriores y la presión adicional de la energía eléctrica provocaron que la inflación retomara una senda alcista, alcanzando el 3,0% en el periodo.

En el tercer trimestre de 2025, la inflación en la zona euro se mantuvo cerca del objetivo del Banco Central Europeo, oscilando entre el 2,0% y el 2,2%. Este resultado refleja una moderación de las presiones inflacionistas, favorecida por el descenso en los precios del crudo y la contención de los costes de transporte y producción. Aunque los precios de la electricidad en Europa registraron un aumento del 5,1% al inicio del año, a partir de agosto presentaron tasas interanuales negativas, a diferencia de la tendencia vivida en Euskadi. Esta diferencia explica en buena medida que la inflación vasca supere la media europea en un punto porcentual, aunque los precios absolutos en Europa siguen siendo más altos que en la región.

La inflación subyacente en Euskadi se mantuvo estable en el tercer trimestre, rondando el 2,5%-2,6%, y subió ligeramente en noviembre hasta el 2,7%, debido al aumento sostenido de los precios de los servicios (3,5%). De hecho, los precios de los alimentos elaborados y de los bienes industriales se mantuvieron estables. En general, el proceso de desinflación continúa, aunque los servicios muestran resistencia a la baja.

Por último, la inflación residual, tras alcanzar un 2,4% en el segundo trimestre, repuntó en el tercer trimestre hasta el 5,7% y continúa manteniéndose elevada en octubre (7,3%) y noviembre (6,2%). Esta evolución refleja la persistente presión inflacionista de los precios de los alimentos no elaborados (se mantienen por encima del 7,0%) y de la energía (5,2% en noviembre), que mostraron una tendencia al alza al final del periodo. Los carburantes, que destacaron por una marcada tenencia a la baja hasta septiembre, frenaron su abaratamiento y, en noviembre, subieron un 0,8%. Así, la inflación residual superó a la subyacente y reflejó la volatilidad de estos componentes.

## IPC DE EUSKADI

### Tasas de variación interanual

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

Fuente: INE.

La inflación en el tercer trimestre estuvo liderada por el encarecimiento del precio de la vivienda, el agua, la electricidad y el gas, con aumentos del 5,2% en noviembre y una media trimestral del 6,8%, impulsados principalmente por los ajustes fiscales y el incremento del precio de la

electricidad. Los servicios, especialmente restaurantes y hoteles, mantuvieron precios elevados (alrededor del 4,2%), mientras que otros bienes y servicios subieron un 3,5%. El grupo de alimentación y bebidas no alcohólicas se mantuvo estable en torno al 3,1%, aunque en noviembre repuntó ligeramente. Por su parte, bebidas alcohólicas y tabaco moderaron su crecimiento en noviembre (3,1%) tras un alza mayor en verano. El transporte mostró una subida moderada del 1,2%, revirtiendo la tendencia bajista previa. En cambio, vestido y calzado, ocio y cultura, y comunicaciones presentaron aumentos muy moderados o incluso descensos, contribuyendo a la contención de la inflación subyacente.

En conjunto, los datos del tercer trimestre confirman un escenario de estabilidad relativa, con una inflación general en el 3,0%, pero con presiones persistentes en energía y servicios que, si se normalizan a partir de diciembre, podrían conducir una inflación más cercana al 2,0%.

En lo que se refiere a los convenios colectivos, al finalizar el mes de septiembre de 2025, el 60,0% de la población trabajadora en Euskadi se encontraba con sus convenios vigentes, el 35,5% tenía sus acuerdos en situación de prórroga y el 4,5% se encontraba con sus convenios decaídos y sin cobertura.

En concreto, se firmaron 204 nuevos convenios que benefician a más de 103.000 personas, situando a 387.792 trabajadores con sus condiciones laborales actualizadas. Asimismo, durante el tercer trimestre, los convenios vascos acordaron incrementos salariales superiores al IPC; de un 3,2% en los convenios vigentes y un 3,3% en los de nueva firma, frente al 3,0% de inflación, lo que permitió una leve mejora 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	3,3
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	2,4

(\*) Convenios registrados hasta el mes de septiembre de 2025

Fuente: Consejo de Relaciones Laborales.

Finalmente, los costes laborales se moderaron tras el repunte del segundo trimestre, aunque permanecieron por encima de los niveles registrados al inicio del año y del promedio de 2024. En el tercer trimestre de 2025, el coste laboral total por trabajador aumentó un 3,9%, dos décimas por debajo del trimestre anterior (4,1%) y ligeramente por encima del dato del primer trimestre (3,8%). Este ritmo de crecimiento continuó situándose por encima de la inflación general, aunque la diferencia con respecto a esta se redujo en comparación con el segundo trimestre.

Desglosando los componentes, el coste salarial total por trabajador cobró mayor relevancia al incrementarse un 4,1%, superando el 3,4% registrado en los dos primeros trimestres. Por su parte, el resto de costes moderó su crecimiento hasta el 3,5%, tras el repunte excepcional del 6,0% en el segundo trimestre, lo que evidencia una cierta normalización tras el impacto inicial de las nuevas cotizaciones aplicadas en 2025. Si el análisis se realiza por hora trabajada, el ajuste es más evidente. El coste laboral por hora se incrementó un 2,5%, muy por debajo del 7,8% registrado en el trimestre anterior. Esta moderación responde a la recuperación de las horas efectivamente trabajadas, que crecieron un 1,4% tras la caída del 3,5% en el segundo trimestre, mientras que las horas pactadas se mantuvieron prácticamente estables (0,1%).

Tras la tensión observada en primavera, el tercer trimestre muestra un ajuste significativo en el coste por hora gracias a la recuperación de las horas efectivas. Aun así, el coste laboral total por trabajador continúa creciendo a ritmos superiores a la inflación y a los valores medios del año anterior.

## COSTES LABORALES

Tasas de variación interanual

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

Fuente: INE.

## Sector público

Entre enero y noviembre de 2025, la recaudación por tributaria en la Comunidad Autónoma del País Vasco ascendió a 18.698,5 millones de euros, lo que representa un incremento muy significativo del 10,8% respecto al mismo periodo de 2024. Al igual que en meses anteriores, el crecimiento se apoyó más intensamente en los impuestos indirectos impulsados por la fortaleza del consumo y los cambios normativos en la fiscalidad eléctrica. Los impuestos directos también registran una evolución positiva sustentada en el mercado laboral. Este desempeño se produjo en un entorno de demanda interna robusta, moderación de tipos de interés y crecimiento del PIB.

