

Situación Madrid

Segundo semestre de 2014
Unidad de España

- Madrid crece más que España en 2014 y volverá a hacerlo en 2015, apoyada en la mayor corrección de desequilibrios y la recuperación del sector exterior
- La revisión a la baja del crecimiento en Europa será mitigada por una política monetaria más agresiva por parte del BCE
- Continuar con el proceso de reformas es clave para garantizar un crecimiento más intenso, especialmente en un contexto de mayor incertidumbre

Índice

1 Editorial	3
2 Recuperación global, lenta y con riesgos a la baja	5
3 Perspectivas de crecimiento de la economía madrileña	8
Recuadro 1. Encuesta BBVA de Actividad Económica en Madrid. Tercer trimestre de 2014	21
Recuadro 2. ¿Cuál es la sensibilidad de la Comunidad de Madrid al ciclo europeo? Un análisis utilizando el modelo BBVA-RVAR	23
4 Tablas	28

Fecha de cierre: 7 de noviembre de 2014

1 Editorial

Como ya se anunciaba en el anterior número de esta publicación correspondiente al primer semestre de 2014, **se consolida la aceleración de la actividad, con perspectivas de mayor crecimiento y de creación de empleo en Madrid**. Así, tras las primeras señales de recuperación de la actividad en el último trimestre de 2013, la economía regional ha comenzado a crear empleo desde el inicio de 2014, intensificando el ritmo a medida que ha avanzado el año. Este escenario se ve confirmado por los indicadores más térmicos, como el modelo MICA-BBVA Madrid o la Encuesta BBVA de Actividad Económica (véase el Recuadro 1), que muestran que la economía ya habría consolidado cuatro trimestres consecutivos de crecimiento. Hacia delante, se espera que la recuperación se mantenga durante los próximos meses, como sucederá en el conjunto de España. Esta recuperación estará apoyada tanto en la mejora de la demanda interna regional y española como en el dinamismo de los principales países europeos, aun siendo este inferior al previsto hace 6 meses. En este sentido, las exportaciones de bienes han experimentado un freno importante en el primer semestre del año pero, este comportamiento, se ve compensado, al menos parcialmente, por el dinamismo mostrado por una parte de las exportaciones de servicios y, en concreto, del turismo. En conjunto, las previsiones apuntan a un crecimiento de la economía madrileña del 1,7% en 2014 y del 2,5% en 2015, cuatro y cinco décimas por encima de España.

Este escenario se ve apoyado por varios factores que ya se anunciaron en la publicación correspondiente al primer semestre, pero también por otros que suponen innovaciones. En primer lugar, el crecimiento mundial se mantendrá fuerte, con una aportación cada vez mayor de las economías desarrolladas, incluso considerando que éstas no se han acelerado como se esperaba. Por tanto, aunque la recuperación está siendo más moderada que en ciclos anteriores, se confirma un escenario de progresivo aumento del crecimiento global, donde la aceleración de la actividad se explicaría por la mejora prevista en las economías europeas, lo que debería permitir al sector exterior de la región retomar su dinamismo. De cara a 2015, la rebaja de 6 décimas en las perspectivas de crecimiento para la UEM afectarán negativamente a la actividad en la región en 0,45 p.p. (véase el Recuadro 2).

En segundo lugar, y en respuesta a las menores expectativas de crecimiento para Europa, **el BCE ha puesto en marcha una política monetaria más agresiva**, que incluye medidas de expansión y estímulo del crédito. Éstas medidas supondrán un apoyo en la recuperación para familias y empresas, castigadas, dada la fragmentación en Europa, por unos diferenciales de financiación mayores frente a sus competidores. Pero además, las medidas del BCE también están generando una depreciación del tipo de cambio euro/dólar que apoyará la recuperación de las exportaciones hacia destinos no-UE. De acuerdo a las estimaciones del modelo BBVA-RVAR, una depreciación de un 10% del tipo de cambio, como la que contempla el escenario de BBVA Research, generará un efecto positivo de 0,4 p.p. en el PIB regional. Por tanto, se espera que, tras los malos datos del primer semestre del año, el sector exterior retome su ritmo de crecimiento apoyado en los incrementos de producción esperados en algunos sectores importantes para la economía regional como el de automoción o el aeroespacial.

En tercer lugar, la política fiscal dejará atrás el tono contractivo, e incluso éste podría llegar a ser expansivo en los próximos trimestres. La menor necesidad de ajuste prevista para los próximos años permitirá rebajas impositivas en el IRPF, tanto en el tramo autonómico como en el estatal. Esto, junto con la anunciada devolución de parte de la paga extra suspendida en 2012 a los empleados públicos, supondrá una mayor recuperación de la renta bruta disponible y tendrá, por tanto, un efecto diferencialmente positivo sobre el consumo regional. Las rebajas impositivas, además, no deben suponer un problema insalvable para el cumplimiento del déficit, a expensas de las medidas que sean necesarias para garantizar el objetivo de estabilidad en este 2014.

Por último, la reducción de la incertidumbre ha continuado, y la demanda interna ya no supone un lastre para el crecimiento gracias al proceso gradual de corrección de los desequilibrios. En la medida en que estos desequilibrios eran menores en Madrid, y en que la región ha experimentado una corrección más rápida de éstos, esto supone un efecto diferencialmente positivo para la región. Así, por ejemplo, el sector inmobiliario podría empezar a mostrar contribuciones positivas al crecimiento en próximos trimestres, aunque todavía relativamente reducidas.

En conjunto Madrid volverá a crecer por encima de la media española en 2014 y 2015. Este mayor crecimiento está sostenido en una inercia más positiva, que se ha materializado en un menor ajuste durante el periodo 2007-2013 y que, previsiblemente, continuará; en una menor afectación de la rebaja de las expectativas de crecimiento de la UE que las regiones más centradas en el comercio con esta zona, y en unos menores desequilibrios y una corrección más rápida de estos que permitirá una salida de la crisis más rápida y vigorosa.

Sin embargo, como ya se comentó en el anterior número del Situación Madrid, todavía existen algunos factores de riesgo que podrían frenar la recuperación. De particular importancia será la duración de la falta de dinamismo en algunas economías europeas y la interacción con el proceso de reducción en precios. El agotamiento de las políticas, especialmente la monetaria, junto con la falta de voluntad para implementar nuevas reformas que mejoren el funcionamiento de la economía nacional y madrileña, llevarían a un escenario de fragilidad. Asimismo, existe la posibilidad de que las últimas medidas del BCE no sean tan efectivas en impulsar el crédito como se presume inicialmente. Finalmente, la incertidumbre sobre el entorno político podría aumentar durante los siguientes trimestres, lo que provocaría un incremento del ahorro precautorio de las familias y una disminución de la inversión de las empresas.

Es necesario continuar impulsando reformas que mejoren el funcionamiento de los mercados de bienes y servicios, tanto por los posibles riesgos a la baja que se pudieran producir como por la insuficiencia del actual crecimiento para reducir todavía más rápido los desequilibrios que todavía se observan en la economía. Esto es de especial importancia para la región, dado la relevancia del sector servicios en la economía regional. A este respecto, el Gobierno ha presentado un nuevo sistema impositivo, que avanza hacia un esquema más transparente y eficiente. Sin embargo, la reforma queda lejos de la ambiciosa propuesta realizada por el Comité de Expertos. Por lo tanto, es necesario seguir avanzando hacia un sistema (que facilite/favorezca) el cambio de modelo productivo y que a la vez, garantice la sostenibilidad de las cuentas públicas a medio y largo plazo.

Por último, **se valora positivamente la aprobación de la Estrategia de Activación para el Empleo 2014-2016 que pretende modernizar los Servicios Públicos de Empleo (SPE) para impulsar las políticas activas de empleo (PAE).** A diferencia de las precedentes, la Estrategia destaca por su naturaleza plurianual, que revela un diagnóstico adecuado de algunas de las debilidades estructurales del mercado de trabajo español y, por tanto, madrileño. Además, sobresalen la correcta identificación de los colectivos más vulnerables y la orientación a resultados, que condiciona la distribución futura del presupuesto de las PAE. Sin embargo, sería deseable incrementar los recursos y reorientar los existentes hacia actuaciones que aumenten la empleabilidad de los trabajadores, particularmente los desempleados de larga duración. Igualmente, la economía española necesitaría que la reforma de las PAE se viera acompañada por medidas que incentiven la contratación de empleo indefinido y reduzcan la temporalidad en el mercado de trabajo.

Los riesgos a corto plazo de la recuperación de la eurozona son una razón adicional para continuar con el proceso de reformas. **Los retos de la economía madrileña son de largo plazo, al igual que los de la española, y tienen una naturaleza distinta a los de los principales países europeos.** El crecimiento de la eurozona ayudaría a que la recuperación fuera más intensa a corto plazo, pero lo que verdaderamente marcará la diferencia a largo plazo es que Madrid crezca y cree empleo de calidad gracias a las políticas y reformas que se lleven a cabo.

2 Recuperación global, lenta y con riesgos a la baja

El crecimiento de la economía mundial se ha acelerado de forma moderada durante los últimos meses. De acuerdo al modelo GAIN¹ BBVA, el PIB mundial habría crecido el 0,8% trimestral en el 3T14. En todo caso, esta cifra podría verse sesgada a la baja por el repunte de las tensiones en los mercados financieros desde mediados de septiembre.

En 2015, el crecimiento global alcanzará el 3,7%, medio punto porcentual por encima de la estimación para 2014, en gran medida por el apoyo de las políticas de demanda. **La política monetaria sigue siendo expansiva, mientras que la fiscal tendrá un tono menos restrictivo,** tanto en EE. UU. como en la eurozona. Incluso China considera la posibilidad de implementar medidas adicionales de soporte al crecimiento a nivel nacional en caso de ser necesario².

Adicionalmente, **el descenso de los precios del petróleo supone un sesgo favorable para las expectativas de crecimiento global,** siempre y cuando sea el resultado de un choque positivo de oferta, sobre todo por el **aumento sostenido de la producción no convencional de petróleo**³. La menor transferencia de renta desde importadores a productores deja más margen a los primeros para poder atender sus decisiones de gasto, ahorro e inversión, lo que supone un balance positivo para el escenario económico global.

En la eurozona, la recuperación está siendo más lenta de lo que se adelantaba al cierre del primer semestre. El estancamiento del PIB en el 2T14 y su probable extensión al 3T14, con comportamientos más débiles en las economías más grandes, ha supuesto la **revisión a la baja de las perspectivas de crecimiento del área para 2014 y 2015**⁴. Esto parece ser, en parte, el resultado del impacto de la crisis entre Ucrania y Rusia, que se estaría dejando sentir en el comercio y en los indicadores de confianza de las economías más expuestas a ella.

En este escenario de bajas tasas de crecimiento e inflación, el BCE ha acentuado el tono expansivo de su política monetaria. Ha implementado la primera subasta de financiación bancaria vinculada al balance de crédito. Además, ha puesto en marcha la adquisición de activos financieros en manos del sistema bancario respaldados por crédito. Todas las medidas, tanto las adoptadas como las potenciales, están orientadas a apuntalar el crecimiento, favorecer el acceso al crédito a empresas y familias y acercar las expectativas de inflación al objetivo de estabilidad de precios. A esta meta ha de contribuir, en el escenario más probable, la depreciación del euro, que es consistente con las diferentes expectativas de actuación de la FED y del BCE. Mientras que la primera acometerá la retirada de estímulos, el segundo hará lo contrario y aumentará su balance.

Un elemento adicional positivo para las condiciones de crecimiento de la zona del euro es el ejercicio de revisión de calidad de los activos y el test de estrés de los balances bancarios cuyos resultados se acaban de publicar. Este proceso ha dado al mercado más información, y más homogénea, sobre el sector bancario europeo y supone la implementación de la supervisión común bancaria en la eurozona. Todo ello es condición necesaria para que el flujo de crédito bancario sea capaz de atender la demanda solvente.

1: Para más detalle sobre la metodología de BBVA Research GAIN, véase Global Economic Watch de marzo 2013, disponible en: <http://bit.ly/1nI5Rln>

2: Para más información sobre la evolución reciente y perspectivas de la economía mundial, véase la revista Situación Global correspondiente al cuarto trimestre de 2014, disponible en: <https://www.bbva.com/public-compuesta/situacion-global-2/>

3: El reciente descenso de los precios del petróleo es consecuencia no sólo de la mayor oferta, sino también de la apreciación del dólar y de una moderación de las expectativas de demanda, tanto en los países desarrollados como en los emergentes.

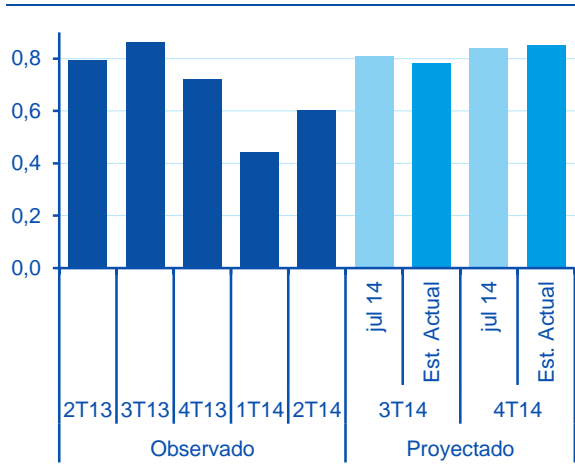
4: Para más información sobre la evolución reciente y perspectivas de la economía europea, véase la revista Situación Europa correspondiente al cuarto trimestre de 2014

En España, **la recuperación de la demanda avanza en línea con lo previsto**. Al crecimiento sostenido del consumo y la inversión productiva, se está uniendo gradualmente la inversión en construcción en vivienda que, por primera vez desde 2007, es probable que muestre tasas de variación positivas, aunque moderadas, durante la segunda parte del año. La mejoría de la demanda nacional **se apoya principalmente en factores estructurales**, tales como la corrección de los desequilibrios internos, la reorientación productiva hacia el exterior, algunas de las reformas acometidas y las menores tensiones financieras. **Sin embargo, también confluyen algunos factores que incentivan la demanda de forma transitoria**, donde destacan el carácter expansivo de la política monetaria y el reciente giro hacia una política fiscal débilmente procíclica. Por tanto, se **espera que la economía española continúe creciendo en lo que resta del año a un ritmo suficiente para concluir el ejercicio económico con una expansión en torno al 1,3%**.

