

# Perspectivas para las economías española y madrileña 2010

Servicio de Estudios BBVA

- Una recuperación global en marcha pero lenta y con una **incertidumbre elevada** que condiciona la velocidad de salida de la economía española.
- En 2010 se producirá una **mejoría significativa de la economía española respecto a 2009**, aunque la actividad económica todavía volverá a contraerse y la tasa de paro aumentará ligeramente.
- El **desapalancamiento** de las familias, la **consolidación fiscal** y la **reestructuración del sector financiero** son los tres ajustes que van a determinar la salida de la crisis.
- La apertura del debate sobre la sostenibilidad del sistema de pensiones y el ajuste propuesto para alcanzar el objetivo de estabilidad presupuestaria **van en la dirección correcta**.
- **Avanzar en otras reformas estructurales complementarias** reduciría el coste de la consolidación fiscal y de la reestructuración del sector financiero, acelerando la salida de la crisis.

1º

Entorno internacional

A

Mercados financieros: estabilización progresiva aunque aún dependiente

B

Análisis macroeconómico: recuperación paulatina y desacoplamiento entre desarrollados y emergentes

2º

España: La economía recupera tono, aunque la incertidumbre persiste

A

La economía recupera tono, aunque la incertidumbre persiste

B

Los desequilibrios se corrigen, pero el proceso de ajuste no ha finalizado

C

Reformas estructurales: la economía en la encrucijada

A

Mercados financieros: estabilización progresiva aunque aún dependiente

Avances parciales en la situación financiera



Las condiciones financieras se han normalizado durante los últimos meses, aunque todavía se encuentran por encima de los niveles de inicios de 2007

Fuente: SEE BBVA

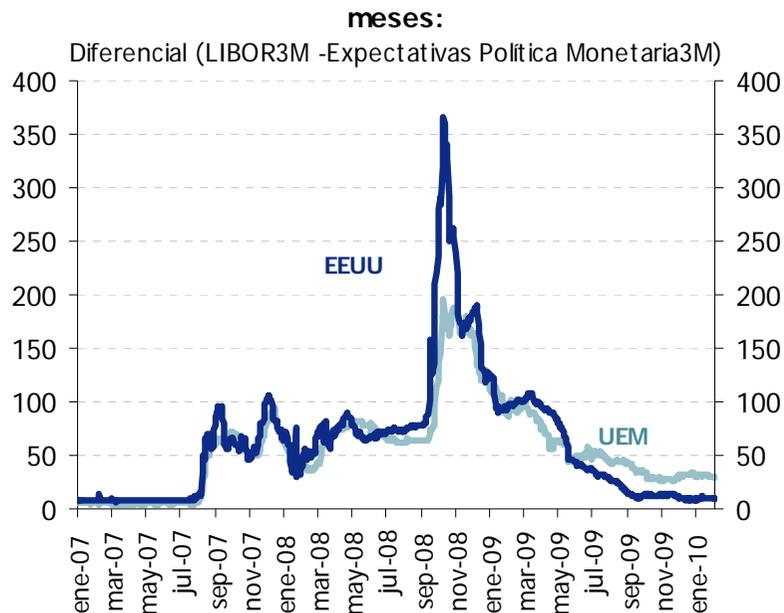
Primer componente principal normalizado de las series de diferencial OIS, volatilidad implícita de la bolsa americana, CDS bancarios y CDS corporativos

A

## Mercados financieros: estabilización progresiva aunque aún dependiente

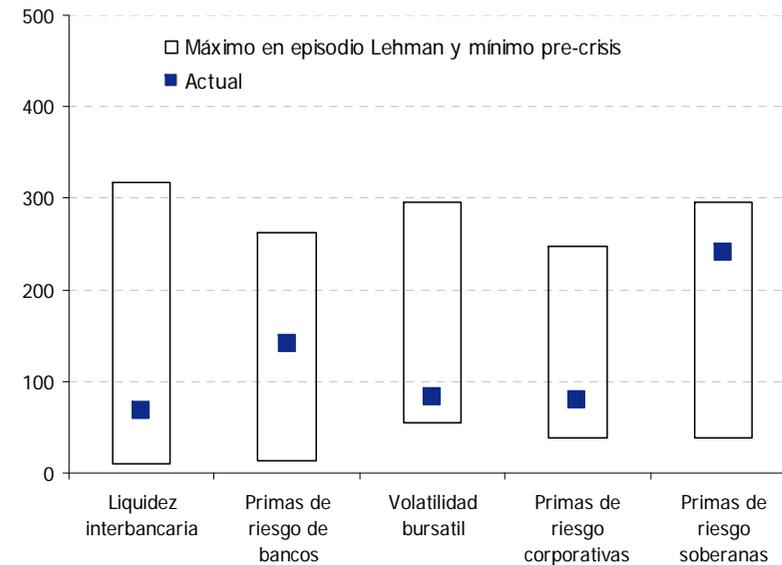
### Aumento global de la liquidez

Indicador de tensiones de liquidez interbancaria 3



Políticas monetarias sin precedentes han provocado que las primas de liquidez se hayan moderado sustancialmente

Area del Euro: resumen del stress financiero



Fuente: SEE BBVA

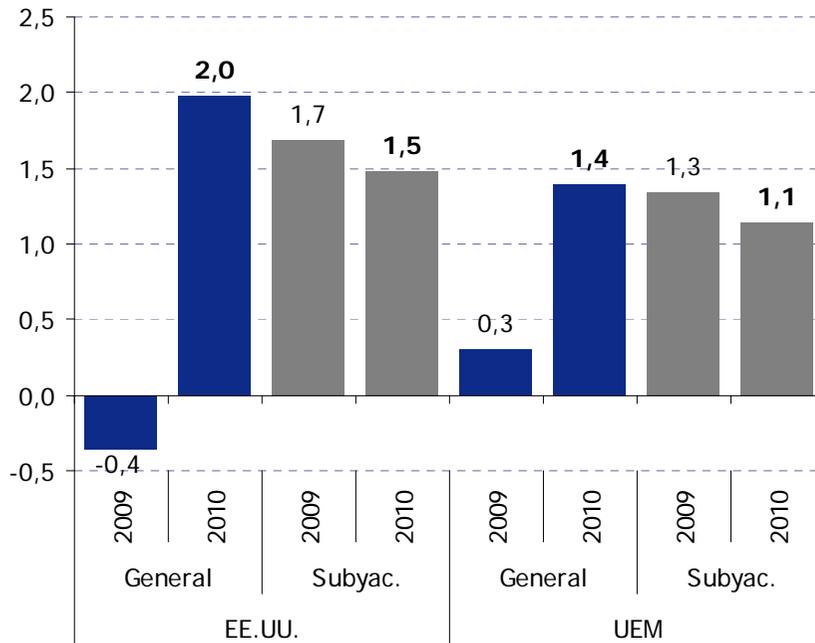
Mientras que el riesgo financiero y soberano sigue estando en niveles elevados