La recaudación de impuestos directos aumentó un 9,3%, hasta los 9.871,9 millones de euros. El IRPF lideró el avance con un incremento del 14,1% interanual (7.413,7 millones), reflejo del aumento de retenciones por rendimientos del trabajo y la creación de empleo observada en Euskadi a lo largo del año. En paralelo, el Impuesto sobre la Renta de no Residentes creció un 7,6% (174,0 millones). Los tributos patrimoniales también avanzaron con fuerza; la recaudación por Sucesiones y Donaciones se incrementó un 32,2% y Patrimonio un 17,4%. Estas dinámicas son coherentes con un mayor volumen de operaciones y valor de activos financieros y patrimoniales, en un contexto de tipos de interés en descenso y reactivación de la inversión de los hogares.

En contraste, el Impuesto sobre Sociedades descendió significativamente (12,0%), por bases imponibles más moderadas respecto a unos beneficios empresariales que alcanzaron cifras muy elevadas en 2024. En 2025 los indicadores de actividad manufacturera han mostrado un tono más débil que en el ejercicio anterior, en línea con la moderación del ciclo europeo lo que ha hecho que las empresas del sector tengan un resultado más modesto. Además, las empresas han declarado bases imponibles negativas de otros ejercicios con mayor intensidad que en 2024. Finalmente, cabe destacar que el nuevo Impuesto sobre el margen de intereses y comisiones de determinadas entidades financieras, implementado en 2025, generó una recaudación de 37,4 millones de euros. Asimismo, el Impuesto sobre Depósitos de Entidades de Crédito experimentó un ligero aumento del 1,0%.

La recaudación de impuestos indirectos aumentó un 12,7%, hasta los 8.728,6 millones de euros. Destacó la evolución del IVA, que creció un 13,2%, impulsado por el retorno del tipo general del IVA (21%) en la electricidad desde enero de 2025, y la resiliencia del consumo privado en Euskadi. Asimismo, el repunte de la actividad inmobiliaria (en compraventas y precios) y de la construcción hicieron subir de forma importante la recaudación del Impuesto sobre Transmisiones Patrimoniales (ITP) (25,8%) y el Impuesto sobre Actos Jurídicos Documentados (13,8%).

La recaudación conjunta por impuestos especiales, que están sujetos a ajustes con el Estado, registró un incremento del 8,0% y alcanzó los 1.422,6 millones de euros. Entre los principales tributos de este grupo, los relacionados con hidrocarburos y labores del tabaco aumentaron un 3,5% y un 7,1%, respectivamente. Destacan especialmente los impuestos vinculados a la electricidad: el Impuesto Especial sobre Electricidad se incrementó un 54,0% y el Impuesto sobre la Producción de Energía Eléctrica creció un notable 151,7%. Estas subidas excepcionales se explican por el fin de exenciones y suspensiones, el retorno a los tipos ordinarios y un consumo eléctrico que se ha mantenido estable.

#### **EVOLUCIÓN DE LOS TRIBUTOS CONCERTADOS (enero-noviembre)**

Miles de euros

TRIBUTOS	Recaudación		
	2024	2025	% Var. 25/24
IRPF	6.500.341	7.413.685	14,1
Impuesto de Sociedades	1.972.751	1.736.108	(12,0)
Impuesto sobre renta de los no residentes	161.659	173.973	7,6
Impuesto sobre sucesiones y donaciones	150.770	199.371	32,2
Impuesto sobre el patrimonio	196.560	230.779	17,4
Impuesto sobre depósitos entidades de crédito	29.493	29.788	1,0
Impuesto sobre producción energía eléctrica	20.191	50.815	151,7
I.s/Margen Intereses y Comisiones EEFF	0	37.403	-
<b>TOTAL IMPUESTOS DIRECTOS</b>	<b>9.031.765</b>	<b>9.871.922</b>	<b>9,3</b>
IVA	5.927.435	6.711.519	13,2
Impuesto sobre transmisiones patrimoniales	169.793	213.552	25,8
Impuesto sobre actos jurídicos documentados	35.835	40.782	13,8
I. Especiales sobre det. medios de transporte	27.016	22.445	(16,9)
I. Especiales sujetos a ajustes con el estado	1.317.074	1.422.628	8,0
Impuesto especial sobre electricidad	40.522	62.396	54,0
Impuesto sobre primas de seguros	111.126	118.640	6,8
Impuesto sobre actividades de juego	7.071	8.292	17,3
Impuesto sobre gases de efecto invernadero	9.760	8.140	(16,6)
Impuesto sobre transacciones financieras	73.838	88.345	19,6
Impuesto sobre determinados servicios digitales	13.265	15.293	15,3
Impuesto sobre depósito de residuos en vertederos	15.627	16.616	6,3
Impuestos extinguidos	(307)	(31)	89,9
<b>TOTAL IMPUESTOS INDIRECTOS</b>	<b>7.748.058</b>	<b>8.728.615</b>	<b>12,7</b>
<b>TOTAL TASAS Y OTROS INGRESOS</b>	<b>103.561</b>	<b>97.985</b>	<b>(5,4)</b>
<b>TOTAL TRIBUTOS CONCERTADOS</b>	<b>16.883.383</b>	<b>18.698.521</b>	<b>10,8</b>

Fuente: Diputaciones forales.

Otras figuras impositivas indirectas también experimentaron un crecimiento, como el impuesto sobre las primas de seguros, las actividades de juego, las transacciones financieras y los servicios digitales. Por el contrario, el Impuesto Especial sobre determinados medios de transporte cayó (-16,9%), en línea con la desaceleración del mercado de automóviles y la tendencia hacia vehículos con menor presión fiscal. Por otro lado, la recaudación del Impuesto sobre los gases de efecto invernadero también se redujo (-16,6%).

## Sector financiero

Entre septiembre y mediados de diciembre de 2025, los mercados financieros se desenvolvieron en un entorno de estabilidad, favorecido por la moderación de la inflación y por la continuidad de políticas monetarias acomodaticias en Europa. Esta calma se reflejó en la reducción de las rentabilidades de los bonos a diez años y en el descenso de las primas de riesgo, lo que reforzó la confianza en la deuda soberana. En el mercado de las divisas, el euro mantuvo su cotización cerca de los máximos registrados durante el año, pese a experimentar una ligera depreciación puntual frente al dólar estadounidense, motivada por las decisiones de la Reserva Federal. Paralelamente, los mercados de renta variable mostraron ganancias generalizadas en la mayoría de los sectores, impulsadas por el aumento de las previsiones de beneficios y por la mejora de las expectativas económicas en la zona del euro.