Hacia delante, las innovaciones incorporadas en el escenario global están dominadas por la revisión a la baja de las expectativas de crecimiento de la economía europea, lo que supone también una **revisión negativa de tres décimas en la previsión de crecimiento para España en 2015, hasta el 2,0%**. Con todo, la velocidad de la recuperación continúa siendo sólida y está plenamente avalada en factores tanto externos como internos. En el panorama económico internacional se sigue esperando una aceleración moderada de la economía global que, consecuentemente, procurará la **continuidad en la ampliación de la base exportadora**. A nivel interno, la recuperación de los fundamentos, el progreso en la corrección de los desequilibrios y los estímulos a la demanda de la política económica resultarán en un **aumento generalizado de la demanda doméstica**.

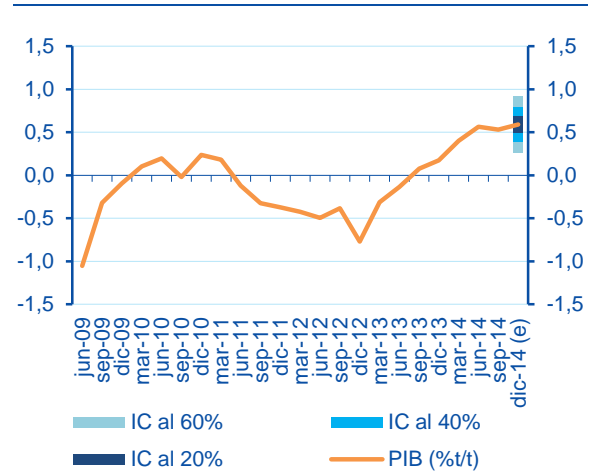
En cualquier caso, conviene recordar que **la recuperación no está libre de riesgos** y que persisten frentes abiertos cuya resolución es fundamental para consolidar el crecimiento a medio y largo plazo. A este respecto, **tanto en España como en Europa se debe trabajar en políticas de oferta que disipen las dudas y aumenten la capacidad de crecimiento estructural**.

Gráfico 2.1
Crecimiento trimestral del PIB mundial (Previsiones basadas en el modelo GAIN BBVA, %)



Fuente: BBVA Research

Gráfico 2.2
España: crecimiento observado del PIB y previsiones del modelo MICA-BBVA (% t/t)



(e): estimación
Fuente: BBVA Research a partir de INE

Cuadro 2.1

España: previsiones macroeconómicas

% a/a salvo indicación contraria	1T14	2T14	3T14 (e)	2013	2014 (p)	2015 (p)
Gasto en Consumo Final Nacional	1,2	2,0	1,8	-2,4	1,8	1,5
G.C.F Hogares	1,7	2,4	2,4	-2,3	2,1	1,8
G.C.F AA. PP.	-0,2	1,1	0,1	-2,9	1,0	0,9
Formación Bruta de Capital	-1,3	1,4	1,5	-3,7	0,7	4,2
Formación Bruta de Capital Fijo	-1,2	1,2	1,2	-3,8	0,6	4,3
Variación de existencias (*)	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0
Demanda nacional (*)	0,7	1,9	1,7	-2,7	1,6	2,0
Exportaciones	7,4	1,7	2,7	4,3	3,7	5,3
Importaciones	8,6	3,9	3,2	-0,5	4,8	5,5
Saldo exterior (*)	-0,2	-0,7	-0,1	1,4	-0,3	0,1
PIB real pm	0,5	1,2	1,6	-1,2	1,3	2,0
PIB nominal pm	-0,1	0,8	1,6	-0,6	1,2	3,4
Pro-memoria						
Empleo total (EPA)	-0,5	1,1	1,6	-2,8	1,0	1,8
Tasa de Paro (% Pob. Activa)	25,9	24,5	23,7	26,1	24,4	23,1
Empleo total (e.t.c.)	-0,4	0,8	1,2	-3,3	0,8	1,5

(*) Contribuciones al crecimiento

(e): estimación; (p): previsión

Fuente: BBVA Research a partir de INE

3 Perspectivas de crecimiento de la economía madrileña

Se consolida la recuperación de la economía madrileña, pero todavía es necesario avanzar en el proceso de reformas estructurales.

Desde la publicación del último número del Situación Madrid se ha ido confirmando el escenario planteado en aquel entonces: la economía regional ha ido ganando dinamismo progresivamente y, en el tercer trimestre de 2014, ya acumula cuatro trimestres consecutivos de crecimiento (véase el Gráfico 3.1). Por el lado doméstico, **la actividad ha ido mejorando en la demanda interna** apoyada, en parte, en factores tales como la disminución de las tensiones financieras, una política fiscal menos contractiva y el impacto que pueden estar teniendo algunas de las reformas acometidas. Por el lado del sector exterior regional, se está asistiendo a dos situaciones antagónicas: por un lado, las exportaciones de bienes hacia el extranjero están experimentando una caída importante como consecuencia de una disminución de la demanda de bienes regionales de sus dos principales socios comerciales en 2013, Asia y la UE-27. Por otro, el sector turístico está recuperando el dinamismo perdido en los años precedentes y está convirtiéndose en un elemento dinamizador de la economía madrileña. Todo lo anterior justifica que, **para el conjunto de 2014, Madrid crecerá un 1,7%, tres décimas más que el agregado nacional.**

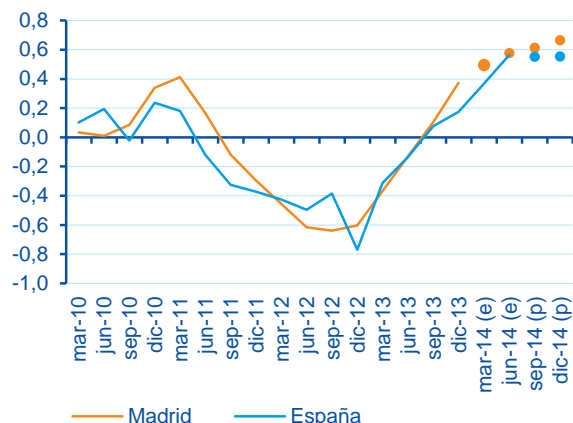
Hacia 2015, la economía crecerá un 2,5%, cinco décimas más que España. Detrás de esto se encuentran varios factores. En primer lugar, una inercia más positiva de la región en relación al conjunto de España, que se ha materializado hasta ahora en un menor ajuste de la economía regional a lo largo de la crisis⁵. Esta mejor inercia debería continuar en los próximos trimestres en ausencia de otros shocks que impacten de manera asimétrica a la comunidad. En segundo lugar, el menor crecimiento esperado en la Unión Europea (UE) debería tener un efecto menor en la economía regional, dado el mayor grado de diversificación de la economía madrileña. En cualquier caso, este menor crecimiento, además, podría verse compensado por la depreciación esperada del tipo de cambio y la reducción que se espera de los tipos de interés, producto ambos de una política monetaria más expansiva. Por otro lado, la mejora cíclica de la economía permitirá que la política fiscal autonómica deje de ser contractiva e incluso pueda admitir la implementación de medidas expansivas sin poner en peligro los objetivos de déficit para los próximos años. Por último, todavía hay sectores que, aún hoy, se encuentran inmersos en procesos de reestructuración. Éstos, por ejemplo, fueron los principales encargados de explicar la contracción de la actividad en 2013, especialmente el sector de la construcción y la industria (véase el Gráfico 3.2). En este sentido, el sector privado ha avanzado en la absorción de buena parte de los desequilibrios, lo que restringe cada vez menos el gasto de empresas y familias. Los menores desequilibrios generados antes y después de la crisis, junto con una corrección más rápida de éstos, también apoyan un diferencial positivo para la región.

Con todo, este escenario no está exento de riesgos. Estos dependen, esencialmente, del ritmo de recuperación en las economías de los principales socios comerciales -así como de otros factores susceptibles de afectar al sector exterior, tales como una menor depreciación del tipo de cambio de la actualmente prevista-, y de los avances en las reformas en el seno de la UE, en España y, particularmente, en Madrid.

5: Para más información, véase Situación Madrid de Junio de 2014 disponible aquí: <https://www.bbva.com/public-compuesta/situacion-madrid-primero-2014/>

Gráfico 3.1

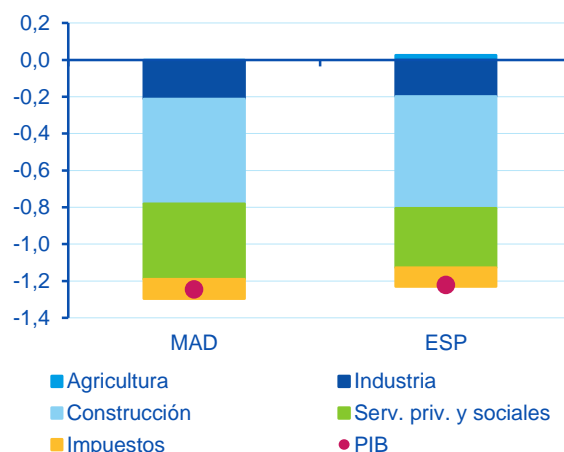
Madrid y España: crecimiento observado del PIB y previsiones del modelo MICA-BBVA (%; t/t)



Fuente: BBVA Research a partir de INE

Gráfico 3.2

Madrid y España: crecimiento del PIB en 2013 y contribuciones por sectores (p.p.)



Fuente: BBVA Research a partir de INE

En 2014 el consumo privado ha ido ganando dinamismo, aunque todavía refleja la debilidad de la recuperación

Como se adelantaba en la anterior edición de esta revista, una vez corregidos de variaciones estacionales y efecto calendario (CVEC), algunos indicadores parciales de coyuntura comenzaron a mostrar tasas trimestrales de crecimiento en el primer semestre de 2013 (véase el Cuadro 3.1).

En 2014, los datos muestran que la dinamización del consumo privado habría continuado avanzando. Varios factores han apuntalado esta recuperación, como la mejora de la confianza experimentada a lo largo del año, una inflación contenida, la implementación de incentivos fiscales a la compra de automóviles (plan PIVE⁶), el incremento de la riqueza financiera o el punto de inflexión que se ha observado en el mercado laboral. Esto se refleja en una evolución de los principales indicadores de coyuntura relacionados con el consumo en lo que llevamos de 2014 que, o es positiva (matriculaciones de vehículos e Indicador de Actividad en el Sector Servicios), o está a punto de serlo y, desde luego, registra una contracción considerablemente menor que en el año anterior (ventas minoristas, véase el Cuadro 3.1).

Cuadro 3.1

Evolución de los principales indicadores de consumo

% t/t (CVEC)	Matriculaciones vehículos		Ventas minoristas		IAS	
	España	Madrid	España	Madrid	España	Madrid
1T13	8,7	7,3	0,7	2,0	0,5	-1,7
2T13	-0,9	-3,9	0,7	-0,6	0,8	-0,7
3T13	7,1	2,3	1,0	-1,2	1,1	2,4
4T13	4,2	0,3	-2,1	0,0	-2,2	0,0
2013	4,1	-2,0	-3,9	-4,2	-2,1	-2,3
1T14	1,9	0,2	0,4	-0,7	0,5	-0,2
2T14	11,3	26,2	1,3	0,8	1,2	0,3
3T14	-8,6	-18,8	1,3	-1,1	1,2	1,6
Promedios t/t	1,5	2,6	1,0	-0,4	1,0	0,6

Fuente: BBVA Research a partir de INE y DGT

6: 6 de cada 10 matriculaciones se acogen al plan PIVE en Madrid según la Asociación Nacional de Fabricantes de Automóviles y Camiones (ANFAC). Según estas estimaciones, el conjunto de los seis PIVE's han generado unos 1.155 millones de euros en la Comunidad de Madrid.

El ajuste del gasto debería intensificarse en la última parte del año

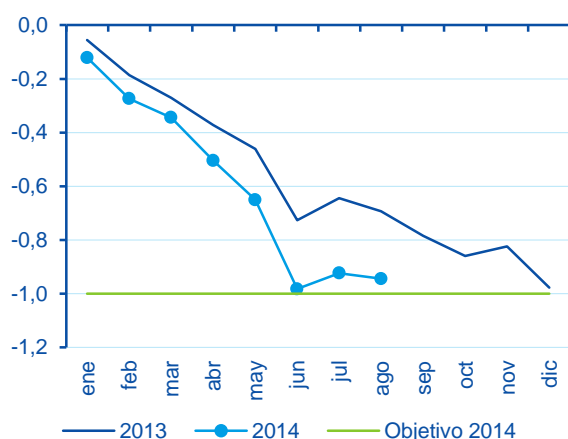
Tras el esfuerzo observado en 2012 y 2013, **los últimos datos de ejecución presupuestaria conocidos hasta agosto de 2014 muestran que la Comunidad de Madrid ha relajado algo su política de control del gasto**. De esta forma, pese a la caída observada en remuneración de asalariados y consumos intermedios, el gasto de la Comunidad de Madrid creció por encima del 3% a lo largo de los ocho primeros meses del año. Destaca el incremento observado en el gasto por intereses –derivado de los primeros pagos de intereses del Fondo para el Pago a Proveedores (FF.PP.)- y en la formación bruta de capital. Por su parte los ingresos de la comunidad han caído respecto al mismo periodo del año anterior, en línea con lo esperado. Como consecuencia el déficit de Madrid se situó a cierre del mes de agosto en torno al 0,9% de su PIB, más de dos décimas por encima del registrado hasta agosto de 2014 (véase el Gráfico 3.3).