A

Mercados financieros: estabilización progresiva aunque aún dependiente

Los tipos de interés continuarán bajos

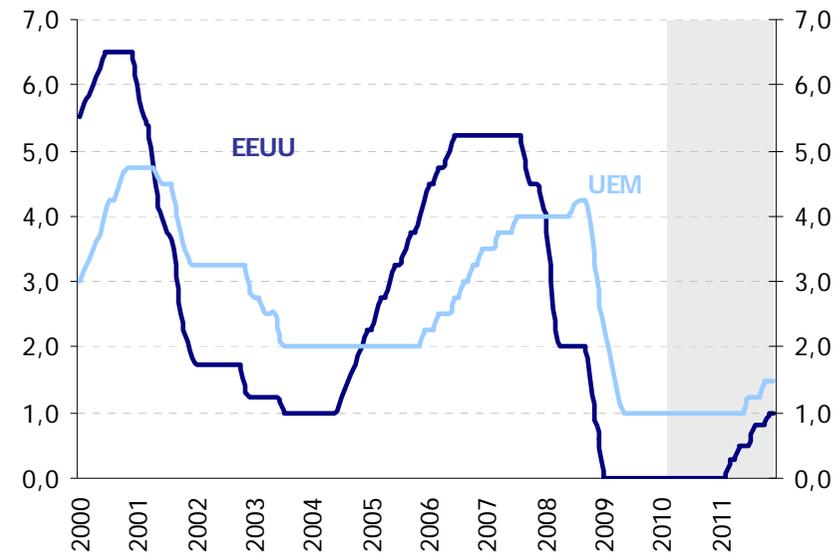
Revisión de inflación (variación interanual %)



Fuente:SEE BBVA

Los datos de inflación (especialmente la subyacente) no suponen ninguna presión para subir tipos

Tipos de Interés Oficiales



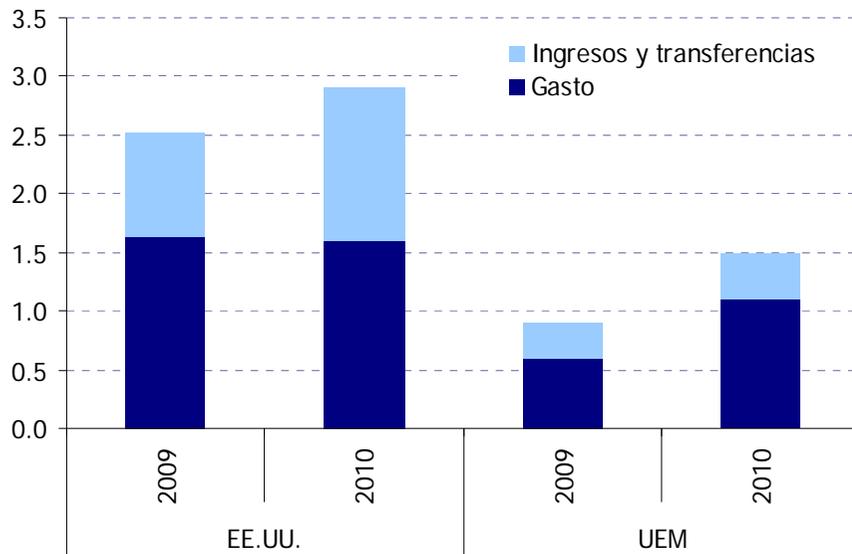
Por lo que las primeras subidas de tipos no se producirán hasta 2011 y serán graduales inicialmente

B

Análisis macroeconómico: recuperación paulatina y desacoplamiento entre desarrollados y emergentes

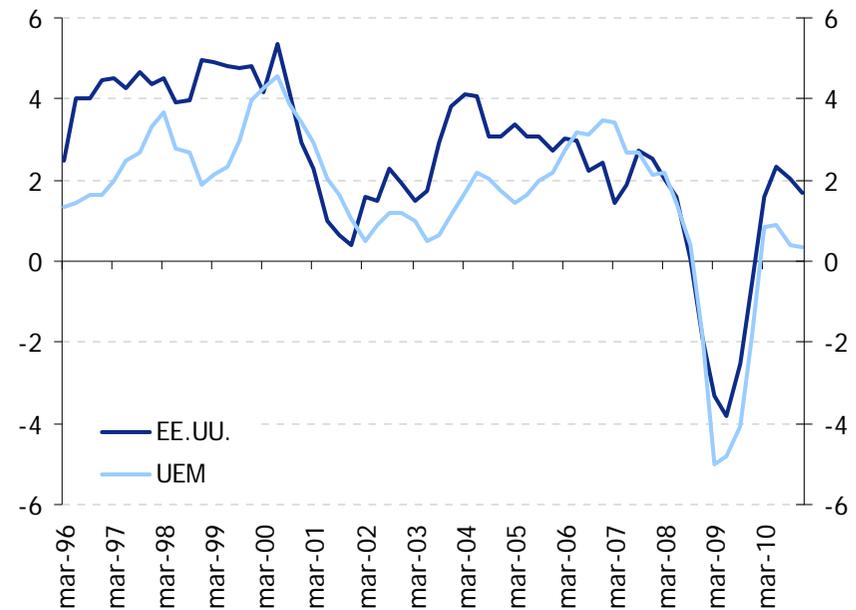
Recuperación muy dependiente de las políticas fiscales