En este contexto, la prudencia fue la tónica dominante entre los principales bancos centrales. El Banco Central Europeo mantuvo sin cambios su tipo de depósito en el 2,0%, nivel fijado en junio, en un escenario de inflación próximo al objetivo y crecimiento moderado. El organismo reiteró que la orientación seguirá siendo acomodaticia durante buena parte de 2026, aunque no descarta ajustes si surgen riesgos adicionales. En la misma línea, el Banco de Japón conservó su tipo de referencia en el 0,5%, tras la subida aplicada a mediados de año, y señaló que solo consideraría nuevos incrementos si la inflación se consolida de forma sostenida. Por su parte, el Banco de Inglaterra optó por mantener su tipo de interés en el 4,0%, a pesar de que los analistas anticipaban una rebaja. Esta decisión se fundamenta en la preocupación por la desaceleración económica y la preferencia por priorizar el crecimiento frente al repunte de la inflación. En contraste, la Reserva Federal de Estados Unidos intensificó su ciclo de relajación monetaria, aplicando tres recortes consecutivos en septiembre, octubre y diciembre, hasta situar el tipo de referencia en el rango 3,75%-3,5%. Además, dejó abierta la posibilidad de nuevas bajadas en los próximos meses si la tendencia a la moderación de la inflación se mantiene.

Entre las economías emergentes, la tendencia fue dispar. El Banco de Brasil mantuvo el tipo de referencia en el 15%, reflejando su estrategia para contener la presión sobre el real. China conservó su tipo en el 3,0%, en línea con su política de estímulo gradual, mientras que el Banco

de México aplicó dos reducciones en septiembre y noviembre, de 25 pb cada una, dejando su tipo de referencia en el 7,25%.

#### INDICADORES MONETARIOS Y FINANCIEROS (I)

	2023	2024	2025					
			Julio	Agosto	Septiem.	Octubre	Noviem.	Dic.(**)
<b>Tipos oficiales de interés (%)</b>								
BCE (*)	4,0	3,0	2,0	2,0	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	4,0-4,25	3,75-4,0	3,75-4,0	3,5-3,75
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	4,25	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0
Banco Popular China	3,45	3,10	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0
Banco Central de Brasil	11,75	12,25	15,0	15,0	15,0	15,0	15,0	15,0
<b>Prima de riesgo bono a 10 años</b>								
Alemania	0	0	0	0	0	0	0	0
España	97	70	58	60	51	51	49	45
Grecia	105	84	70	71	69	65	63	62
Portugal	76	48	43	45	39	39	37	31
Italia	168	116	84	90	84	74	72	68
Estados Unidos	184	219	166	151	143	146	134	132

(\*) Tasa de depósito. (\*\*) Datos a 15 de diciembre.

Fuente: Banco de España.

La estabilidad que caracterizó el último tramo del año se reflejó en los mercados de deuda, donde las rentabilidades de los bonos apenas mostraron variaciones significativas y se situaron en niveles próximos a los registrados a comienzos de 2025. El bono alemán a diez años se mantuvo en torno al 2,68% en la primera quincena de diciembre, mientras que el bono español cerró el periodo cerca del 3,16%, confirmando que los ajustes más relevantes se habían producido en la primera mitad del ejercicio.

Esta ausencia de movimientos en los rendimientos contrastó con la evolución de las primas de riesgo, que experimentaron descensos muy acusados y marcaron hitos históricos. La prima española se redujo desde los 66 pb registrados en enero hasta los 45 pb a mediados de diciembre, el nivel más bajo desde 2009. En Italia, el diferencial frente al bund alemán pasó de 116 a 68 pb en el mismo periodo. Esta mejora en la percepción del riesgo soberano responde a

varios factores: la consolidación de la desinflación, la estabilidad fiscal en las principales economías y la expectativa de que las políticas monetarias seguirán siendo acomodaticias durante buena parte de 2026. Todo ello ha reforzado la confianza de los inversores en la deuda periférica y ha reducido las primas exigidas, incluso en un contexto donde las rentabilidades nominales apenas se han movido.

Fuera del área europea, la situación fue distinta. En Estados Unidos, la rentabilidad del bono a diez años se mantuvo elevada, por encima del 4,0%, condicionada por la incertidumbre fiscal y el aumento del gasto público, aunque con ligeras correcciones tras los recortes de tipos aplicados por la Reserva Federal. En el Reino Unido, el rendimiento mostró una moderación gradual, pasando de niveles superiores al 4,7% en septiembre a valores cercanos al 4,4% a mediados de diciembre, en línea con las expectativas de nuevas rebajas del tipo de intervención por parte del Banco de Inglaterra.

## INDICADORES MONETARIOS Y FINANCIEROS (II)

	2023	2024	2025					
			Julio	Agosto	Sept.	Oct.	Nov.	Dic. (**)
<b>Tipos de cambio</b>								
Dólar/euro	1,082	1,082	1,168	1,163	1,173	1,163	1,156	1,175
Yen/euro	151,9	163,8	171,5	171,8	173,5	176,2	179,3	182,3
Libra esterlina/euro	0,871	0,847	0,865	0,865	0,869	0,872	0,880	0,878
Efectivo nominal € (%)	98,2	98,4	102,3	102,2	102,4	102,1	102,0	102,3
<b>Índices bursátiles (*)</b>								
IBEX 35	22,8	14,8	24,2	28,8	33,5	38,3	41,2	47,0
Eurostoxx-50	19,2	10,8	9,3	9,9	13,5	16,3	16,5	18,0
Dow Jones	13,7	12,9	3,7	7,1	9,1	11,7	12,2	13,9
Nikkei 225	28,2	19,2	2,9	7,1	12,6	28,7	26,0	25,8
Standard & Poors 500	24,2	23,3	7,8	9,8	13,7	16,0	16,4	16,1

(\*) Variación acumulada desde el inicio del año hasta el último día del mes. (\*\*) Datos a 15 de diciembre.  
Fuente: Banco de España y Expansión.

El mercado de divisas mostró una evolución claramente favorable para el euro durante el último tramo del año, impulsada por la mejora de las expectativas económicas en la zona del euro y por la divergencia en las políticas monetarias respecto a Estados Unidos, Reino Unido y Japón. Frente al dólar estadounidense, la moneda única se situó en torno a 1,175 dólares a mediados

de diciembre, lo que supone una apreciación acumulada del 11,7 % desde comienzos de año. Este avance refleja la confianza en la estabilidad de la eurozona y contrasta con la incertidumbre fiscal en Estados Unidos, pese a los recortes de tipos aplicados por la Reserva Federal en otoño.