Respecto a la política de endeudamiento, **la Comunidad de Madrid ha continuado priorizando la emisión de deuda a largo plazo y tipo de interés fijo, alargando la vida media de su cartera de deuda y minimizando riesgos**. Así, el nivel de deuda de Madrid se incrementó durante el primer semestre del año, 1,7 p.p. de su PIB, de los cuales 1,4 p.p. se materializaron en valores de largo plazo. Como resultado, el nivel de deuda de la Comunidad de Madrid a junio de 2014 se situó en el 13,3% de su PIB -de los cuales apenas 0,7 p.p. corresponden al FF.PP.- (véase el Gráfico 3.4).

Hacia delante, el proyecto de presupuestos para 2015 presentado por el Gobierno de la Comunidad de Madrid continúa con las políticas expansivas iniciadas en 2014, incrementado el gasto, sobre todo el de capital. Igualmente, mantiene la rebaja impositiva promovida en el presupuesto de este año y, pese a ello, prevé que los ingresos aumenten impulsados por la recuperación de la actividad y del empleo.

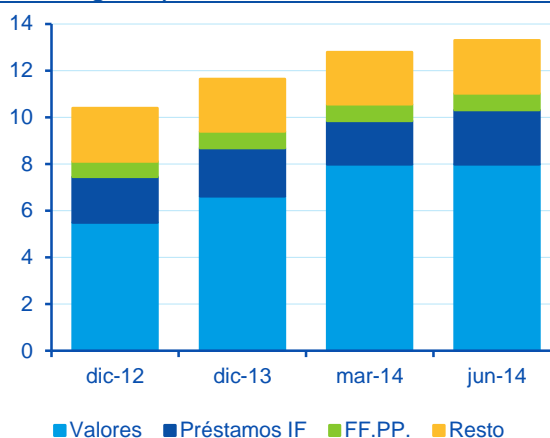
En este contexto, y pese al reducido esfuerzo que la Comunidad de Madrid tiene que realizar, **la consecución del objetivo de estabilidad de 2014 (-1,0% del PIB) requeriría la intensificación del ajuste del gasto durante los últimos meses del año**. En la medida en que la desviación sobre el mismo no resulte elevada, el objetivo para 2015 (-0,7%) será factible, siempre y cuando se confirme una recuperación de la actividad en línea con la esperada.

Gráfico 3.3
Comunidad de Madrid: capacidad / necesidad de financiación (% PIB regional)



Fuente: BBVA Research a partir de MINHAP

Gráfico 3.4
Comunidad de Madrid: deuda viva según PDE (% PIB regional)



Fuente: BBVA Research a partir de BdE

Los últimos datos revelan un estancamiento de la recuperación del sector inmobiliario

La recuperación del sector inmobiliario en la región pareció estancarse durante la primera mitad del año, todo ello a pesar del menor desequilibrio de la oferta y del mejor comportamiento relativo de su economía. Por un lado, los datos de sobreoferta publicados el pasado verano por el Ministerio de Fomento continúan situando a la región como una de las comunidades autónomas con menor exceso de viviendas nuevas sin vender (1,5% del parque residencial frente al 2,2% de media en España). En términos interanuales, no se observa una variación apreciable en la sobreoferta ya que, a pesar de que la caída de las ventas ha sido inferior a la media, las viviendas terminadas por sociedades mercantiles también experimentaron un menor ajuste relativo.

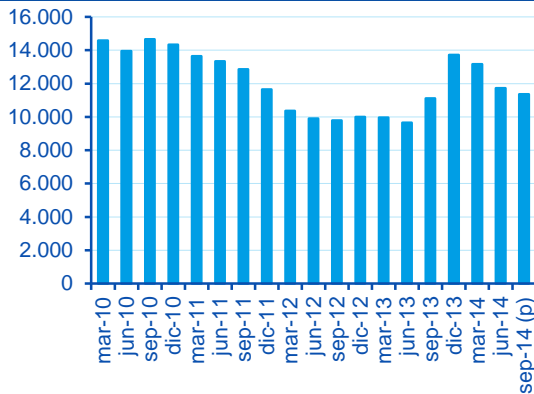
Durante el primer semestre de 2014, las ventas de viviendas se mostraron algo más débiles, aunque se mantuvieron en niveles superiores a los de los años anteriores. Las operaciones de compraventa durante el primer semestre del año se resintieron respecto a la última parte de 2013, frenando la tendencia de recuperación que se venía observando desde entonces (véase el Gráfico 3.5). Sin embargo, tras corregir las variaciones estacionales, durante el primer semestre se vendieron un promedio de casi 12.500 viviendas al trimestre, por encima de los promedios trimestrales de los dos años anteriores. En estos seis primeros meses del año se observó un incremento mayor que la media de las compras de extranjeros respecto al mismo periodo de 2013. De este modo, el peso de las operaciones de éstos sobre el total asciende del 6,1% en 2013 al 7,3% en el 1S14, una proporción todavía inferior a la media nacional del 17,3%.

Por su parte, **el precio de la vivienda continuó mostrando síntomas de estabilización en la región.** Así, según el Ministerio de Fomento, durante el primer semestre del año, el precio de la vivienda mostró una evolución similar a la media nacional, manteniéndose prácticamente estable: el precio en términos reales cayó, en promedio trimestral, a una tasa del 0,7% (CVEC). Con ello, la vivienda en la región acumulaba un descenso del 42% en términos reales, mayor que la corrección media española (-37,9%).

La actividad constructora permaneció estancada en los trimestres centrales del año. Durante el segundo y el tercer trimestre del año, los visados no consiguieron mantener el crecimiento exhibido en los primeros tres meses. Sin embargo, el nivel de visados aprobados permaneció en niveles relativamente estables (véase el Gráfico 3.6). Pese a todo, dado los bajos niveles del año anterior, el estancamiento observado en los últimos meses no impedirá que el año concluya con un incremento del número de visados: por lo pronto, entre enero y agosto, último dato disponible, los visados en la región crecieron el 24% a/a⁷, por encima del 3% a/a de crecimiento medio en España.

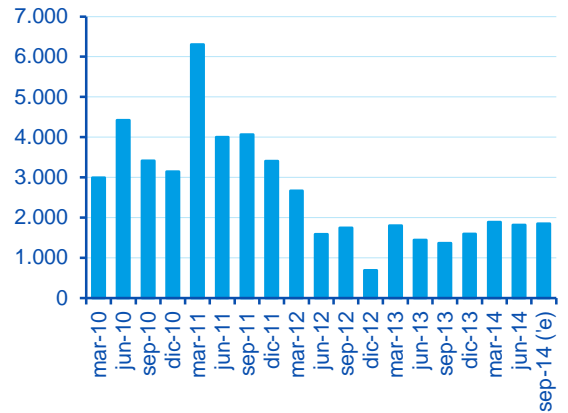
7: a/a: interanual. En relación al mismo periodo del año anterior

Gráfico 3.5
Madrid: ventas de vivienda (datos CVEC)



Fuente: BBVA Research a partir Ministerio de Fomento

Gráfico 3.6
Madrid: visados de construcción de vivienda nueva (datos CVEC)

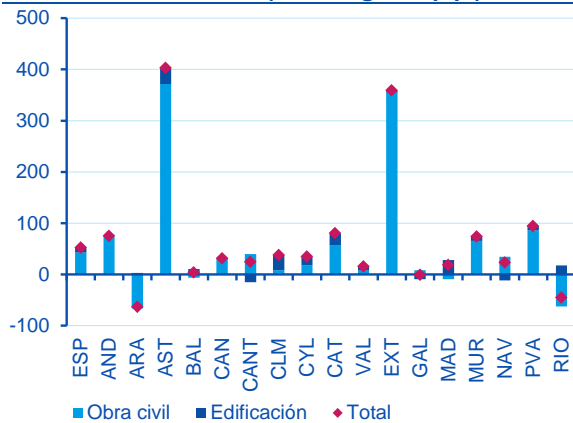


Fuente: BBVA Research a partir Ministerio de Fomento

La obra pública avanza, pero menos que la media

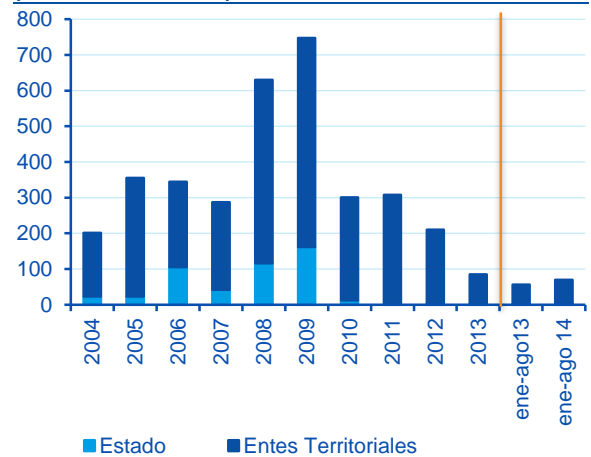
Durante los ocho primeros meses del año, el presupuesto destinado a obra pública en Madrid creció en torno al 18,5% respecto al mismo periodo de 2013, por debajo de la media española (52,3%). A pesar de este incremento, y del registrado en el año pasado, la licitación sigue encontrándose muy por debajo de los niveles pre-crisis. El desglose por tipo de obra pone de manifiesto que el incremento de la licitación ha venido por el lado de la edificación ya que, entre enero y agosto, la licitación de obra civil drenó crecimiento: el presupuesto de edificación aumentó el 140% a/a mientras que el de obra pública cayó el 12%, pasando de representar el 74% del presupuesto total en 2013 a algo menos del 52% en esta primera parte del año en curso (véase el Gráfico 3.7).

Gráfico 3.7
Obra pública por tipo de obra: contribución al crecimiento interanual (enero-agosto p.p.)



Fuente: BBVA Research a partir Ministerio de Fomento

Gráfico 3.8
Madrid: presupuesto licitación por agentes (millones de euros)



Fuente: BBVA Research a partir Ministerio de Fomento

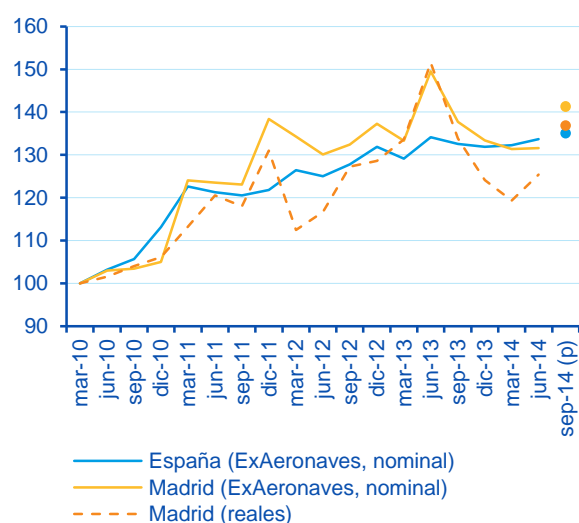
Al diferenciar entre organismos financiadores, se aprecia un **aumento del peso del Estado en la financiación de la obra pública en la región**, convirtiéndose en el responsable del incremento presupuestario de la licitación en términos interanuales: el presupuesto del Estado entre enero y agosto se triplicó respecto al mismo periodo de 2013, mientras que el de los Entes Territoriales se redujo el 7% a/a en el mismo espacio temporal (véase el Gráfico 3.8). El grueso de la licitación en la primera mitad de 2014 se

distribuyó entre obras de urbanización y en edificaciones de equipamiento social, entre las que destaca la construcción de edificios destinados a fines sanitarios, y edificaciones de fines administrativos.

Se frena el dinamismo de la demanda externa en 2014

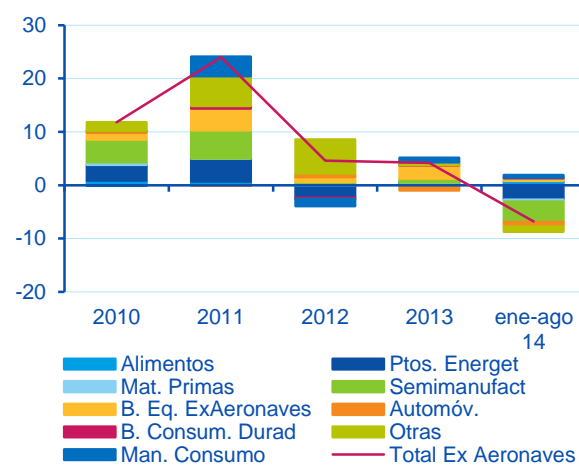
Como se comentaba en el anterior número de esta publicación, **las exportaciones de bienes al extranjero de Madrid** se conformaron como el elemento de soporte de la economía regional en 2013. En aquel entonces se comentó cómo el dinamismo de las ventas exteriores se explicó, en parte, gracias a las ventas al exterior de aeronaves⁸ (véase el Gráfico 3.9). **En 2014, sin embargo, las exportaciones de bienes se están contrayendo**, reflejando una caída del 10,5% en el acumulado de los tres primeros trimestres del año. Esto está causado, en parte, por las menores exportaciones de aeronaves tras el fortísimo aumento en 2T13. Pero esta no es la única causa: cuando se descuenta el efecto de las aeronaves, las ventas de bienes de la región también se han contraído un 6,9% en términos nominales. Esta caída se explica exclusivamente por la contracción de las ventas de semimanufacturas (productos químicos y, más concretamente, por las exportaciones de medicamentos) y por los productos energéticos (petróleo y derivados)⁹, como se observa en el Gráfico 3.10. En conjunto, estas dos ramas explican un 96% de la caída de las exportaciones entre enero y agosto de 2014 una vez se descuenta el efecto base generado por las aeronaves.

Gráfico 3.9
Madrid y España: exportaciones reales y nominales ex-aeronaves (mar-08=100, CVEC)



Fuente: BBVA Research a partir de Datacomex

Gráfico 3.10
Madrid: crecimiento y contribución de las exportaciones ex-aeronaves (p.p.)



Fuente: BBVA Research a partir de Datacomex

Como se comentaba en la introducción de esta sección, **la caída de la demanda de bienes desde los principales socios comerciales de la región, la UE-27 y, particularmente, Francia y Países Bajos, ha supuesto un shock negativo para las exportaciones madrileñas** (véase el Gráfico 3.11 y 3.12).