**EE.UU. y UEM: Contribución de los paquetes de estímulo fiscal al crecimiento del PIB (pp)**



Fuente: SEE BBVA

**USA y UEM: Crecimiento del PIB (variación interanual %)**



Fuente: SEE BBVA

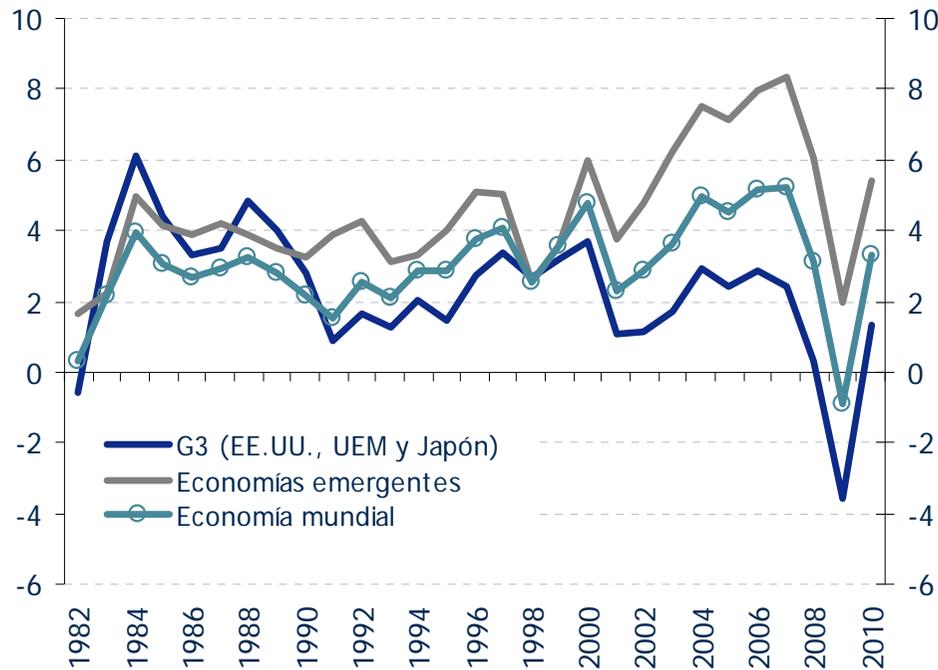
El diferencial de crecimiento entre EE.UU. y la UEM se incrementará a lo largo de 2010

B

Análisis macroeconómico: recuperación paulatina y desacoplamiento entre desarrollados y emergentes

## Recuperación paulatina

**Economía mundial: Crecimiento del PIB**  
(variación interanual %)



Fuente: SEE BBVA

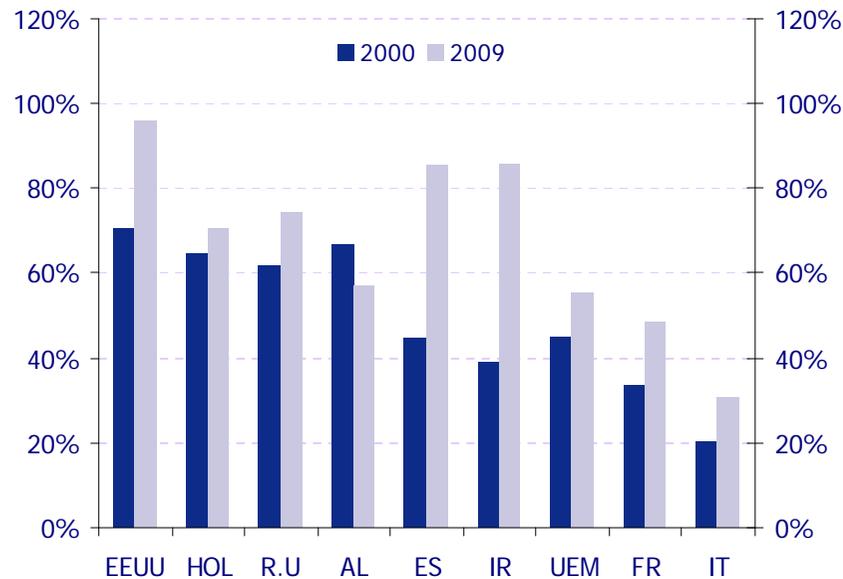
Recuperación paulatina del crecimiento en 2010, pero con notables diferencias entre regiones: desacoplamiento entre desarrollados y emergentes

B

Análisis macroeconómico: recuperación paulatina y desacoplamiento entre desarrollados y emergentes

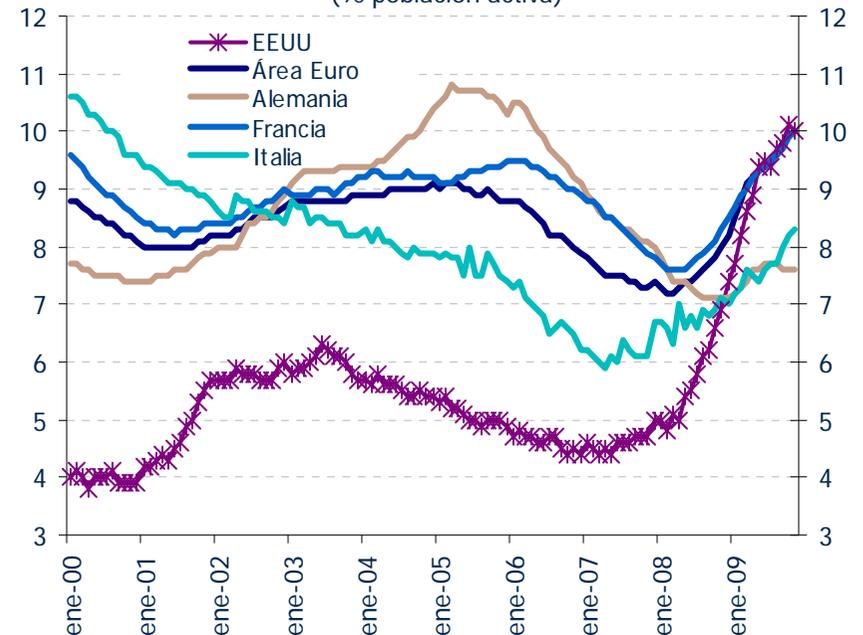
El crecimiento de las áreas desarrolladas se enfrenta a retos importantes

Deuda de los hogares sobre PIB (%)



El excesivo endeudamiento de los hogares presionará a la baja el consumo ...