En relación con la libra esterlina, el euro también registró ganancias, y cotizó cerca de 0,878 libras por euro y acumuló una revalorización del 5,7% en lo que va de año. La expectativa de nuevas rebajas del tipo de intervención por parte del Banco de Inglaterra y la moderación de la inflación británica contribuyeron a sostener esta tendencia. Frente al yen japonés, la moneda europea alcanzó un hito histórico: a mediados de diciembre cotizaba en torno a 183 yenes por euro, su nivel más alto desde septiembre de 1990, lo que supone una apreciación acumulada del 13,0% desde enero. Este movimiento responde a la combinación de factores estructurales y coyunturales: la política monetaria ultra laxa del Banco de Japón, la debilidad del crecimiento nipón y la salida de capitales hacia activos europeos, en contraste con la estabilidad macroeconómica y la mejora de la percepción de riesgo en la zona del euro.

En conjunto, el trimestre se caracterizó por una fortaleza generalizada del euro frente a las principales divisas, lo que se tradujo en un tipo de cambio efectivo nominal superior al 102%. Este comportamiento ha contribuido a reducir las presiones sobre los precios de las importaciones y a reforzar la competitividad de la zona del euro en un entorno global marcado por la moderación de la inflación y la persistencia de tensiones comerciales.

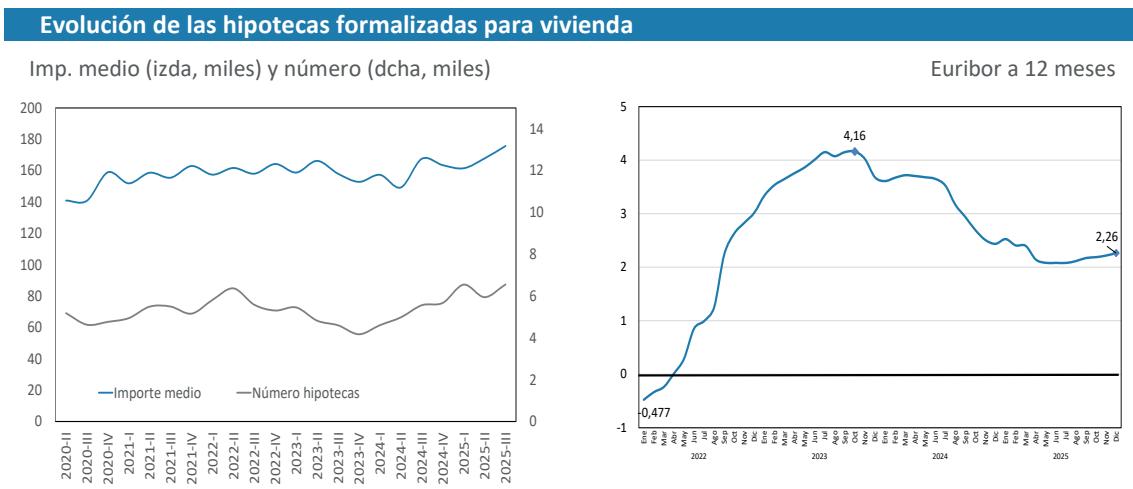
El último tramo de 2025 confirmó un año histórico para la renta variable, con ganancias récord en la mayoría de los índices y máximos nunca vistos en varias plazas. Las bolsas europeas cerraron el periodo con avances muy significativos, impulsadas por la mejora de las previsiones de beneficios empresariales, la moderación de la inflación y la expectativa de que las políticas monetarias seguirán siendo acomodaticias durante buena parte de 2026. Entre ellas, el IBEX-35 fue el gran protagonista: acumuló una revalorización del 47,0 % hasta mediados de diciembre y superó los 17.000 puntos tras el último recorte de tipos de la Reserva Federal, un nivel sin precedentes. Este comportamiento se explica por la fuerte recuperación del sector bancario, beneficiado por la estabilidad financiera y la mejora de márgenes, y por el buen desempeño de las compañías energéticas y de infraestructuras.

El resto de índices europeos también registró avances notables, aunque más moderados. El DAX alemán avanzó en torno al 21,7%, apoyado en el dinamismo del sector industrial y tecnológico, y el Eurostoxx-50 acumuló una ganancia superior al 18%. El CAC 40 francés, por último, cerró con subidas más contenidas, en torno al 10%, afectado por la incertidumbre política y por la debilidad relativa del consumo interno.

Al otro lado del Atlántico, la evolución fue igualmente espectacular. Wall Street marcó máximos históricos, con el S&P 500 revalorizándose cerca de un 16% y el Dow Jones en torno al 14%, mientras que el Nasdaq superó el 20%, impulsado por el auge de las grandes tecnológicas y por la expansión de la inteligencia artificial. En Asia, el Nikkei 225 japonés también cerró con avances significativos, próximos al 26%, favorecido por la debilidad del yen y por la mejora de las exportaciones. En conjunto, el trimestre se caracterizó por una fuerte entrada de capital en los mercados bursátiles, reflejo de la confianza de los inversores en la recuperación económica global y en la estabilidad financiera, en un contexto donde la renta fija ofrecía rendimientos contenidos y las primas de riesgo se situaban en mínimos históricos.

En lo que al mercado hipotecario en Euskadi respecta, este consolidó su avance en el último tramo del año, impulsado por la mejora de las condiciones financieras y por la expectativa de que los tipos de interés continúen en niveles reducidos. Más en detalle, entre septiembre y diciembre el número de hipotecas formalizadas aumentó con fuerza respecto al mismo periodo del año anterior (17,9%), alcanzando niveles que no se registraban desde hace más de una década (6.557 hipotecas firmadas en un trimestre). Este crecimiento vino acompañado de un incremento significativo en el importe medio finanziado (23,6%), reflejo de la presión que sigue ejerciendo la escasez de oferta sobre los precios.

En paralelo, la estructura de las nuevas operaciones mantuvo la tendencia iniciada en trimestres anteriores: las hipotecas a tipo fijo continuaron dominando el mercado, concentrando casi dos tercios de las firmas, frente a un tipo variable que, aunque recupera cierto atractivo en un contexto de Euribor a la baja, sigue siendo minoritario. Esta preferencia responde tanto a la estabilidad que ofrecen los tipos fijos como a las rebajas aplicadas por las entidades financieras en este segmento.



Por su parte, el Euribor a 12 meses consolidó la corrección iniciada tras los máximos de 2023, manteniéndose en niveles moderados durante el último tramo del año. Tras situarse en mínimos en julio (2,08%), el indicador registró ligeros avances en los meses siguientes, pasando del 2,17% en septiembre al 2,26% a mediados de diciembre. Esta evolución refleja la pausa en el ciclo de recortes del BCE y la cautela ante los riesgos inflacionistas y geopolíticos, factores que han limitado un descenso más acusado. De cara a 2026, las previsiones del Banco de España, el BCE y los principales servicios de análisis apuntan a que el Euribor se mantendrá próximo al 2%, con margen para ajustes a la baja si se consolida la moderación de precios y la política monetaria continúa siendo acomodaticia.