Con todo, en el tercer trimestre de 2014, las ventas exteriores en términos reales vuelven a mostrar un crecimiento netamente positivo (9,1% t/t CVEC¹⁰). En este caso, el crecimiento se explica por el

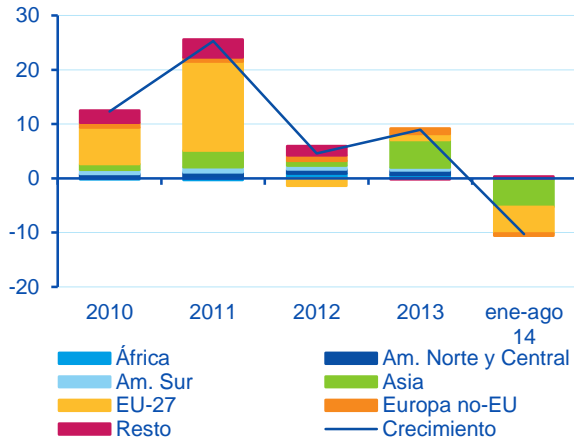
8: El sector cobra gran relevancia en Madrid con la presencia de empresas como Airbus, Indra, ITP, GMV o la propia NASA. En términos de empleo, según datos de La Comunidad de Madrid, el sector contó con cerca de casi 15.500 empleados en 2013, el 46% del total de España.

9 Las semimanufacturas contribuyen negativamente al crecimiento de las exportaciones de bienes en 3,8 p.p. de los cuales 3,3 p.p. se deben a la caída en la venta de medicinas al extranjero. Los productos energéticos, por su parte, muestran una contribución negativa de 2,7 p.p. de los cuales, 2,1 p.p. se deben a la contracción de petróleo y derivados.

10 Datos disponibles hasta el mes de agosto y completados con previsiones

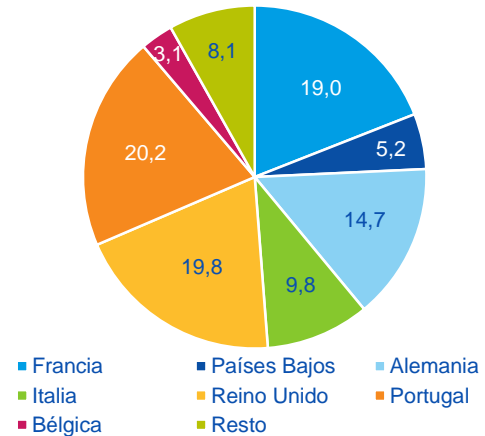
dinamismo de “otras mercancías” y de los productos energéticos. Por otro lado, los dos sectores responsables de la caída del primer semestre del año (aeronaves y medicamentos), muestran señales mixtas: mientras los medicamentos siguen drenando crecimiento y caen un 18,7%, las aeronaves reflejan un crecimiento del 13,7% en 3T14.

Gráfico 3.11
Madrid: contribuciones al crecimiento de las exportaciones nominales de bienes por áreas (a/a)



Fuente: BBVA Research a partir de Datacomex

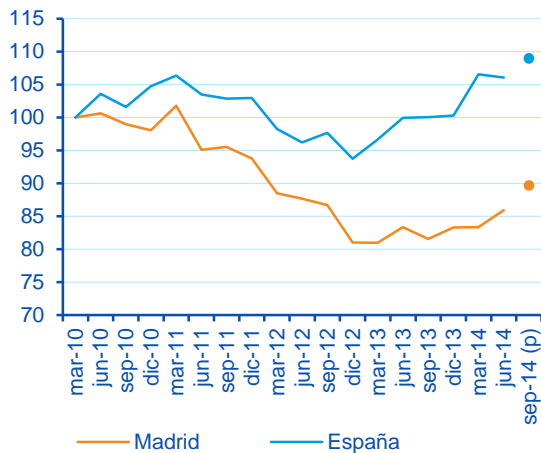
Gráfico 3.12
Madrid: distribución de las exportaciones a la UE-27 por países entre enero y agosto 2014 (%)



Fuente: BBVA Research a partir de Datacomex

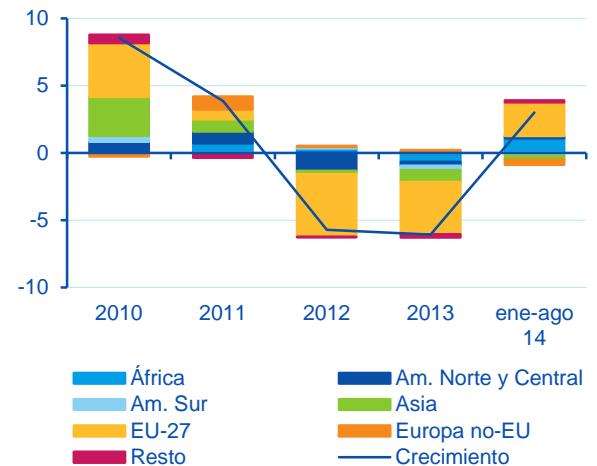
Por su parte, tras caer en 2013, las importaciones de bienes del extranjero en términos reales reflejan una recuperación en los tres primeros trimestres de 2014 (+4,2%, respecto al mismo periodo del año anterior) dinamizadas por las ventas al exterior, especialmente en el tercer trimestre del año (véase el Gráfico 3.13). Esto se explica por las manufacturas de consumo (textil y confección), bienes de equipo (maquinaria, equipo de oficina y telecomunicaciones y otros) y bienes de consumo duradero (electrónica de consumo), siendo la procedencia principal de las compras la UE-27 y, en segundo lugar, África (véase el Gráfico 3.14).

Gráfico 3.13
Madrid y España: importaciones de bienes reales del extranjero (%; mar-08=100, CVEC)



Fuente: BBVA Research a partir de Datacomex

Gráfico 3.14
Madrid: contribuciones al crecimiento de las importaciones de bienes por áreas (a/a, %; p.p.)



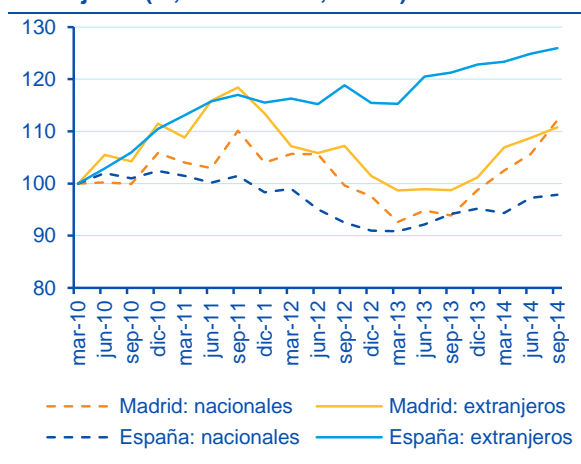
Fuente: BBVA Research a partir de Datacomex

El turismo vuelve a registros positivos en 2014

Tras un 2013 con resultados globales negativos pero con una evolución de menos a más, en 2014, el turismo ha continuado mostrando registros cada vez más positivos. Los datos conocidos a cierre de esta publicación reflejan que el dinamismo del sector se ha incrementado notablemente durante los tres primeros trimestres de 2014 (entrada de viajeros: +12,0% en relación al mismo periodo del año anterior). Así, el sector turístico se ha conformado como uno de los elementos de soporte de la economía regional durante este año. Este buen comportamiento se explica tanto por el fuerte crecimiento del turismo extranjero como del nacional (véase el Gráfico 3.15). Las señales sobre el comportamiento positivo del turismo se observan también en los datos sobre entrada de viajeros en el aeropuerto Adolfo Suárez-Madrid Barajas que, tras alcanzar en 2013 su mínimo desde 2004, comienza a recuperar el número de pasajeros transportados (véase el Gráfico 3.16). Esta mejoría, vinculada indudablemente con la recuperación económica, se ha visto apoyada por diversas iniciativas de dinamización, como los planes de desarrollo turístico puestos en marcha en este 2014¹¹, como se comentaba en el anterior número de esta publicación, o por la potenciación de los billetes combinados de tren y avión.

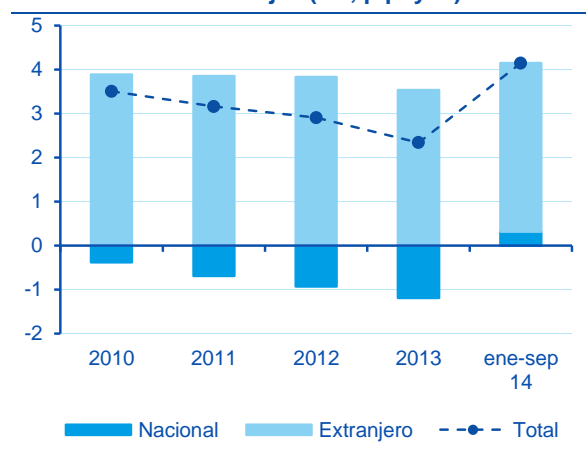
De cara al futuro, el dinamismo visto en los tres primeros trimestres de 2014 debería continuar, favorecido por diversos factores: en primer lugar, por el abaratamiento relativo que supone la depreciación del euro. En segundo lugar, por la capacidad de adaptación y la competitividad demostrada por el sector en los últimos años para adaptarse, vía precios, a las nuevas condiciones de mercado. En tercer lugar, gracias a la recuperación de los principales socios comerciales y, por último, apoyado en el desarrollo y puesta en marcha de los planes de incentivación turística.

Gráfico 3.15
Madrid y España: entrada de turistas nacionales y extranjeros (% , mar-10=100, CVEC)



Fuente: BBVA Research a partir de INE

Gráfico 3.16
Madrid: contribución y crecimiento de los viajeros en Adolfo Suárez-Barajas (a/a, p.p. y %)



Fuente: BBVA Research a partir de INE

¹¹ En el mes de mayo, el Ministerio de Fomento puso en marcha el llamado "Plan Barajas 100" con más de un centenar de medidas para la mejora de las instalaciones del aeropuerto. Por último, también se han anunciado diversos acuerdos para potenciar la región como destino turístico entre las personas mayores de 60 años, con un público objetivo de más de 10,8 millones de personas en toda España.

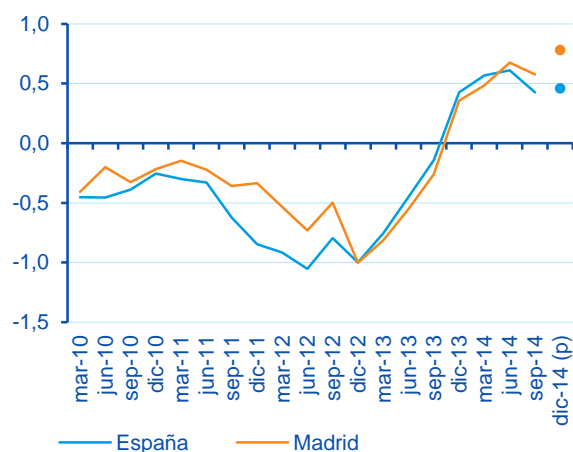
Continúa la creación de empleo, con perspectivas de mayor aceleración que en el conjunto de España

Como se analizaba en el anterior número de esta publicación, el mercado laboral regional fue corrigiendo paulatinamente su ritmo de deterioro durante 2013, registrándose crecimientos de la afiliación ya en todo el segundo semestre del año. Desde entonces, **la creación de empleo ha continuado durante todo 2014, y lo ha hecho en línea con el promedio nacional** (véase el Gráfico 3.17). Así, la afiliación media a la Seguridad Social excluyendo Cuidadores No Profesionales (CNP) ha crecido un 1,2% a/a entre enero y octubre de 2014, en línea con el conjunto de España (1,3%).

Cuando se descuentan los datos del Sistema Especial Agrario y del Régimen del Hogar, **los afiliados a la Seguridad Social del Régimen General han aumentado un 0,8% en Madrid en los tres primeros trimestres del año frente al 1,2% de España**. Este menor crecimiento en relación a los datos comentados en el primer párrafo, en el que la Afiliación media a la Seguridad Social evolucionaba de manera prácticamente idéntica en Madrid y en España, se ve parcialmente compensado por un mayor crecimiento de los autónomos en la región durante los tres primeros trimestres de 2014 (2,1% en Madrid en relación al mismo periodo del año anterior frente al 1,6% de España).

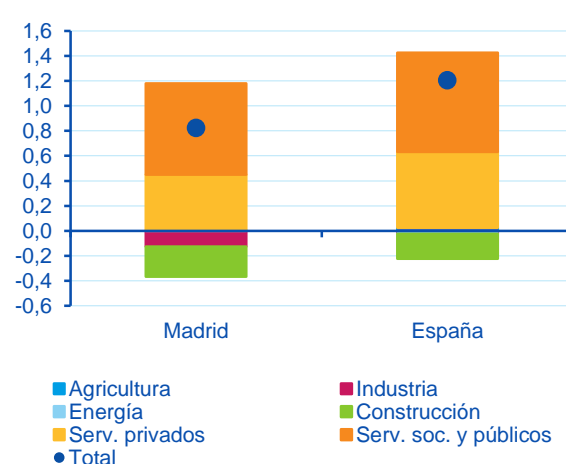
Cuando se analiza por sectores el menor crecimiento de los afiliados a la Seguridad Social del Régimen General (ex Sistema Especial Agrario y Régimen del Hogar) en Madrid en relación a España, dos factores explican este diferencial: en primer lugar, la contribución negativa del empleo industrial (-0,1 p.p.) como resultado de la fuerte contracción experimentada por el IPI entre enero y septiembre de este año y que, ligada al freno en el sector exportador, ha supuesto un lastre para el crecimiento de la afiliación en la región. En segundo lugar, el sector de servicios privados ha reflejado una contribución al crecimiento de la afiliación 2 décimas menor que en el conjunto de España (véase el Gráfico 3.18). Esta contribución, se concentra en una aportación más reducida de la hostelería¹², que compensó la mejor evolución de Madrid en el resto del sector de servicios privados. El diferencial de crecimiento en los Afiliados a la Seguridad Social en turismo entre enero y octubre¹³ de 2014 (1,8% CVEC vs España: 2,6%) explica esta menor contribución.