Tasa de desempleo por país (% población activa)



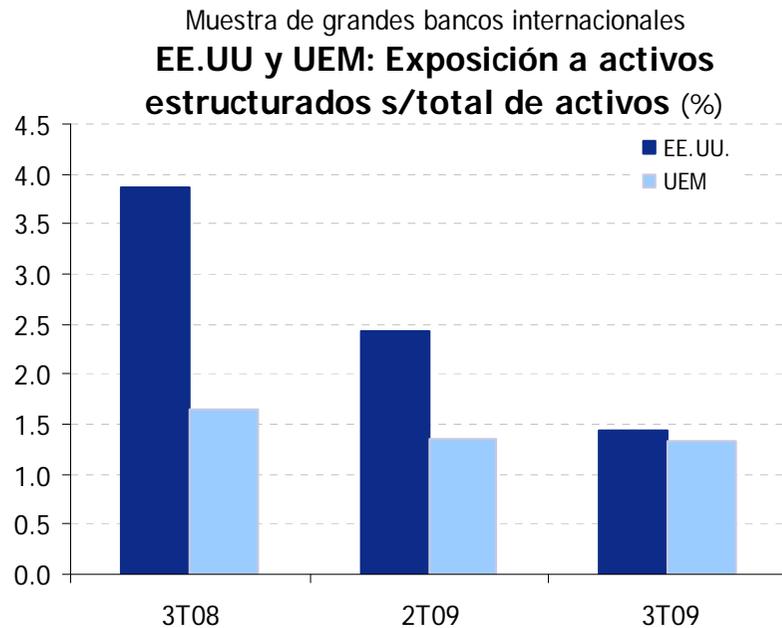
Fuente: Eurostat y Datastream

... especialmente con niveles de desempleo tan elevados

B

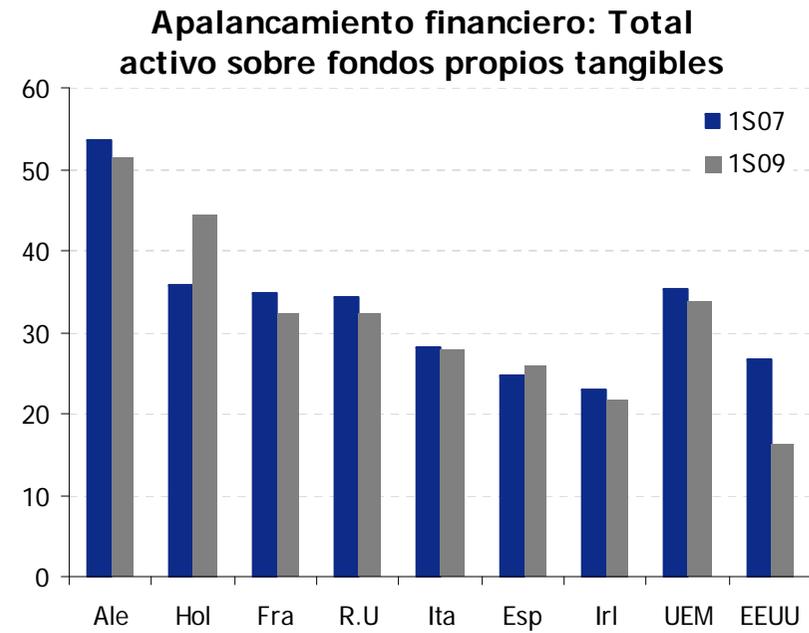
Análisis macroeconómico: recuperación paulatina y desacoplamiento entre desarrollados y emergentes

El crecimiento de las áreas desarrolladas se enfrenta a retos importantes



Fuente: SEE BBVA

Sistemas financieros con problemas en sus balances ...



Fuente: SEE BBVA

... y sin corrección suficiente del apalancamiento (en comparación con EEUU)

1º

Entorno internacional

A

Mercados financieros: estabilización progresiva aunque aún dependiente

B

Análisis macroeconómico: recuperación paulatina y desacoplamiento entre desarrollados y emergentes

2º

España: La economía recupera tono, aunque la incertidumbre persiste

A

La economía recupera tono, aunque la incertidumbre persiste

B

Los desequilibrios se corrigen, pero el proceso de ajuste no ha finalizado

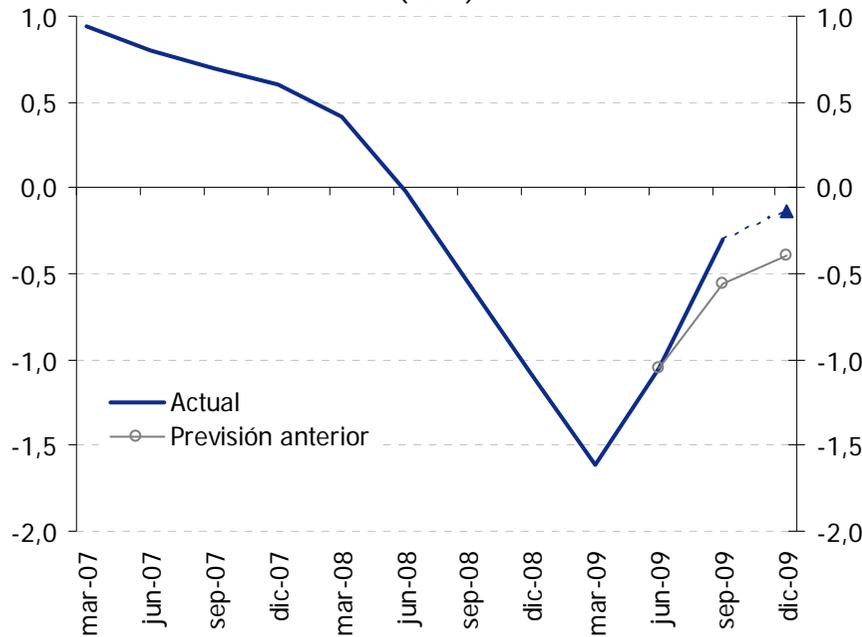
C

Reformas estructurales: la economía en la encrucijada

A

La economía recupera tono, ...