## Previsiones

Las previsiones para la economía mundial apuntan a una moderación del crecimiento en 2026, tras un 2025 marcado por cierta resiliencia frente a las tensiones comerciales y geopolíticas. Según los principales organismos internacionales, el crecimiento del PIB global se situará en torno al 3,2% en 2025, para descender ligeramente en 2026 (hasta el 2,9% según la OCDE), antes de recuperar ligeramente el tono en 2027 y volver a crecer con tasas levemente superiores al 3%. Este perfil de crecimiento de 2026 refleja el agotamiento del impulso derivado del adelanto de operaciones comerciales observado en la primera mitad de 2025 y el impacto progresivo de los aranceles estadounidenses, que han elevado los costes y reducido la eficiencia de las cadenas globales de suministro.

La inflación global mantiene una senda descendente, aunque con diferencias entre regiones. Según la OCDE, en el conjunto de las economías del G20 se espera que pase del 3,4% en 2025 al 2,8% en 2026, acercándose a los objetivos de los bancos centrales hacia mediados de 2027. Este contexto permitirá una normalización monetaria gradual, con recortes de tipos en las principales economías avanzadas, aunque de forma cautelosa para evitar tensiones financieras. No obstante, persisten riesgos significativos: un repunte de las tensiones comerciales, una corrección abrupta en los mercados financieros de las principales firmas tecnológicas y la elevada deuda pública en muchas economías.

El giro proteccionista de Estados Unidos se mantiene como el principal factor de incertidumbre en el horizonte para la economía mundial. La firma de acuerdos bilaterales ha mitigado en cierta medida ese grado de incertidumbre al introducir ciertas exenciones relevantes. Aun así, el arancel efectivo medio sobre las importaciones estadounidenses se mantiene en niveles no vistos en décadas, aunque en niveles más manejables que los esperados tras del anuncio inicial, lo que lastrará el comercio global en 2026. Las estimaciones de la OCDE y la Comisión Europea apuntan a que el impacto negativo sobre el PIB mundial será más acusado en el corto plazo, aunque podría mitigarse parcialmente en el medio plazo si la UE y otros socios logran ganar

cuota en el mercado estadounidense frente a competidores más penalizados, especialmente China y otras economías asiáticas.

## PREVISIONES ECONÓMICAS

Tasas de variación interanual

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

Fuente: Consensus Forecasts (noviembre 2025).

En el caso de la economía china, tras un avance estimado del 4,8% en 2025, el incremento de su actividad económica se moderará al 4,4% en 2026 y 4,3% en 2027, afectado por la persistente crisis inmobiliaria y la incertidumbre comercial. India continuará liderando el crecimiento global, con tasas superiores al 6% en todo el horizonte de predicción, apoyada en reformas estructurales y una sólida demanda interna. En otras economías emergentes asiáticas, el impacto de los aranceles estadounidenses será más moderado, aunque se prevé cierta ralentización en 2026. Las perspectivas para Brasil y México son más débiles, con crecimientos en torno al 1,5-2%, lastados por condiciones financieras más restrictivas y una menor demanda externa, especialmente en el caso mexicano.

Las previsiones para EE. UU. dibujan un crecimiento moderado tras la desaceleración iniciada en la segunda mitad de 2025. Según la OCDE, la economía estadounidense avanzará un 2,0% en 2025 y moderará su ritmo hasta el 1,7% en 2026, afectada por el impacto de los aranceles y la caída de la inmigración, para recuperar ligeramente el tono en 2027 con un avance próximo al 1,9%. Este comportamiento refleja el impacto de los aranceles sobre los costes intermedios y su traslación a los precios de consumo, junto con la caída de la inmigración neta y el ajuste del empleo público, factores que condicionarán la evolución del mercado laboral y la demanda interna. Este efecto contractivo mitigará parcialmente el efecto inflacionario directo, aunque el incremento de los precios del consumo se mantendrá por encima del objetivo, con tasas próximas al 3% en 2025 y una gradual convergencia hacia el 2,3% en 2027. Por el momento, en el balance del doble mandato de la Reserva Federal pesa más la desaceleración del mercado de trabajo con un desempleo que en noviembre ha alcanzado el 4,6%, lo que ha llevado a iniciar recortes de tipos que continuarán en 2026, situando el tipo de referencia ligeramente por encima del 3% a finales de año. En el ámbito fiscal, el déficit se mantendrá elevado, en torno al 6% del PIB, lo que incrementará la presión sobre la sostenibilidad de la deuda, prevista en el 125% del PIB en 2025 y una carga de interés crecientes y vencimientos significativos a corto plazo pendientes de refinanciación.

En relación con otras economías avanzadas, la economía japonesa crecerá un 1,3% en 2025, moderándose al 0,9% en 2026, apoyada en estímulos fiscales y cierta recuperación del consumo privado. La inflación, aunque contenida, se mantendrá en torno al 2%, lo que ha llevado al Banco de Japón a establecer unos tipos de interés en máximos de 30 años tras décadas de política expansiva. En Canadá y el Reino Unido se anticipa un crecimiento débil, en torno al 1-1,5% anual en el horizonte 2025-2027, condicionado por la pérdida de dinamismo comercial y la consolidación fiscal.

La economía europea afronta un escenario de crecimiento modesto, condicionado por la debilidad de la demanda externa, acentuada por la incertidumbre comercial. Según las últimas previsiones de la Comisión Europea, el PIB de la zona euro avanzará un 1,3% en 2025, para situarse en el 1,2% en 2026 y repuntar ligeramente en 2027. Este comportamiento refleja la falta de impulso de la industria y la moderación del consumo privado, factores que seguirán pesando sobre la actividad en el corto plazo. La inflación terminará de aproximarse al objetivo del BCE, con tasas del 2,1% en 2025 y del 1,9% en 2026, lo que permitirá mantener una política monetaria flexible, aunque condicionada por la evolución de la Reserva Federal y sus efectos sobre el tipo de cambio. En el plano fiscal, el déficit agregado se mantendrá en torno al 3,3% del PIB, con una deuda que seguirá por encima del 90% en conjunto, limitando el margen para políticas expansivas y para el incremento del gasto en defensa e inversión pública que algunos países consideran prioritario.