Gráfico 3.17
Madrid y España: afiliación media a la Seguridad Social excluyendo CNP (% t/t, CVEC)



Fuente: BBVA Research a partir de Seguridad Social

Gráfico 3.18
Madrid y España: crecimiento y contribución sectorial a la afiliación: ene-sept 14 (a/a; %);¹⁴



Fuente: BBVA Research a partir de Seguridad Social

¹² La hostelería reflejó un crecimiento de 0,1 p.p. entre enero y septiembre de este año en relación al mismo periodo del año anterior mientras que en España esta contribución fue de 0,4 p.p.

¹³ Últimos datos disponibles.

¹⁴ Excluyendo Régimen Especial Agrario y Régimen del Hogar. Se han agrupado los distintos sectores Nace-2 para simplificar el análisis del gráfico: Servicios Privados incluye los sectores Comercio, Transporte, Hostelería, Información y Comunicación, Actividades Financieras y de Seguros, Actividades Inmobiliarias, Actividades profesionales y Actividades Administrativas; Servicios Sociales y Públicos incluyen Agua y Residuos, Administración Pública, Defensa y Seguridad Social, Educación y Actividades Sanitarias.

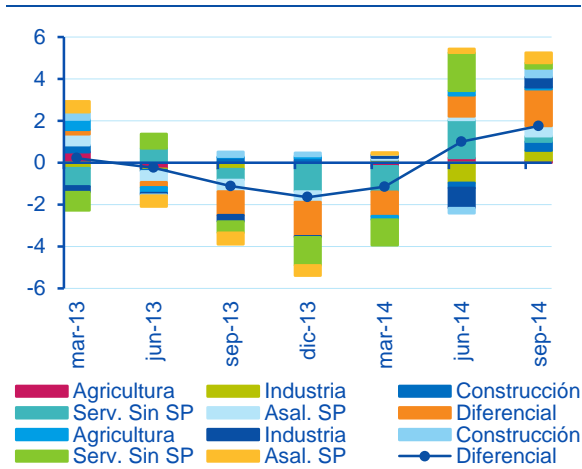
Los datos de la Encuesta de Población Activa (EPA) reflejan un diferencial de crecimiento positivo para la región en los tres primeros trimestres de 2014 (1,0% vs 0,5% t/t CVEC en promedio trimestral). Al igual que ocurre con la afiliación, el empleo disminuyó su ritmo de destrucción a medida que avanzaba 2013 aunque, en este caso, los datos no han reflejado una creación de empleo hasta el segundo trimestre de 2014 (cuarto de 2013 en España). Sin embargo, desde el segundo trimestre, la aceleración en la creación de empleo ha sido más intensa en Madrid que en el conjunto de España, mostrando crecimientos en la ocupación considerablemente mayores, lo que explica el diferencial promedio generado. Así, el número de ocupados se situó en el tercer trimestre de 2014 en 2.746 mil personas (CVEC), un 12,5% menos que al comienzo de la crisis frente al 16,1% de España¹⁵. El menor ajuste relativo en Madrid en los tres primeros trimestres de 2014 se explica por un mejor comportamiento relativo promedio de todos los sectores a excepción del industrial, como ocurre en la afiliación (véase el Gráfico 3.19).

El crecimiento de la ocupación en el promedio de los tres primeros trimestres de 2014 se vio apoyado por la caída de la población activa (-0,2%, vs -0,3% en España, promedio trimestral CVEC), dando lugar a una intensa caída del número de parados EPA del 5,2% CVEC en promedio. Como resultado de esta evolución en lo que llevamos de 2014, la tasa de paro cerró el tercer trimestre del año en el 17,5% CVEC, 6,6 p.p. menos que el conjunto de España.

Por último, la caída del número de desempleados inscritos en el Servicio Público de Empleo Estatal (SEPE) también es mayor en Madrid que en el conjunto de España en el promedio de tres primeros trimestres del año (-1,8% vs -1,5% CVEC). Además, los últimos datos disponibles apuntan a que el paro continuará cayendo más en la región en el último trimestre del año (véase el Gráfico 3.20) en línea con las señales lanzadas por el resto de indicadores del mercado laboral.

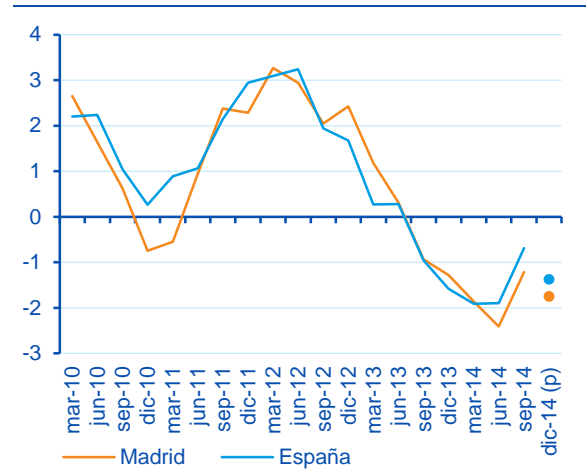
En definitiva los indicadores del mercado laboral reflejan una recuperación del empleo que, siendo similar en Madrid y en España con los datos hasta el tercer trimestre de 2014, sí tiene perspectivas de acelerarse más en la parte final del año. Esto viene soportado por las mejores perspectivas existentes para la región en relación al conjunto de España. Así, la mejora del empleo debería continuar en próximos trimestres, ganando en intensidad a medida que se avance en la corrección de los desequilibrios internos y que la actividad vaya ganando tracción.

Gráfico 3.19
Madrid y España: diferencial de crecimiento y de contribución en la ocupación por sectores (p.p.)



Fuente: BBVA Research a partir de INE

Gráfico 3.20
Madrid y España: paro registrado (% t/t, CVEC)



Fuente: BBVA Research a partir de MINECO

15: Se toma como trimestre orientativo marzo de 2008.

Escenario 2014-2015

Se mantiene un diferencial de crecimiento positivo para la región

Como se adelantaba en la introducción de esta sección, se confirma el escenario planteado en el último número del Situación Madrid para la economía regional. Con el conjunto de información disponible a cierre de esta edición, la incipiente mejora anunciada en aquel entonces, se está consolidando en la segunda parte del año. En particular, tanto la Encuesta BBVA de Actividad Económica¹⁶ como el MICA-BBVA Madrid (véase el Gráfico 3.1) estiman que el crecimiento ha continuado a ritmos similares a los de trimestres anteriores. **Como consecuencia, se espera que el PIB aumente en torno al 1,7% en Madrid en 2014, frente al 1,3% del conjunto de España.**

Detrás de esta previsión se encuentran varios factores. En primer lugar, **Madrid retomará la senda del crecimiento en 2014 a pesar de la fuerte contracción que han experimentado las exportaciones de bienes al extranjero en el primer semestre del año.** Detrás de esta caída se encuentran las menores ventas al exterior debido al efecto base generado por la venta de aeronaves producida en 2013, pero también como consecuencia de la reducción en la venta de medicamentos a la UE-27 y, particularmente, a Francia y Países Bajos. Sin embargo, los últimos datos disponibles confirman un **nuevo repunte de las ventas al exterior en el tercer trimestre del año que podría continuar, apoyado en la progresiva dinamización de los principales socios comerciales de la región,** aun siendo ésta inferior a la inicialmente prevista. Además, este mal comportamiento en las exportaciones de bienes se ve parcialmente compensado por el **dinamismo de parte de las exportaciones de servicios.** Así, tras dos años de importantes caídas, el sector turístico regional vuelve a experimentar un importante crecimiento, convirtiéndose en uno de los motores de la economía regional.

En segundo lugar, los datos disponibles hasta el mes de agosto muestran un déficit autonómico superior en más de 2 décimas al existente en la misma fecha de 2013. Este incremento, basado en una relajación de la política de gasto regional, supone un impulso fiscal que compensa parte del mal comportamiento de las exportaciones de bienes. En todo caso, el deterioro de las finanzas autonómicas es marginal, por lo que, de momento, no pone en riesgo el cumplimiento del objetivo de déficit de 2014.

En tercer lugar, la demanda interna ha proseguido con su proceso de recuperación. Por un lado, el consumo privado ha continuado acelerándose apoyado en la disminución de la incertidumbre y en los incentivos fiscales. Por el otro, el sector inmobiliario ha confirmado el cambio de tendencia apuntado en el anterior número de esta publicación, lo que supone que, no sólo habría dejado de contribuir negativamente al crecimiento, sino que incluso podría mostrar una ligera contribución positiva ya en 2014.

En resumen, la economía madrileña ha consolidado el crecimiento anunciado en el anterior número de esta publicación, lo que supone que, tras mostrar un comportamiento similar al del conjunto de España en 2013, la economía regional volverá a crecer por encima del promedio nacional en 2014. Este mayor crecimiento estará apoyado en el buen comportamiento del sector turístico, en el incremento del gasto público superior al inicialmente previsto y en la mayor contribución de la demanda interna gracias a la menor acumulación de desequilibrios (y a su corrección más intensa), que drenan menos crecimiento de la misma.

Hacia delante, la actividad continuará acelerándose hasta el 2,5% en 2015 (véase el Gráfico 3.21). Pero, nuevamente, varios factores inciden sobre este crecimiento del PIB, algunos de ellos, novedosos. **En primer lugar, aunque la actividad en la UEM se acelera, lo hará con un ritmo menos intenso del esperado hace 3 meses.** De acuerdo con las estimaciones realizadas a través del modelo BBVA RVAR¹⁷

16: Véase Recuadro 1: Encuesta BBVA de Actividad Económica en Madrid.

17: Para más información, véase Situación España del cuarto trimestre de 2014, disponible aquí: <https://www.bbvaesearch.com/public-compuesta/situacion-espana-cuarto-trimestre-2014/>

una reducción de 1% en el PIB de la UEM se ha trasladado a Madrid en el pasado, en media, con una elasticidad cercana a la unidad (0,9 p.p.). Por tanto, dada la revisión de 0,6 p.p. que ha hecho BBVA Research de su previsión de crecimiento del PIB de la UEM, esto generaría un sesgo a la baja sobre el PIB regional de 0,45 p.p.

En segundo lugar, y en respuesta a las menores expectativas de crecimiento para Europa, **el BCE ha puesto en marcha una política monetaria más agresiva**, que incluye medidas de expansión y estímulo del crédito. Como consecuencia, se está asistiendo a una disminución de los tipos de interés a los que se financian empresas y consumidores. Esto genera una reducción en el diferencial que mantenían y por el que, dada la fragmentación financiera de la UEM, se veían penalizados, en relación a sus competidores. En conjunto, la bajada de tipos de interés supone un apoyo adicional para la recuperación de la demanda interna. Pero las medidas puestas en marcha también están generando una depreciación del tipo de cambio euro/dólar que se prevé sea, en promedio, cercana al 10% entre 2014 y 2015. Como resultado, el modelo BBVA RVAR estima que una disminución en el tipo de cambio de esta magnitud podría impulsar el PIB regional en torno a 0,4 p.p. Por tanto, existe la posibilidad de que la política monetaria compense, al menos en parte, el estancamiento que en estos momentos se observa en las economías de la UEM.

En tercer lugar, la política fiscal dejará atrás el tono contractivo e incluso podría llegar a ser expansiva en 2015, debido a una menor necesidad de implementar medidas para cumplir con los objetivos fijados, dada la recuperación que se observa y la reducción de los tipos de interés. Lo anterior, de hecho, permitirá que se produzcan rebajas impositivas en el IRPF, tanto en su tramo autonómico como en el estatal. Esto último tendrá un impacto positivo sobre la renta bruta disponible de las familias, lo que generará un efecto diferencialmente positivo en el consumo y, por tanto, en la recuperación de la demanda interna regional frente a aquellas comunidades incumplidoras y con menor margen para realizar políticas fiscales expansivas. Con todo, dado el incremento esperado de los ingresos fiscales como consecuencia de la recuperación económica, no se espera que las rebajas impositivas previstas supongan un problema insalvable para el cumplimiento del objetivo de déficit en 2015. A expensas de las medidas que sea necesario implementar para garantizar el cumplimiento del déficit en el presente año, el cumplimiento del objetivo de sostenibilidad en 2015 es compatible con la reducción en el IRPF anunciada hasta la fecha. Este es, por tanto, uno de los factores que apoya el diferencial de crecimiento frente al resto de España.

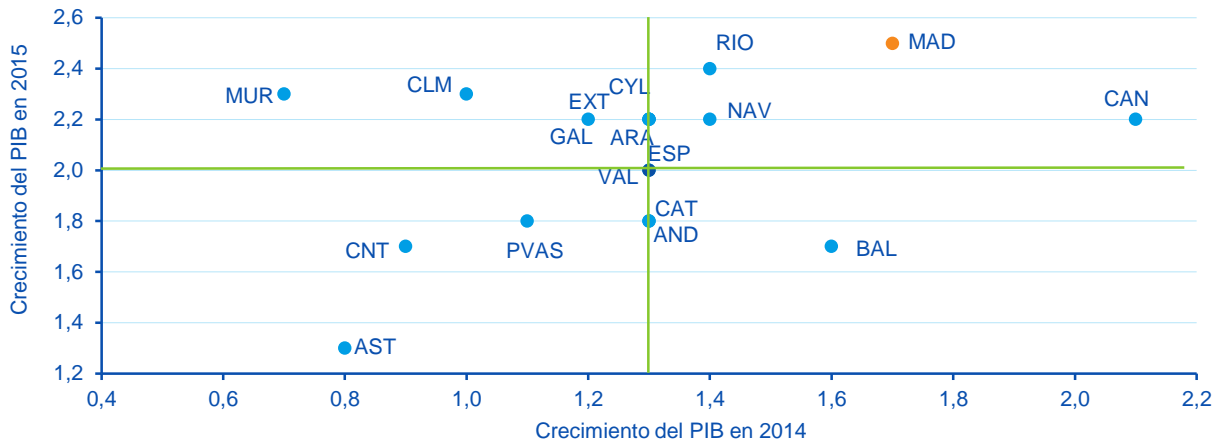
Por último, el avance en la corrección de los ajustes en marcha también supone una reducción de las limitaciones al crecimiento de la demanda interna y, además, en mayor medida que en buena parte del resto de CC.AA. En particular, como ya se ha comentado, el sector inmobiliario podría volver ya a contribuir positivamente al crecimiento. La corrección de la sobreoferta, la recuperación de la renta disponible y de la confianza, la estabilidad financiera y el retorno del crédito apoyan la recuperación del sector residencial en los próximos trimestres. Tanto el comportamiento de la inversión residencial como el de otras construcciones propiciarán que la inversión en construcción pase de drenar a aportar moderadamente al crecimiento en la economía de la región en los próximos trimestres.