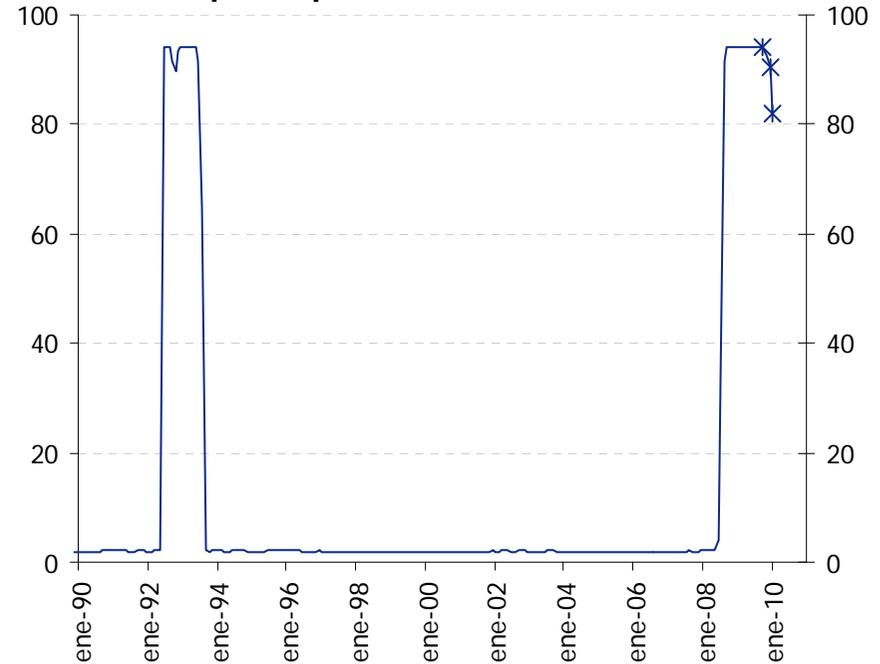
**España: crecimiento del PIB**  
(% t/t)



Fuente: SEE BBVA e INE

Se corrige el ritmo de deterioro más intensamente de lo previsto ...

**España: probabilidad de recesión (%)**



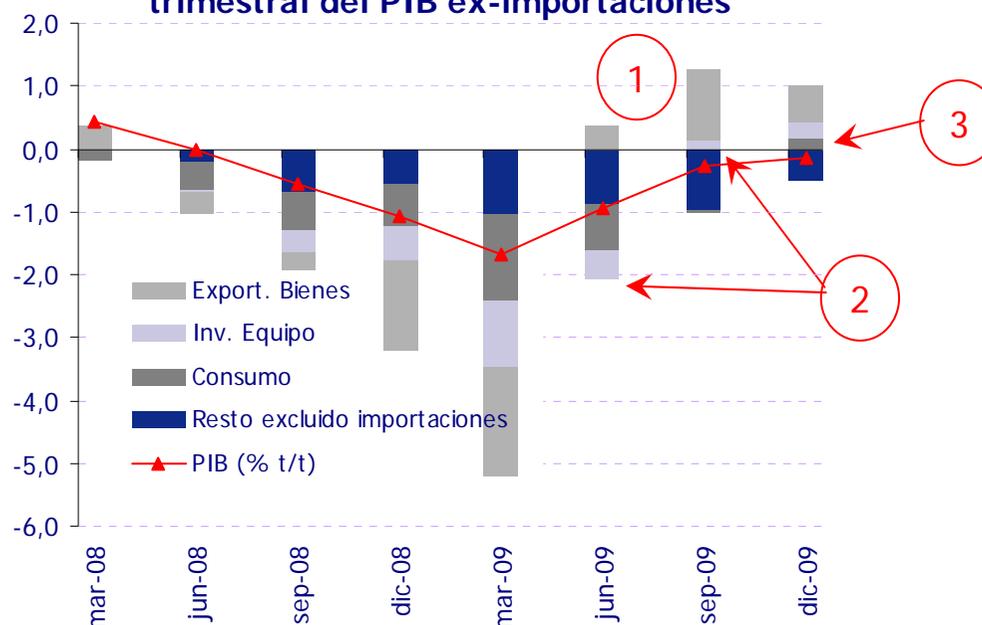
Fuente: SEE BBVA

... y la probabilidad de estar en recesión se va moderando

### A La economía recupera tono, ...

Aunque presenta rasgos propios, como el uso intenso de política fiscal contracíclica, hasta el momento, esta mejoría sigue un patrón clásico de recuperación:

**España: contribuciones al crecimiento trimestral del PIB ex-importaciones**



Fuente: SEE BBVA

#### 1º Exportaciones

Repunte rápido, impulsado por disminución del tipo de cambio o reactivación del crecimiento internacional.

#### 2º Inversión empresarial

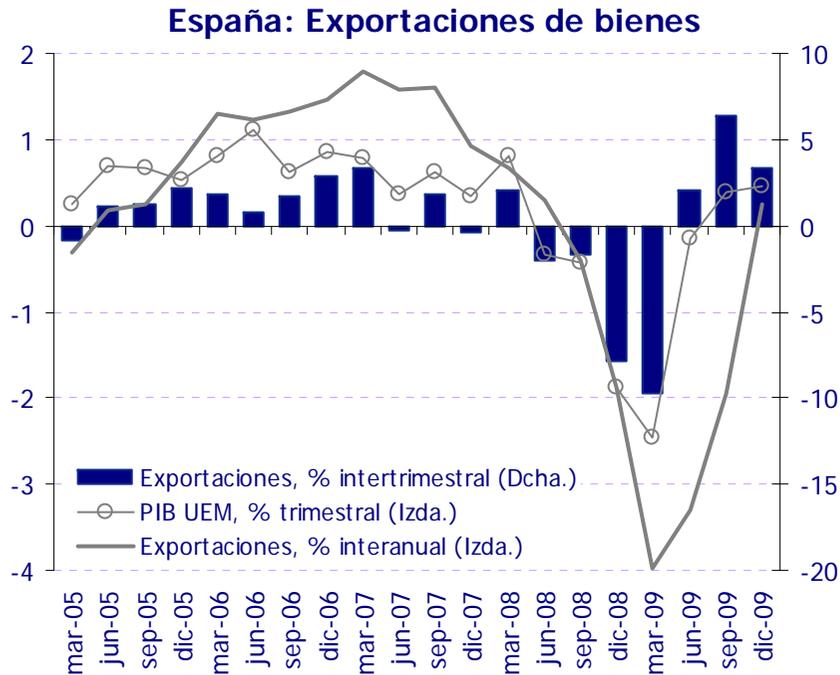
Tras un ajuste intenso, el mejor tono externo y la anticipación de nuevo ciclo doméstico, lleva a dotar capacidad productiva.