Tras dos años consecutivos de contracción y un 2025 de crecimiento prácticamente nulo (0,2%, según la Comisión Europea), la economía alemana encara un periodo de crecimiento, aunque

todavía débil, del 1,2% en 2026 y 2027. En un contexto en el que la industria continúa afectada por la pérdida de competitividad y la inversión privada se mantiene contenida, el gobierno ha flexibilizado parcialmente sus reglas fiscales para impulsar el gasto en infraestructuras y defensa. Las previsiones sitúan el crecimiento de la inversión pública en casi el 3,5% los dos próximos años y de la inversión equipo en el entorno del 5%, lo que, de confirmarse, implicaría un punto de inflexión en la tendencia de la producción industrial.

El avance de la economía francesa también será moderado, con tasas del 0,9% en 2026 y del 1,1% en 2027, en un contexto de consumo contenido y tensiones presupuestarias que limitan el margen para políticas expansivas. Por su parte, la economía italiana afronta un escenario de crecimiento reducido, con previsiones en torno al 0,8% anual, condicionado por la consolidación fiscal y la elevada deuda pública. Otras economías como la neerlandesa o las nórdicas registrarán un comportamiento algo más dinámico, con tasas de crecimiento que se situarán entre el 1,5% y el 2%, con inflación contenida y finanzas públicas relativamente sólidas, apoyadas en sectores de servicios de alto valor añadido y tecnología, aunque también expuestas a la desaceleración global.

#### PREVISIONES ECONÓMICAS PARA LA ECONOMÍA ESPAÑOLA (noviembre 2025)

Tasas de variación interanual

	2025		2026				2026	2027
	IV	2025	I	II	III	IV		
PIB	<b>2,3</b>	<b>2,8</b>	<b>2,3</b>	<b>2,3</b>	<b>2,2</b>	<b>2,1</b>	<b>2,2</b>	<b>2,0</b>
Consumo privado	3,0	3,3	2,9	2,8	2,1	2,1	2,5	2,0
Consumo público	2,0	1,8	2,2	2,6	2,0	1,6	2,1	1,4
FBCF	5,5	5,8	5,0	5,1	4,4	3,7	4,5	3,3
- Inversión en equipo	5,3	8,6	5,1	5,1	4,0	2,6	4,2	1,9
- Inversión activos cultivados	4,2	6,2	1,9	0,4	-0,6	-0,7	0,2	2,7
- Inversión en construcción	5,3	4,5	4,3	4,6	4,0	3,5	4,1	3,2
Demanda interna	3,4	3,6	3,5	3,2	2,6	2,3	2,9	2,1
Exportaciones	2,4	3,3	1,5	1,6	2,8	3,3	2,3	3,0
Importaciones	5,5	5,7	4,8	4,1	4,0	3,9	4,2	3,6

Fuente: Ceprede.

La economía española mantiene un ritmo de crecimiento notable que se prolongará en los próximos trimestres, aunque con señales de moderación en el horizonte. Las previsiones sitúan el avance del PIB en torno al 2,8% en 2025, para reducirse hasta el 2,2% en 2026 y 2,0% en 2027,

según las últimas estimaciones de Ceprede. Estas previsiones mantienen patrón actual de crecimiento, lo que supone un viraje hacia la demanda interna, con un protagonismo creciente del consumo privado y la inversión. Este cambio se prevé que se mantenga en 2025 y 2026, acompañado por un incremento significativo de la población activa y del empleo, factores que seguirán actuando como soporte fundamental para la expansión económica y permitirán que la tasa de desempleo consiga situarse por debajo del 10%.

Las previsiones para la economía vasca se han elaborado bajo un conjunto de hipótesis que condicionan el comportamiento esperado de las principales variables. En el ámbito financiero, se asume una normalización gradual de los tipos de interés, con un Euribor que descenderá desde niveles próximos al 2,8% en 2025 hasta situarse en torno al 2% en 2026 y 2027. En cuanto al tipo de cambio euro-dólar, se proyecta una cierta estabilidad tras la apreciación de la moneda común en 2025, y se sitúa en valores entorno a los 1,17 dólares por euro en el horizonte de previsión. Esta senda limitará el impacto de la volatilidad cambiaria sobre las exportaciones, aunque no compensará plenamente la pérdida de competitividad de las exportaciones europeas debida a la apreciación experimentada desde principios de año. Por último, se considera que el contexto internacional mantendrá un tono de crecimiento moderado, con la economía europea avanzando en torno al 1,0% en 2026 y al 1,5% en 2027, mientras que la OCDE crecerá ligeramente por encima del 1,5% anual.

#### HIPÓTESIS PARA LA ELABORACIÓN DE LAS PREVISIONES (noviembre de 2025)

Niveles y tasas de variación interanual

	2025		2026				2026	2027
	IV	2025	I	II	III	IV		
Euribor (tres meses)	1,8	2,1	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	2,0
Tipo cambio dólar/euro	1,16	1,13	1,14	1,18	1,20	1,15	1,17	1,17
PIB de España	2,3	2,8	2,3	2,3	2,2	2,1	2,2	2,0
PIB de la OCDE	1,1	1,5	1,3	1,4	1,6	1,7	1,5	1,8
PIB de la zona del euro	1,2	1,4	0,6	0,9	1,1	1,4	1,0	1,5
Defl. cons. privado (España)	2,6	2,7	2,2	2,2	2,1	2,1	2,2	2,2
Defl. export. bienes (España)	0,8	0,6	1,1	1,1	3,0	3,4	2,1	2,9

Fuente: Ceprede y Banco Central Europeo. Fecha de cierre de datos e hipótesis: 3 de diciembre de 2025.

La economía vasca encara el próximo trienio en un contexto internacional complejo, marcado por la moderación del crecimiento global y la persistencia de riesgos comerciales y geopolíticos. A pesar de estas incertidumbres, la Dirección de Economía mantiene las previsiones de

crecimiento de los dos próximos años, que apuntan a una expansión de la actividad, con tasas que se sitúan por encima del promedio europeo, pero en leve desaceleración. El crecimiento de la economía vasca se apoyará en la fortaleza de la demanda interna y en la gradual normalización de los precios, pese al repunte de los últimos meses, mientras que la industria y el sector exterior seguirán mostrando un comportamiento más débil. De esta forma, el avance del PIB se situará en el 2,2% en 2025, para moderarse hasta al 1,9% en 2026 y al 1,6% en 2027, reflejando la convergencia hacia ritmos más acordes al de las principales economías europeas.