En conjunto, Madrid volverá a crecer por encima de la media española en 2015, acelerando el diferencial hasta las cinco décimas. El mejor comportamiento de la economía regional se asienta en una inercia más positiva desde el inicio de la crisis, lo que se ha trasladado en un menor ajuste durante el periodo 2007-2013, y en una salida de la recesión más intensa que se espera que se mantenga en 2015. Además, el efecto de las menores expectativas de crecimiento para la UEM tendrá un impacto prácticamente neutro sobre la economía regional gracias a la depreciación del tipo de cambio, como se comenta en el Recuadro 2 de esta publicación. Esto supone un elemento diferencial positivo frente a aquellas comunidades con un mayor grado de dependencia del comercio con Europa. Pero también los menores desequilibrios generados antes y durante la crisis, y una recuperación más intensa que ha significado la práctica finalización de algunos de ellos, como el fiscal o el inmobiliario, garantizan una

contribución más intensa de la demanda interna regional. Por último, los incrementos de producción esperados en algunos sectores importantes para la economía regional como el de automoción, con aumentos en las plantas de fabricación ante la creciente demanda por la extensión al resto de Europa de los modelos producidos, o el aeroespacial, con la presencia de las principales empresas del sector en la región, generan perspectivas de una nueva dinamización del sector exportador de bienes.

Gráfico 3.21

CC.AA.: crecimiento del PIB en 2014 y 2015



Fuente: BBVA Research

Recuadro 1. Encuesta BBVA de Actividad Económica en Madrid. Tercer trimestre de 2014

La Encuesta realizada por BBVA a los empleados de su red en Madrid refleja que la actividad volvió a mejorar en el tercer trimestre de 2014, y las perspectivas apuntan a que continuará haciéndolo en el próximo. Así, por primera vez desde su puesta en marcha en 2T10, la encuesta acumula seis trimestres con resultados positivos¹⁸ (véase el Gráfico R1.1). El saldo de respuestas sobre la evolución de la actividad en el trimestre¹⁹ (+22 p.p.)²⁰ se sitúa en máximos, lo que corrobora la visión positiva sobre el comportamiento de la economía. Además, las perspectivas para el cuarto trimestre de 2014 se mantienen en saldos positivos y similares a los del trimestre anterior, por lo que es de esperar que la economía continúe con el dinamismo actual en el último trimestre del año.

En términos generales, los indicadores del sector terciario, el más relevante para la economía madrileña, son los que muestran una señal más positiva en la región. El buen comportamiento del turismo y del sector servicios, tanto en empleo, como se comentaba en el anterior número de esta publicación, como en inversión, hace que éstos indicadores se encuentren entre los mejor valorados. Pero también las exportaciones se mantienen claramente en positivo, aunque pierden dinamismo en relación al trimestre anterior. Además, es importante destacar que todos los indicadores reflejan ya saldos de respuestas extremas positivas y, sólo en el caso de la inversión en el sector primario, es neutro. Además, destaca la mejora que ha experimentado la inversión en nueva construcción desde el trimestre anterior (+20 p.p.), y que supone una innovación en relación a la opinión que los encuestados reflejaron en el anterior número del Situación Madrid: ha pasado de estar entre los indicadores que se aproximaban a la estabilidad (pero sin lograrla todavía) a encontrarse entre los mejor valorados.

Por tanto, no cabe hablar, como en otras ocasiones, de los indicadores más negativos y sí de los menos positivos que, en este caso, continúan siendo la citada inversión en el sector primario junto a la inversión en el sector industrial y el empleo en construcción. En cualquier caso, el nivel de pesimismo existente entre los indicadores menos valorados se reduce drásticamente respecto a la situación de hace un año (véase Cuadro R1.1) pero también respecto al anterior número de esta publicación.

En el corto plazo, la visión de los encuestados refleja que **la recuperación continuará durante el cuarto trimestre.** Así, las perspectivas para el cuarto trimestre continúan en positivo: el 55% de los encuestados opina que la actividad mejorará en 4T14 (saldo: +51 p.p., véase el Gráfico R1.1). Nótese que existe una clara correlación entre los resultados de la encuesta y la evolución del PIB, como se refleja en el Gráfico R1.2, lo que conforma a la encuesta como un buen predictor de la actividad económica.

En definitiva, la Encuesta BBVA de Actividad Económica en Madrid confirma que, en la segunda parte de 2014, la economía mantiene el tono positivo y, para el cuarto trimestre, se espera un comportamiento similar al observado en el tercero. Con todo, algunas respuestas muestran una señal algo menos optimista que en el trimestre anterior, lo que podría responder al aumento de la incertidumbre que se observa en otros indicadores.

En conjunto, los resultados mostrados por la encuesta este trimestre continúan siendo consistentes con el escenario de BBVA Research, esto es, con una contribución al crecimiento cada vez más positiva por parte de la demanda interna y un sector exterior que continúa dinámico, aunque la fortaleza del mismo parece provenir más del turismo que de las ventas de bienes al exterior.

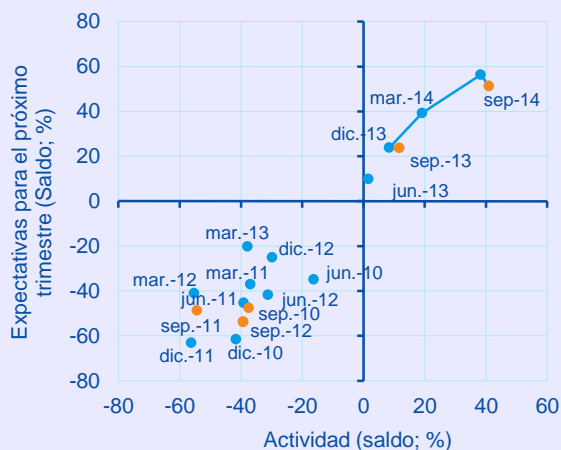
18: Para más detalles sobre el funcionamiento de la Encuesta, véase Situación España Recuadro 1, Encuesta BBVA de Actividad Económica. Una herramienta de seguimiento temprano del pulso de la economía. Situación España, 2º trimestre de 2014, disponible aquí:

<https://www.bbvarsearch.com/public-compuesta/situacion-espana/>

19: El saldo de respuestas extremas se obtiene como diferencia entre el porcentaje de respuestas de los usuarios que consideran que la actividad evolucionó al alza menos los que consideran que lo hizo a la baja.

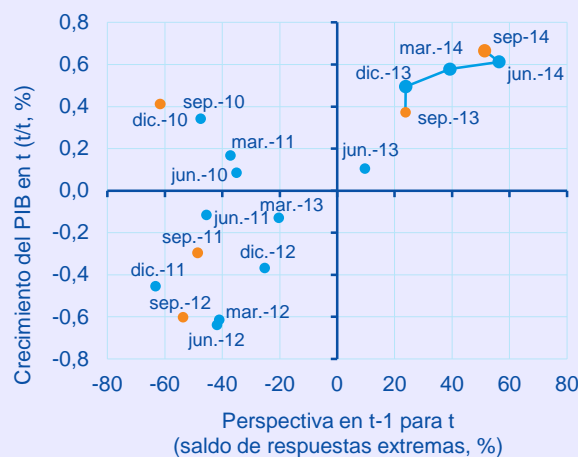
20: Los datos recopilados en la encuesta BBVA de Actividad Económica son brutos, por lo que podrían reflejar cierto componente estacional. La ausencia de una serie histórica suficientemente larga impide la corrección de variaciones estacionales y de calendario.

Gráfico R.1.1
Madrid: evolución de la actividad económica y las expectativas. Saldos de respuestas extremas (%)



Fuente: BBVA

Gráfico R.1.2
Madrid: crecimiento trimestral del PIB según MICA BBVA y perspectivas de actividad económica según la Encuesta BBVA de Actividad



Fuente: BBVA

Cuadro R.1.1
Encuesta de Actividad Económica. Resultados generales de MADRID

(% de respuestas)	3er Trimestre 2014				2º Trimestre 2014				3er Trimestre 2013			
	sep-14	Aumenta	Estable	Baja	Saldo	Aumenta	Estable	Baja	Saldo	Aumenta	Estable	Baja
Actividad Económica	47	47	6	41	44	50	6	38	23	66	11	12
Perspectiva para el próximo trimestre	55	41	4	51	60	37	3	56	34	56	10	24
Producción industrial	27	68	5	23	35	61	4	31	16	73	12	4
Cartera de pedidos	42	52	5	37	42	50	7	35	23	60	17	6
Nivel de estocs	21	73	5	16	18	75	7	11	9	79	12	-3
Inversión en el sector primario	2	95	3	-1	4	92	5	-1	7	87	6	1
Inversión industrial	11	84	6	5	10	82	7	3	9	76	15	-6
Inversión en servicios	44	50	7	37	46	47	7	40	30	55	15	15
Nueva construcción	41	51	8	33	26	62	13	13	9	58	33	-24
Empleo industrial	15	81	4	11	16	77	6	10	8	74	18	-10
Empleo en servicios	43	51	6	36	53	42	4	49	29	55	16	13
Empleo en construcción	15	74	11	5	11	79	10	1	3	61	36	-33
Precios	6	79	15	-9	6	81	13	-7	19	66	15	4
Ventas	42	48	10	32	40	55	6	34	14	59	26	-12
Turismo	49	48	3	46	53	44	3	50	31	55	14	16
Exportaciones	27	67	5	22	35	62	4	31	41	55	4	37

(*) Saldo de respuestas extremas
Fuente: BBVA Research

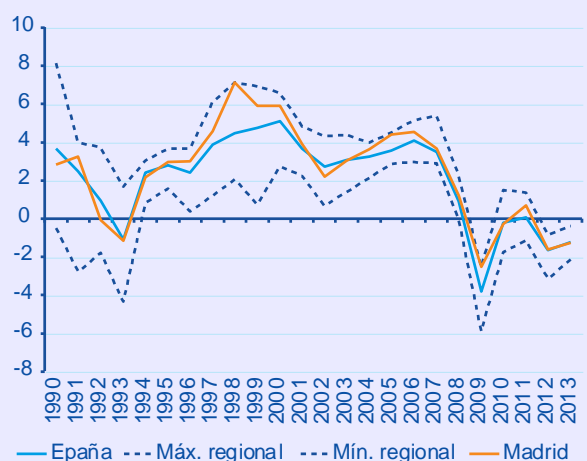
Recuadro 2. ¿Cuál es la sensibilidad de la Comunidad de Madrid al ciclo europeo? Un análisis utilizando el modelo BBVA-RVAR²¹

Introducción

En las tres décadas previas al año 2007, la economía madrileña experimentó un crecimiento sostenido que, en media, superó el 2,5% anual. Pese a este periodo de bonanza económica, **la actividad doméstica se vio afectada por diferentes eventos exógenos que impactaron con distinta intensidad en la Comunidad de Madrid, así como por factores idiosincráticos propios de la región** (véase el Gráfico R.2.1).

Gráfico R.2.1

Madrid y España: crecimiento anual del PIB (a/a, %)



Fuente: BBVA Research a partir de INE

El objetivo de este recuadro es tratar de cuantificar los impactos de algunos de estos eventos sobre el crecimiento, así como ayudar a explicar una parte de la heterogeneidad que se observa a nivel regional. En este contexto, se requieren herramientas estadísticas que permitan capturar en detalle el patrón de interrelaciones económicas entre las distintas regiones de la economía española y Europa. Para ello, **este trabajo introduce una nueva herramienta macroeconómica de naturaleza multirregional (BBVA-RVAR)** que permite, entre otras utilidades, cuantificar los efectos y la transmisión de los *shocks* generados, tanto a nivel

europeo como nacional, o los originados dentro de las propias comunidades autónomas, haciendo uso del componente espacial/comercial entre regiones.

Lo anterior resulta especialmente importante, sobre todo en un entorno que, como se explica en la Sección 2 de esta publicación, apunta a una desaceleración de la actividad en el conjunto de la UEM. Los resultados señalan que, en el corto plazo, **una disminución de 1,0 p.p. en el PIB europeo, se traduce en una caída de un 0,9 p.p. en el PIB madrileño**. En sentido opuesto, **una depreciación del 10% del tipo de cambio euro/dólar, podría contribuir en 0,4 p.p. al crecimiento del PIB regional**. Estas elasticidades se muestran en línea con las estimadas para el agregado nacional, donde ambos eventos tendrían un impacto de -0,9 p.p. y +0,5 p.p. respectivamente. Finalmente, se observa que, en ambos casos, el grado de apertura comercial puede introducir cierta heterogeneidad en el impacto medio esperado de los *shocks* a nivel autonómico. En particular, Madrid presenta una apertura comercial (de bienes) ligeramente inferior a la media, lo que podría estar detrás de unos impactos marginalmente menores a los esperados para el agregado nacional.

Las siguientes secciones introducen una breve síntesis de la metodología utilizada para, a continuación, presentar los resultados. El recuadro concluye con propuestas sobre algunos de los factores que podrían estar detrás de la heterogeneidad que se observa como respuesta a los diversos *shocks*.