#### 3º Consumo

La reactivación del empleo ligada a lo anterior, aumenta renta y mejora la confianza de los hogares: disminuye la tasa de ahorro por motivo precaución.

### A La economía recupera tono, ...

Aunque presenta rasgos propios, como el uso intenso de política fiscal contracíclica, hasta el momento, esta mejoría sigue un patrón clásico de recuperación:



Fuente: INE, Eurostat y SEE BBVA

### 1º Exportaciones

Repunte rápido, impulsado por disminución del tipo de cambio o reactivación del crecimiento internacional.

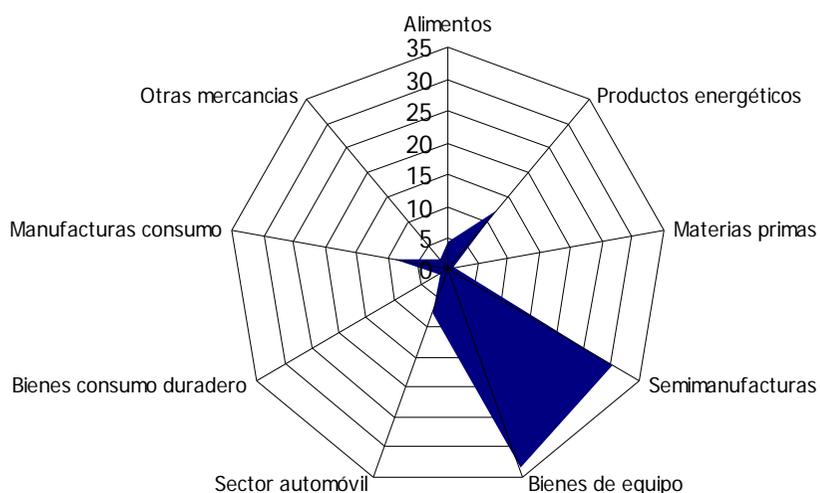
A

La economía recupera tono, ...

La economía madrileña se ha beneficiado de su diversidad exportadora:

### Comunidad de Madrid: Estructura exportadora

(porcentaje sobre exportaciones de bienes totales 2008)



Fuente: Datacomex y SEE BBVA

### 1º Exportaciones

Repunte rápido, impulsado por disminución del tipo de cambio o reactivación del crecimiento internacional.

### Comunidad de Madrid y España: Exportaciones de bienes (tendencia, a/a %)

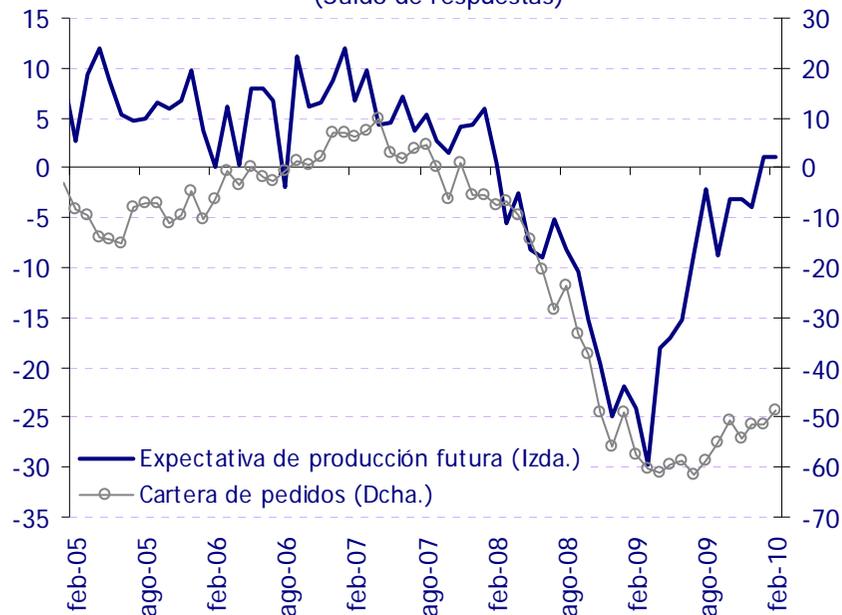


Fuente: SEE BBVA en base a datos Datacomex

### A La economía recupera tono, ...

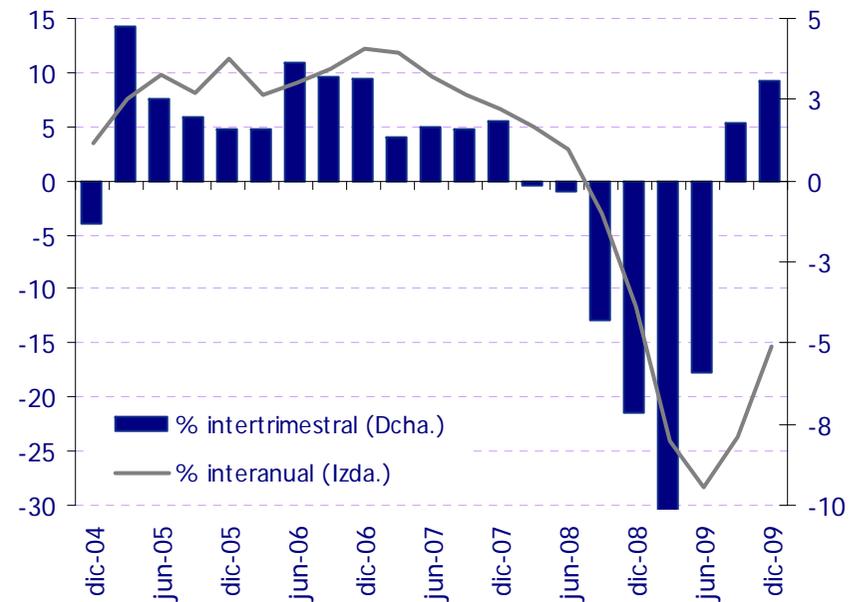
Aunque presenta rasgos propios, como el uso intenso de política fiscal contracíclica, hasta el momento, esta mejoría sigue un patrón clásico de recuperación:

**España: confianza industrial**  
(Saldo de respuestas)



Fuente: Comisión Europea y SEE BBVA

**España: Inversión en equipo**



Fuente: INE y SEE BBVA

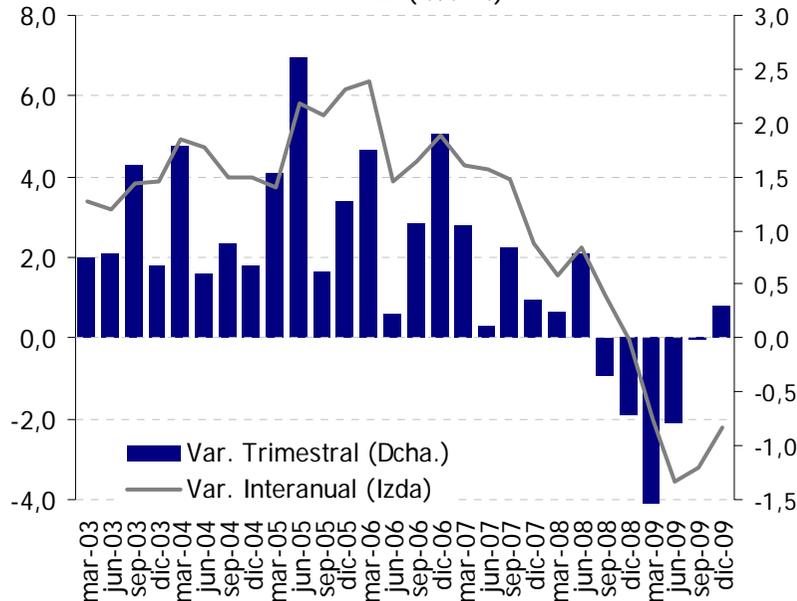
### 2º Inversión empresarial

Tras un ajuste intenso, el mejor tono externo y la anticipación de nuevo ciclo doméstico, lleva a dotar capacidad productiva.

### A La economía recupera tono, ...

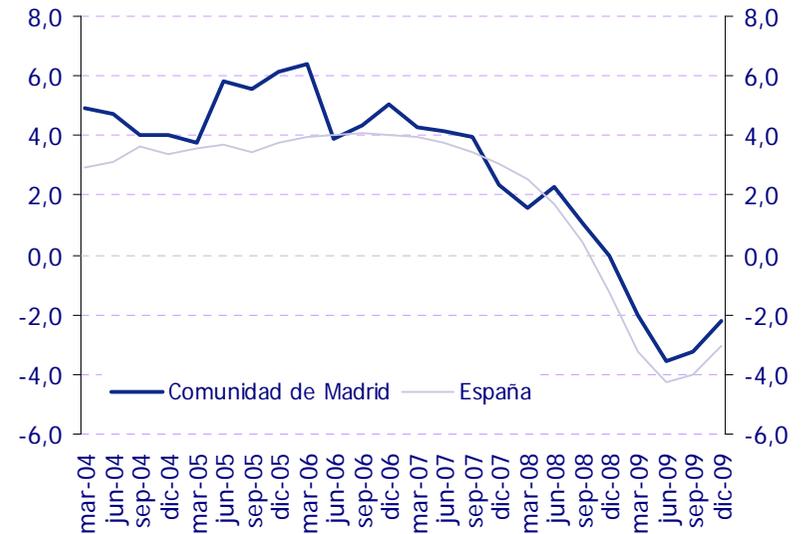
... en la que las áreas con mayor capacidad competitiva en el exterior resisten mejor.

**Comunidad de Madrid: Crecimiento del PIB ( a/a %)**



Fuente: IE, INE y SEE BBVA

**Comunidad de Madrid y España: Crecimiento del PIB ( a/a %)**



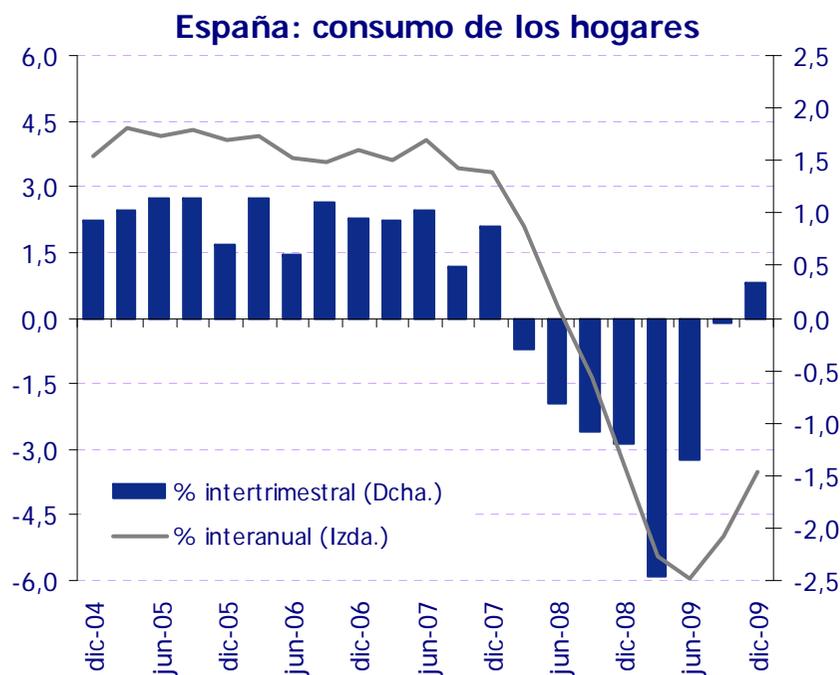
Fuente: IE, INE y SEE BBVA

### 2º Inversión empresarial

Tras un ajuste intenso, el mejor tono externo y la anticipación de nuevo ciclo doméstico, lleva a dotar capacidad productiva.