#### PREVISIONES TRIMESTRALES PARA LA ECONOMÍA VASCA (diciembre 2025)

Tasas de variación interanual

	2025		2026				2026	2027
	IV	2025	I	II	III	IV		
<b>PIB</b>	<b>2,3</b>	<b>2,2</b>	<b>2,1</b>	<b>1,9</b>	<b>1,8</b>	<b>1,8</b>	<b>1,9</b>	<b>1,6</b>
Gasto en consumo final	2,5	2,5	2,3	2,0	2,0	1,8	2,0	1,7
Gasto consumo hogares	2,5	2,7	2,4	2,0	2,0	1,9	2,1	1,7
Gasto consumo AAPP	2,3	1,6	1,9	2,0	2,0	1,7	1,9	1,6
Formación bruta capital	4,4	3,8	3,9	3,4	2,4	2,8	3,1	2,7
Aportación demanda interna	3,0	2,8	2,7	2,4	2,1	2,1	2,3	1,9
Aportación saldo exterior	-0,6	-0,6	-0,6	-0,4	-0,3	-0,3	-0,4	-0,3
Sector primario	-1,1	-0,6	-3,5	1,7	-0,9	4,1	0,4	2,6
Industria y energía	0,6	0,3	0,8	0,9	1,2	1,2	1,0	1,5
Construcción	4,8	3,6	4,3	3,2	1,6	1,9	2,7	1,7
Servicios	2,8	2,8	2,6	2,2	2,0	1,9	2,2	1,6
Valor añadido bruto	2,3	2,2	2,2	1,9	1,8	1,8	1,9	1,6
Impuestos sobre productos	1,9	2,2	0,8	2,0	2,1	2,2	1,8	1,7
PIB nominal	5,2	4,9	4,2	3,5	3,7	3,9	3,8	3,6
Deflactor PIB	2,8	2,6	2,0	1,5	1,8	2,1	1,9	2,0
Puestos trabajo tiempo completo	1,2	1,4	1,2	1,1	1,0	0,9	1,1	0,8
Personas ocupadas (PRA)	1,1	1,1	0,8	0,3	1,0	1,0	0,8	0,9
Tasa de paro	6,7	6,6	6,9	6,5	6,2	6,2	6,4	6,0

Fuente: Dirección de Economía.

El crecimiento previsto para Euskadi en 2025 se sustenta en la demanda interna, que aportará más de 2,8 puntos porcentuales, mientras que el sector exterior seguirá mostrando una contribución negativa cercana a -0,6 puntos, en línea con la debilidad del comercio internacional

y un impacto de los aranceles estadounidenses, más apreciables en la segunda mitad del año tras un tercer trimestre en el que se ha agudizado esta tendencia. Este patrón se repetirá en los años siguientes, aunque con menor intensidad: la demanda interna continuará siendo el principal motor (aportará 2,3 puntos en 2026 y 1,9 en 2027), mientras que el crecimiento de las importaciones seguirá siendo mayor que el de las exportaciones, aunque de manera menos acusada que en 2025, impulsado por la fuerte de la demanda interna, especialmente de bienes de capital.

Por componentes de la demanda interna, en 2025 el consumo de los hogares mantendrá el tono expansivo del año anterior (2,7%) en 2025, apoyado en la mejora del empleo y la moderación de la inflación, aunque se prevé una desaceleración gradual hasta el 2,1% en 2026 y el 1,7% en 2027, en línea con la pérdida de dinamismo del mercado laboral y la normalización del gasto de los hogares. El consumo público, tras el fuerte crecimiento de 2024, se desacelerará ligeramente hasta el entorno del 1,6% en 2025, y recuperará una senda acorde al crecimiento de la actividad en los años siguientes. La formación bruta de capital, cuyo crecimiento en el tercer trimestre ha superado las expectativas, incluso partiendo de unas previsiones ya optimistas en el anterior escenario macroeconómico, continuará destacándose como el componente más dinámico de la demanda. Tanto la inversión en bienes de equipo como en construcción registrarán incrementos superiores al 4% en el último trimestre de 2025. Sin embargo, este ritmo se irá moderando gradualmente a lo largo de 2026 y 2027, a medida que las condiciones financieras retornen a la normalidad y disminuya el efecto tractor de los fondos europeos.

Desde la perspectiva de la oferta, el sector primario continuará caracterizándose por una elevada volatilidad, condicionada por factores climáticos y por la evolución de los precios internacionales. Tras un comportamiento positivo en 2024, las previsiones para 2025 apuntan a una caída del -0,6% mientras que para 2026 y 2027 se espera una recuperación y nueva senda ascendente.

El sector industrial, afronta un escenario de crecimiento muy moderado en el horizonte de previsión. Tras un 2024 marcado por la debilidad, las proyecciones de cierres de 2025 apuntan a un crecimiento muy moderado, en torno al 0,3%, condicionado por la incertidumbre del comercio internacional, la debilidad de las principales economías europeas y la pérdida de competitividad en algunos segmentos, como el del automóvil y sus componentes. Las tensiones comerciales y el impacto de los aranceles estadounidenses sobre determinados productos industriales (de manera muy acusada en el caso del acero y del aluminio) siguen pesando sobre las exportaciones, mientras que la fuerte demanda interna de inversión en bienes de capital no compensa plenamente la falta de actividad en los mercados de exportación de la industria vasca. Para 2026 y 2027 se anticipa una ligera mejora, con tasas que superarán el 1%, apoyadas en las mejores perspectivas de las principales economías europeas y en la mejora de la productividad del sector ligado a la contención de los costes de producción, aunque todavía insuficiente para

alcanzar las tasas de crecimiento de la serie histórica, en línea con la evolución del sector en el conjunto del continente.

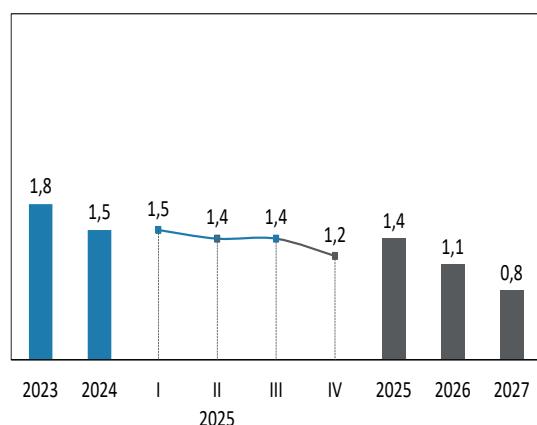
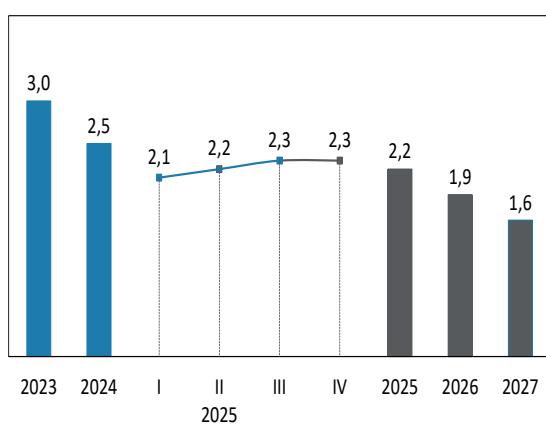
En contraste con la industria, la construcción se perfila como uno de los sectores más dinámicos en el corto plazo. Las previsiones para 2025 sitúan su crecimiento en torno al 3,6% tras un crecimiento del 4,8% en el último trimestre. Se espera que en 2026 se mantenga el creciente impulso constructor (2,7%) debido a la ejecución de proyectos de infraestructuras y por la demanda residencial, tanto en forma de nuevas construcciones como proyectos de rehabilitación energética, que mantiene una tendencia alcista gracias a la mejora de la financiación pública, a unas condiciones financieras más favorables tras la moderación de los tipos de interés y al efecto movilizador sobre la oferta que tiene el incremento de los precios.