Metodología y relación con la literatura

El modelo utilizado para el análisis de la interdependencia de Madrid con el resto de comunidades autónomas aprovecha los avances recientes en la metodología de

21: Para un análisis más detallado, véase Situación España Cuarto Trimestre 2014, disponible en: <https://www.bbva-research.com/public-compuesta/situacion-espana-cuarto-trimestre-2014/>

estimación de modelos macroeconómicos a escala global y más específicamente los desarrollos metodológicos asociados a los modelos de Vectores Autorregresivos Globales (GVARs por sus siglas en inglés) introducidos por Pesaran, Schuermann y Weiner (2004) y Dees, Di Mauro, Pesaran y Smith (2005). Más concretamente, el BBVA-RVAR es un modelo de Vectores Autorregresivos Multirregional de periodicidad trimestral²² que, cubriendo la muestra 1980-2013, captura la interrelación del crecimiento del PIB y la variación del tipo de cambio real de cada una de las CC.AA. españolas y la UE sirviéndose de las relaciones comerciales bilaterales²³. Los modelos individuales son posteriormente acoplados de manera consistente y cohesiva para generar pronósticos y simulaciones para todas las variables de manera simultánea. Finalmente, mediante la agregación de los resultados regionales, se captura la interacción del conjunto de la economía española²⁴.

En la literatura económica puede encontrarse abundante información relacionada con el análisis de las transmisiones de los ciclos económicos globales y nacionales²⁵, destacando el rol de la economía estadounidense como principal exportador neto de *shocks* al resto del mundo. No obstante, **sigue existiendo una carencia de este tipo de análisis que estudien la transmisión de dichos shocks a las distintas economías regionales** (o a escala intranacional). Por tanto, en relación a la literatura previa, este trabajo trata de contribuir en varios aspectos.

En primer lugar, **se propone una adaptación de los modelos autorregresivos globales al análisis de la economía regional** en línea a lo planteado por Vansteenkiste (2006) para el mercado inmobiliario estadounidense y Ramajo et al. (2013) para los flujos de capital en España. No obstante, el presente ejercicio se centra en las principales variables macroeconómicas (actividad y precios), manteniendo el esquema de Pesaran, Schuermann y Weiner (2004) y Pesaran et al. (2005) adaptado a una óptica regional.

La segunda característica distintiva del presente ejercicio es la **utilización de las matrices de comercio inter-regional de bienes**²⁶ como base de la solución del problema de **sobreidentificación** que plantea la estimación de estos modelos frente a la utilización de matrices espaciales en Vansteenkiste (2006) y de elaboración propia en Ramajo et al. (2013). En línea con Baxter y Kouparitsas (2004) se encuentra que el comercio bilateral ofrece los resultados más robustos.

En tercer lugar, **se profundiza en la obtención de resultados basados en las funciones de impulso respuesta y se incorporan ejercicios de pronósticos**. El primero de ellos puede obtenerse desde una perspectiva de ortogonalización del *shock* (OIRF) o desde la perspectiva de las funciones de impulso respuesta generalizadas (GIRF)²⁷ propuestas por Koop et al. (1996) y desarrolladas posteriormente por Pesaran y Shin (1998) para modelos VAR. Por su parte, los pronósticos pueden (o no) ser condicionados a distintos escenarios de la economía española y/o

22 El PIB regional es publicado por el Instituto Nacional de Estadística (INE) desde 1980 con una periodicidad anual. En aras de aumentar la capacidad explicativa del modelo y captar los shocks de más corto plazo, se propone una desagregación temporal de las series mediante un modelo de factores dinámicos (DFM) en línea con lo propuesto por Camacho y Domenech (2010) para el modelo MICA-BBVA. Para una información más detallada véase "MICA-BBVA: A Factor Model Of Economic and Financial Indicators for Short-term GDP Forecasting" disponible en <https://www.bbva-research.com/en/publicaciones/mica-bbva-a-factor-model-of-economic-and-financial-indicators-for-short-term-gdp-forecasting/>

23 Esta metodología, adoptada en la construcción de los modelos de vectores autorregresivos globales (GVARs) propuesta por Hashen Pesaran, Til Schuermann y Scott Weiner (2004), resuelve el problema de "sobrepesamiento" que a priori presentan estos modelos, al mismo tiempo que permite un marco flexible para el uso en multitud de aplicaciones.

24 Para un análisis más detallado, véase Cardoso-Lecourtois, Méndez-Marcano y Ruiz-Sánchez (2014): "BBVA-RVAR: A Multi-Regional Vector Autoregressive Model for Spain", (pendiente de publicación).

25 A modo ilustrativo, véanse: Euro Area Policies: Spillover Report for the 2011 Article IV Consultation and Selected Issue, IMF Country Report No. 11/185 y Menzie D Chinn (2013): Global spillovers and domestic monetary policy, BIS Working Papers, No 436.

26 Debido a la inexistencia de registros de exportaciones de servicios a nivel regional, los datos utilizados se restringen al comercio de bienes, lo que podría ocasionar problemas de infraestimación en aquellas regiones donde el peso de las exportaciones de servicios sea significativo.

27 La metodología de funciones de impulso respuesta generalizadas (GIRF) propuesta por Koop et al. (1996) son una alternativa a las funciones de impulso respuestas ortogonalizadas (OIRF) de Sims (1980). Mientras que las OIRF requieren que las impulso respuestas sean computadas respecto a una serie de shocks ortogonalizados, las GIRF consideran shocks a los errores individuales e integra los efectos de los otros shocks usando la distribución observada de todos ellos sin necesidad de ortogonalización. De este modo, en contraposición a las OIRF, las GIRF no varían ante cambios en la ordenación de exogeneidad de variables y regiones, lo que, dado las características del modelo, supone un marco ideal para analizar los shocks del conjunto de la economía española.

europea permitiendo la posibilidad de obtener escenarios de riesgo a nivel de comunidades autónomas siguiendo la metodología propuesta por Doan, Litterman y Sims (1984)²⁸.

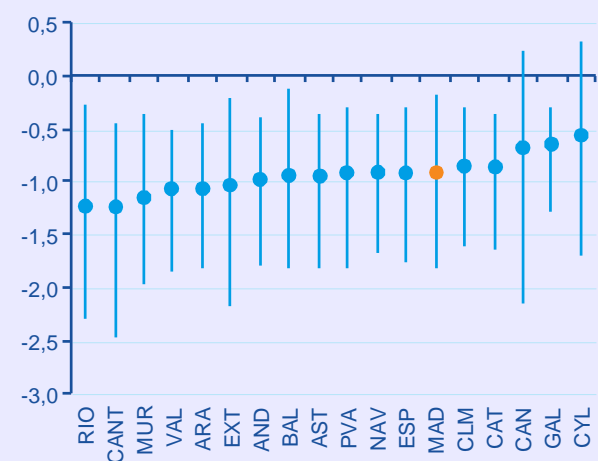
Resultados

Esta sección emplea el modelo BBVA-RVAR para evaluar la evolución esperada del PIB madrileño ante diferentes eventos.

Concretamente, se presentan dos ejercicios que tratan de cuantificar, a partir de las OIRF, el impacto de una desaceleración de la actividad en Europa y de una depreciación del euro sobre la economía madrileña.

En primer lugar, el gráfico R.2.2 muestra el impacto anual acumulado sobre el crecimiento de la actividad económica española de un hipotético escenario donde el PIB en la UEM creciera un 1% menos de lo esperado. **La elasticidad del PIB madrileño respecto a una revisión en el escenario europeo se presenta cercana a la unidad**, con un intervalo de confianza (al 90%) comprendido entre el 0,2 y el 1,8. Este resultado está en línea con el esperado para el agregado nacional (0,9 p.p.), aunque la estimación muestra un intervalo de confianza algo más amplio (para España el intervalo se acota entre el 0,3 y el 1,7).

Gráfico R.2.2
Efecto estimado en el PIB tras 4 trimestres de una revisión del 1% del crecimiento económico de la UEM



Fuente: BBVA Research

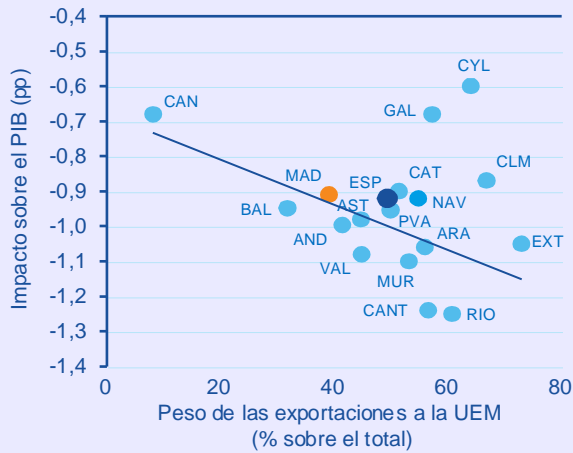
A nivel regional, se encuentra que la diversificación geográfica de las exportaciones²⁹ explica parte de las diferencias entre comunidades. En la Comunidad de Madrid, pese a tener una dependencia comercial de la UEM 10 p.p. inferior a la media española en las transacciones de bienes, la importancia de las exportaciones de servicios, así como diversos efectos de segunda ronda de índole nacional, podrían revelar un impacto medio similar al conjunto de España (véase el Gráfico R.2.3).

28: La metodología propuesta por Doan, Litterman y Sims (1984) proporciona un esquema para la obtención del pronóstico puntual máximo-verosímil sujeto a un escenario dado.

29: Para un análisis más detallado véase el Recuadro 3 del Situación España 1T14 <https://www.bbva.com/publicaciones/situacion-espana-primero-trimestre-2014/>

Gráfico R.2.3

Peso de las exportaciones a la UEM y efecto estimado en el PIB tras 4 trimestres de una revisión del 1% del crecimiento económico de la UEM

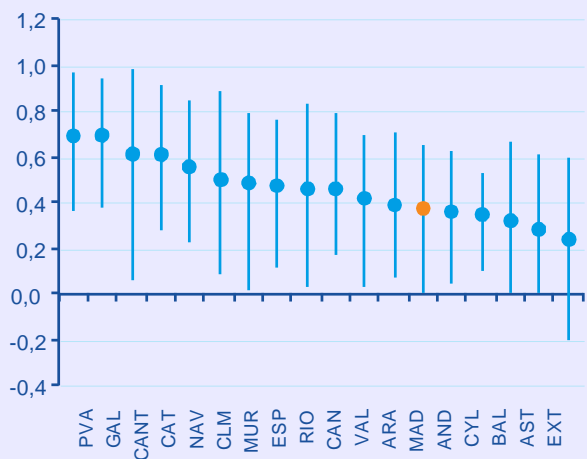


*Se excluyen de la regresión Galicia y Castilla y León
Fuente: BBVA Research a partir de Datacomex

En segundo lugar, el gráfico R.2.4 muestra el impacto en la actividad económica de una depreciación del 10% del valor del euro frente al dólar. Este escenario podría impulsar el PIB madrileño en torno a 0,4 p.p. durante 2015, con un intervalo de confianza (al 90%) comprendido entre el 0,01 y el 0,6.

Gráfico R.1.4

Efecto estimado en el PIB tras 4 trimestres de una depreciación del 10% del tipo de cambio €/€

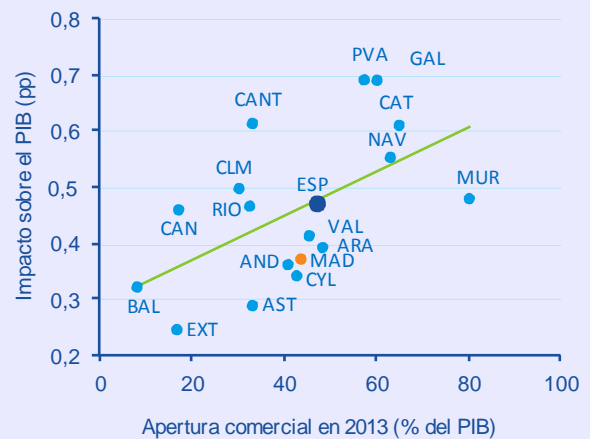


Fuente: BBVA Research

En la medida que la depreciación del tipo de cambio implique unas ganancias de competitividad-precio de los productos locales (sesgando al alza las exportaciones y disminuyendo el atractivo de los productos importados) estos resultados estarían directamente relacionados con el grado de apertura comercial³⁰ de las diferentes regiones (véase el Gráfico R.2.5). De este modo, una apertura comercial (de bienes) 5 p.p. por debajo de la media española podría explicar que la depreciación del euro tenga un impacto esperado una décima inferior al estimado para el agregado nacional (0,5 p.p.).

Gráfico R.2.5

Apertura comercial y efecto estimado en el PIB tras 4 trimestres de una depreciación del 10% del tipo de cambio €/€



Fuente: BBVA Research a partir de Datacomex e INE

Conclusiones

El presente recuadro presenta una herramienta (BBVA-RVAR) capaz de recoger las interrelaciones regionales y cuantificar la transmisión de los shocks, tanto internos como externos, a lo largo de la economía española. Para ello, el BBVA-RVAR propone una adaptación de la literatura existente concerniente a los modelos autorregresivos globales al ámbito del análisis regional de la economía española a la vez que amplía los resultados en términos de ortogonalización de shocks y condicionamiento de los pronósticos a distintos escenarios.

30: Entiéndase apertura comercial como la ratio entre la suma de las exportaciones e importaciones de bienes y el PIB regional

En los resultados de los ejercicios presentados en este recuadro se encuentra que i) **un escenario de menor dinamismo económico en Europa se traslada, en media, con una elasticidad cercana a la unidad al PIB de la Comunidad de Madrid.** En sentido opuesto, ii) **una depreciación del euro tiene un efecto significativo y positivo en la actividad económica madrileña.** Concretamente, una caída de 10 p.p. de su valor frente al dólar tendría un impacto cercano a 0,4 p.p. en el PIB regional. Ante ambos eventos, iii) **la Comunidad de Madrid, muestra unas elasticidades similares al conjunto de España.** No obstante, se observa que iv) **el grado de exposición al sector exterior y su dependencia del comercio con la UE podrían explicar diferencias marginales respecto al agregado nacional y al resto de CC. AA.**

Referencias bibliográficas

BBVA Research (2012): *Situación España. Segundo Trimestre 2012.* BBVA. Madrid. Disponible en: <https://www.bbvaesearch.com/publicaciones/situacion-espana-segundo-trimestre-2012/>

Baxter y Kouparitsas (2005): "Determinants of business cycle comovement: a robust analysis", *Journal of Monetary Economics* 52 (2005) 113-157

Cardoso-Lecourtois, Méndez-Marcano y Ruiz-Sánchez (2014): "RVAR: A Multi-Regional Vector Autoregressive Model for Spain", (pendiente de publicación).