El sector servicios continuará siendo el principal motor del crecimiento en todo el horizonte de previsión. Se prevé que el conjunto del año 2025 cierre con un incremento del 2,8%, sustentado en la fortaleza del consumo interno y en la actividad turística, que mantiene una tendencia positiva tras la normalización postpandemia, a lo que habría que añadir el dinamismo de los servicios de mercado. En los próximos años, el ritmo de expansión se irá moderando: para 2026 se anticipa un crecimiento próximo al 2,2%, y en 2027 el incremento se situará en torno al 1,6%, en línea con la desaceleración general de la economía, la estabilización del gasto de los hogares y el menor impulso del empleo.

#### Previsiones 2025-2026 (I) Tasas de variación interanual

PIB

Empleo



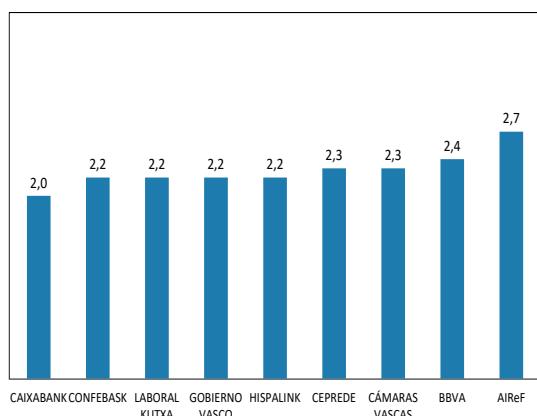
Fuente: Dirección de Economía.

Tras un año en el que los precios de la producción habrán frenado su ritmo de desaceleración (2,6% en 2025 frente al 2,8% del año anterior), el repunte de los precios del consumo privado hará que en el último trimestre del año el aumento del deflactor del PIB sea el más elevado desde el segundo trimestre de 2024. En los años posteriores su comportamiento será más contenido, con incrementos del 1,9% en 2026 y del 2% en 2027, lo que contribuirá a mejorar el poder adquisitivo de los salarios y la competitividad empresarial. Dado ese nivel de precios, el incremento del PIB nominal será de 4,9% en 2025 y alcanzará los 103.083 millones de euros, del 3,8% en 2026 (107.019 millones de euros) y 3,6% en 2027 (110.874 millones de euros).

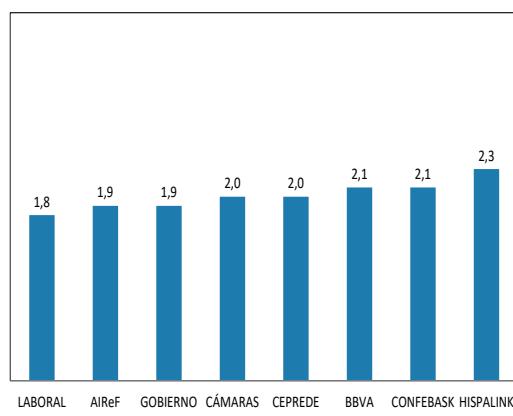
El empleo, medido en puestos de trabajo equivalente a tiempo completo, crecerá un 1,4% en 2025, lo que supone la creación de unos 14.000 puestos, para moderarse al 1,1% en 2026 y al 0,8% en 2027. Por lo tanto, la productividad real del trabajo mostrará un comportamiento moderado en términos históricos, con avances entorno al 0,8% anual. En términos de personas ocupadas, el incremento será algo menor, en torno al 1,1% en 2025, con una senda similar en los años siguientes. La tasa de paro continuará descendiendo y se situará en el 6,6% en 2025, para alcanzar niveles próximos, e incluso inferiores, al 6% a lo largo de 2027. Esta evolución refleja tanto la mejora en el funcionamiento del mercado laboral como una dinámica contenida de la población activa, marcada por la salida hacia la jubilación de cohortes de edad muy numerosas y compensada por la incorporación de trabajadores procedentes de fuera de Euskadi, lo que permitirá que, incluso en 2027, la población activa no se reduzca.

#### Previsiones 2025-2026 (II) Tasas de variación interanual

Panel de previsiones 2025



Panel de previsiones 2026



Fuente: Dirección de Economía (diciembre 2025), Ceprede (diciembre 2025), Confebask (diciembre 2025), Hispalink (junio 2025), Caixabank (junio 2025), BBVA (octubre 2025), Cámaras Vascas (diciembre 2025), Laboral Kutxa (diciembre 2025) y AIRF (octubre 2025).

Desde el pasado trimestre la gran mayoría las entidades que realizan previsiones sobre la economía vasca han actualizado sus escenarios macroeconómicos. A falta de conocer el dato del último trimestre de 2025, la incertidumbre respecto al incremento de actividad de la economía vasca en el conjunto del año es bastante reducida y, por ello, un amplio número de proyecciones se concentran en el 2,2% y 2,3%. El motivo de que algunas previsiones se desvíen más de esas cifras es que esas previsiones se construyen a partir de la Contabilidad Regional que publica el INE, de frecuencia anual, por lo que carecen de la información de la evolución trimestral de 2025. Una vez el horizonte de previsión se aleja del último dato publicado, este efecto se diluye y las diferentes previsiones ganan en comparabilidad, aunque esa lejanía incremente la incertidumbre. Por ello, el rango de valores de las previsiones de 2026 es más reducido que en 2025 y va desde el 1,8% estimado por Laboral Kutxa y al 2,3 de Hispalink, mientras todas la demás se sitúan en el entorno próximo del 2%, lo que avala el cuadro macroeconómico de la Dirección de Economía.