Clarida y Galí (1994): "Sources of real exchange rate fluctuations: How important are nominal shocks?" NBER Working Paper Series, No 4658.

Dees, Di Mauro, Pesaran y Smith (2005): "Exploring the international linkages of the euro area: a Global VAR Analysis", ECB Working paper Series No. 568.

Dewachter, Houssa y Toffano (2010): "Spatial Propagation of Macroeconomic Shocks in Europe", Katholieke Universiteit Leuven, Discussions Paper Series (DPS), No. 10.12

Doan, Litterman y Sims (1984): "Forecasting and Conditional Projection Using Realistic Prior Distributions", *Econometric Reviews*, Vol.3, No.1, 1-100.

Koop, Pesaran y Potter (1996): "Impulse response Analysis in Nonlinear Multivariate Models", *Journal of Econometrics*, Vol. 74, 119-147.

Pesaran y Shin (1998): "Generalized Impulse Response Analysis in Linear Multivariate Models", *Economic Letters*, Vol. 58, 17-29.

Pesaran, Schuermann y Weiner (2004): "Modelling Regional Interdependencies Using a Global Error-Correcting Macroeconomic Model", *Journal of Business and Economic Statistics*, Vol.22, No. 2, 2004)

Ramajo, Marquez y Hewings (2013): "Does Regional Public Capital Crowd Out Regional Private Capital? A Multiregional Analysis for the Spanish Regions", *Estadística Española*, Vol. 55, No. 180.

Vansteenkiste (2007): "Regional Housing Market Spillovers in the US", ECB Working Paper Series No. 708.

4 Tablas

Cuadro 4.1

Principales indicadores de coyuntura de la economía de Madrid

	2013 (%)		Crecimiento medio desde principio de año (a/a)		Último dato (m/m, %, CVEC)		
	Madrid	España	Madrid	España	Madrid	España	Último mes
Ventas Minoristas	-4,2%	-3,9%	-1,2%	0,3%	1,9%	0,0%	sep-14
Matriculaciones	-2,0%	4,1%	13,0%	16,8%	8,5%	1,4%	sep-14
IASS	-2,3%	-2,1%	1,0%	2,1%	0,6%	0,2%	ago-14
Viajeros Residentes (1)	-6,9%	-1,1%	12,7%	4,4%	-6,3%	0,0%	sep-14
Pernoctaciones Residentes (1)	-5,7%	-1,4%	14,2%	3,5%	-6,8%	0,0%	sep-14
IPI	-2,7%	-1,7%	-1,8%	1,4%	0,4%	0,4%	ago-14
Visados de Viviendas	-5,1%	-22,4%	25,5%	1,5%	-0,7%	13,1%	jul-14
Transacciones de viviendas	2,3%	-2,2%	7,8%	-2,5%	-1,1%	-4,5%	ago-14
Exportaciones Reales (2)	12,5%	3,8%	-10,5%	1,9%	8,8%	-0,5%	ago-14
Importaciones	-6,1%	-3,0%	3,0%	5,8%	1,1%	-32,1%	ago-14
Viajeros Extranjeros (3)	-5,9%	3,3%	11,1%	4,3%	1,5%	-0,2%	sep-14
Pernoctaciones Extranjeros (3)	-3,5%	3,8%	11,2%	2,6%	4,8%	0,3%	sep-14
Afiliación a la SS	-2,5%	-3,1%	1,3%	1,3%	0,1%	0,2%	sep-14
Paro Registrado	4,2%	2,6%	-5,6%	-5,5%	-0,9%	-0,5%	sep-14

(1) Residentes en España (2) Exportaciones de bienes (3) No Residentes en España.

Fuente: BBVA Research a partir de INE, MFOM, MEH y MITYC

Cuadro 4.2

UEM: previsiones macroeconómicas (Tasas de variación anual en %, salvo indicación contraria)

Actividad	2011	2012	2013	2014	2015
PIB real (a/a %)	1,7	-0,7	-0,4	0,8	1,3
Consumo					
Consumo privado	0,2	-1,3	-0,6	0,7	1,3
Consumo público	-0,2	-0,2	0,2	0,9	0,4
Formación Bruta de Capital	1,5	-3,2	-2,4	0,6	1,8
Demanda Interna (contribución al crecimiento)	0,7	-2,1	-0,8	0,8	1,1
Exportaciones	6,7	2,6	2,1	3,7	5,1
Importaciones	4,4	-1,0	1,2	4,1	5,2
Demanda Externa (contribución al crecimiento)	1,0	1,4	0,4	0,0	0,2
Mercado de trabajo					
Empleo a/a%	0,4	-0,7	-0,8	0,5	0,6
Tasa de paro (% población activa)	10,1	11,3	11,9	11,6	11,4
Sector exterior					
Balanza por Cuenta Corriente % PIB	0,1	1,4	2,3	2,2	2,1
Saldo Fiscal % PIB	-4,1	-3,6	-2,9	-2,8	-2,6
Precios					
IPC , %, promedio	2,7	2,5	1,4	0,5	1,0
IPC subyacente, % , promedio	1,7	1,8	1,3	0,9	1,0
Tipo de cambio					
Tipo de cambio (frente USD), promedio	1,39	1,29	1,33	1,33	1,19
Tipo de cambio (frente USD), final de periodo	1,32	1,31	1,37	1,23	1,20
Tipo de interés					
Tipo oficial (REPO), promedio	1,25	0,88	0,55	0,16	0,05
Tipo oficial (REPO), final de periodo	1,00	0,75	0,25	0,05	0,05

Fecha cierre de previsiones: 30 de octubre de 2014.

Fuente: organismos oficiales y BBVA Research

Cuadro 4.3

Previsiones Macroeconómicas: Producto Interior Bruto

(Fin de periodo, tasa interanual, %)	2011	2012	2013	2014	2015
Estados Unidos	1,6	2,3	2,2	2,0	2,5
Eurozona	1,6	-0,6	-0,4	0,8	1,3
Alemania	3,7	0,6	0,2	1,3	1,4
Francia	2,1	0,4	0,4	0,4	1,1
Italia	0,6	-2,4	-1,8	-0,3	0,8
España	-0,6	-2,1	-1,2	1,3	2,0
Reino Unido	1,1	0,3	1,7	3,1	2,7
América Latina *	4,1	2,6	2,4	0,9	1,8
México	4,0	3,7	1,3	2,5	3,5
Brasil	2,7	1,0	2,5	0,2	1,3
EAGLES **	7,0	5,4	5,3	4,9	5,3
Turquía	8,8	2,1	4,1	2,5	3,9
Asia-Pacífico	6,1	5,2	5,2	5,0	5,2
Japón	-0,5	1,5	1,5	1,1	1,3
China	9,3	7,7	7,7	7,2	7,0
Asia (exc. China)	3,8	3,5	3,4	3,5	3,9
Mundo	4,1	3,4	3,2	3,2	3,7

* Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú, Venezuela.

** Brasil, China, India, Indonesia, México, Rusia, Turquía.

Fecha cierre de previsiones: 30 de octubre de 2014.

Fuente: BBVA Research

Cuadro 4.4

Variables financieras

Tipos de Interés Oficiales (Final período)	2011	2012	2013	2014	2015
Estados Unidos	0,25	0,25	0,25	0,25	0,50
Eurozona	1,10	0,75	0,25	0,05	0,05
China	6,56	6,00	6,00	6,00	6,00
Tipos de Interés a 10 años (Promedio)					
EEUU	2,8	1,8	2,4	2,6	3,1
Alemania	2,6	1,5	1,6	1,2	1,0
Tipos de Cambio (Promedio)					
EUR-USD	0,72	0,78	0,75	0,75	0,84
USD-EUR	1,39	1,29	1,33	1,33	1,19
GBP-USD	1,60	1,58	1,56	1,65	1,57
JPY-USD	79,8	79,8	97,6	104,7	115,3
CNY-USD	6,46	6,31	6,20	6,14	6,02

Fecha de cierre de previsiones: 30 de octubre de 2014.

Fuente: BBVA Research y FMI

AVISO LEGAL

El presente documento, elaborado por el Departamento de BBVA Research, tiene carácter divulgativo y contiene datos, opiniones o estimaciones referidas a la fecha del mismo, de elaboración propia o procedentes o basadas en fuentes que consideramos fiables, sin que hayan sido objeto de verificación independiente por BBVA. BBVA, por tanto, no ofrece garantía, expresa o implícita, en cuanto a su precisión, integridad o corrección.

Las estimaciones que este documento puede contener han sido realizadas conforme a metodologías generalmente aceptadas y deben tomarse como tales, es decir, como previsiones o proyecciones. La evolución histórica de las variables económicas (positiva o negativa) no garantiza una evolución equivalente en el futuro.

El contenido de este documento está sujeto a cambios sin previo aviso en función, por ejemplo, del contexto económico o las fluctuaciones del mercado. BBVA no asume compromiso alguno de actualizar dicho contenido o comunicar esos cambios.

BBVA no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida, directa o indirecta, que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido.

Ni el presente documento, ni su contenido, constituyen una oferta, invitación o solicitud para adquirir, desinvertir u obtener interés alguno en activos o instrumentos financieros, ni pueden servir de base para ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo.

Especialmente en lo que se refiere a la inversión en activos financieros que pudieran estar relacionados con las variables económicas que este documento puede desarrollar, los lectores deben ser conscientes de que en ningún caso deben tomar este documento como base para tomar sus decisiones de inversión y que las personas o entidades que potencialmente les puedan ofrecer productos de inversión serán las obligadas legalmente a proporcionarles toda la información que necesiten para esta toma de decisión.

El contenido del presente documento está protegido por la legislación de propiedad intelectual. Queda expresamente prohibida su reproducción, transformación, distribución, comunicación pública, puesta a disposición, extracción, reutilización, reenvío o la utilización de cualquier naturaleza, por cualquier medio o procedimiento, salvo en los casos en que esté legalmente permitido o sea autorizado expresamente por BBVA.

Este informe ha sido elaborado por la Unidad de España:

Economista Jefe Economías Desarrolladas

Rafael Doménech
r.domenech@bbva.com
+34 91 537 36 72

España

Miguel Cardoso
miguel.cardoso@bbva.com
+34 91 374 39 61

Juan Ramón García
juanramon.gl@bbva.com
+34 91 374 33 39

Virginia Pou
virginia.pou@bbva.com
+34 91 537 77 23

Amanda Tabanera
amanda.tabarena@bbva.com
+34 91 807 51 44

Anabel Arador
ana.arador@grupobbva.com
+ 34 93 401 40 42

Félix Lores
felix.lores@bbva.com
+34 91 374 01 82

Juan Ruiz
juan.ruiz2@bbva.com
+34 646 825 405

Camilo Andrés Ulloa
camiloandres.ulloa@bbva.com
+34 91 537 84 73

Joseba Barandiaran
joseba.barandia@bbva.com
+34 94 487 67 39

Antonio Marín
antonio.marin.campos@bbva.com
+34 648 600 596

Pep Ruiz
ruiz.aguirre@bbva.com
+34 91 537 55 67

Mónica Correa
monica.correa@bbva.com
+34 91 374 64 01

Myriam Montañez
+34 954 24 74 86
miriam.montanez@bbva.com

BBVA Research

Economista Jefe Grupo BBVA

Jorge Sicilia Serrano

Área de Economías Desarrolladas

Rafael Doménech Vilariño
r.domenech@bbva.com

Área de Economías Emergentes

Alicia García-Herrero
alicia.garcia-herrero@bbva.com

Área de Sistemas Financieros y Regulación

Santiago Fernández de Lis
sfernandezdelis@bbva.com

Áreas Globales

España

Miguel Cardoso Lecourtois
miguel.cardoso@bbva.com

Análisis Transversal de Economías Emergentes

Álvaro Ortiz Vidal-Abarca
alvaro.ortiz@bbva.com

Sistemas Financieros

Ana Rubio arubiog@bbva.com

Escenarios Económicos

Julián Cubero Calvo
juan.cubero@bbva.com

Europa

Miguel Jiménez González-Anleo
mjimenezg@bbva.com

Asia

Le Xia
le.xia@bbva.com

Inclusión Financiera

David Tuesta
david.tuesta@bbva.com

Escenarios Financieros

Sonsoles Castillo Delgado
s.castillo@bbva.com

Estados Unidos

Nathaniel Karp
Nathaniel.Karp@bbva.com

México

Carlos Serrano Herrera
carlos.serranoh@bbva.com

Regulación y Políticas Públicas

María Abascal
maria.abascal@bbva.com

Innovación y Procesos

Oscar de las Peñas Sánchez-Caro
oscar.delaspenas@bbva.com

Coordinación LATAM

Juan Manuel Ruiz Pérez
juan.ruiz@bbva.com

Política de Recuperación y Resolución

José Carlos Pardo
josecarlos.pardo@bbva.com

Coordinación Regulatoria Global

Matías Viola
matias.viola@bbva.com

Argentina

Gloria Sorensen
gsorensen@bbva.com

Chile

Jorge Selaive Carrasco
jselaive@bbva.com

Colombia

Juana Téllez Corredor
juana.tellez@bbva.com

Perú

Hugo Perea Flores
hperea@bbva.com

Venezuela

Oswaldo López Meza
oswaldo.lopez@bbva.com

Interesados dirigirse a:

BBVA Research

Paseo Castellana, 81 - 7ª planta
28046 Madrid (España)
Tel.: +34 91 374 60 00 y +34 91 537 70 00
Fax: +34 91 374 30 25
bbvaresearch@bbva.com
www.bbvaresearch.com