### A La economía recupera tono, ...

Aunque presenta rasgos propios, como el uso intenso de política fiscal contracíclica, hasta el momento, esta mejoría sigue un patrón clásico de recuperación:



Fuente: INE y SEE BBVA



Fuente: SEE BBVA en base a datos de la DGT

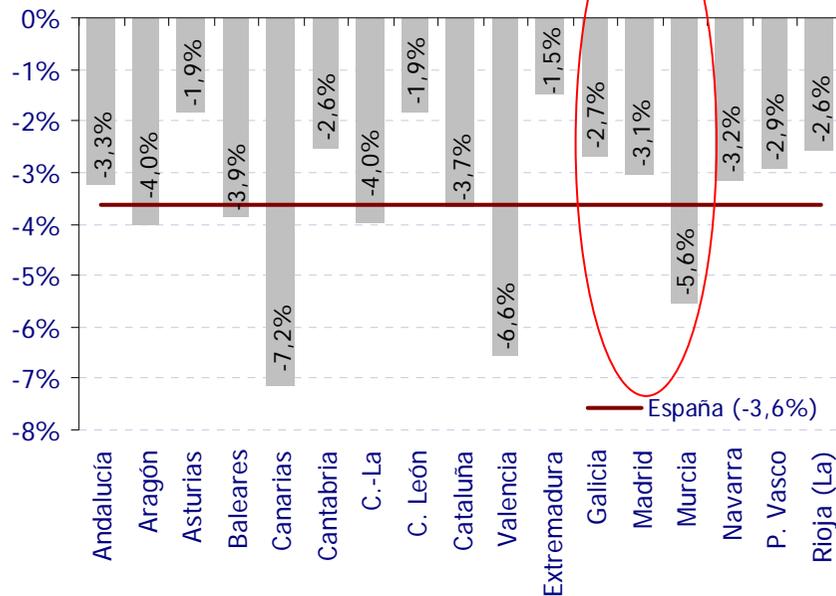
### 3º Consumo

La reactivación del empleo ligada a lo anterior, aumenta renta y mejora la confianza de los hogares: disminuye la tasa de ahorro por motivo precaución.

A

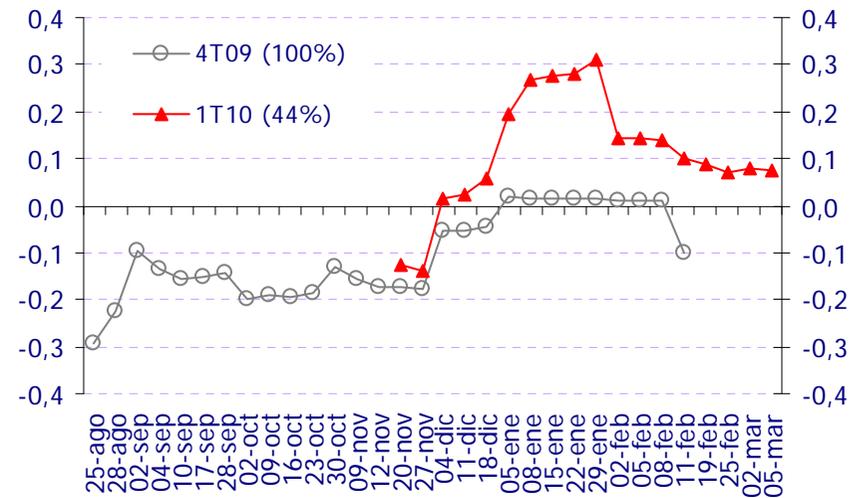
La economía recupera tono, ...

**España: Crecimiento del PIB por CC.AA.**  
(2009, % a/a)



Fuente: SEE BBVA con datos INE

**España: Previsiones de crecimiento trimestral del PIB en el Modelo MICA-BBVA según fecha de estimación**



Fuente: SEE BBVA

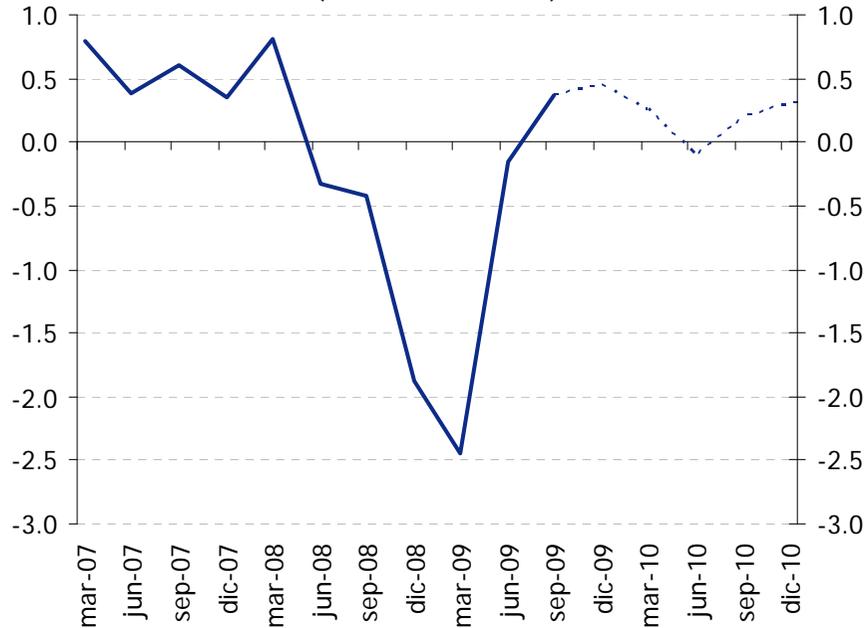
Nota: entre paréntesis el porcentaje del set de información, conocido en la fecha de la última estimación, relativo al trimestre de referencia.

Este mejor comportamiento del esperado explica que tengamos una contracción ligeramente menor de la que se preveía hace unos meses

A

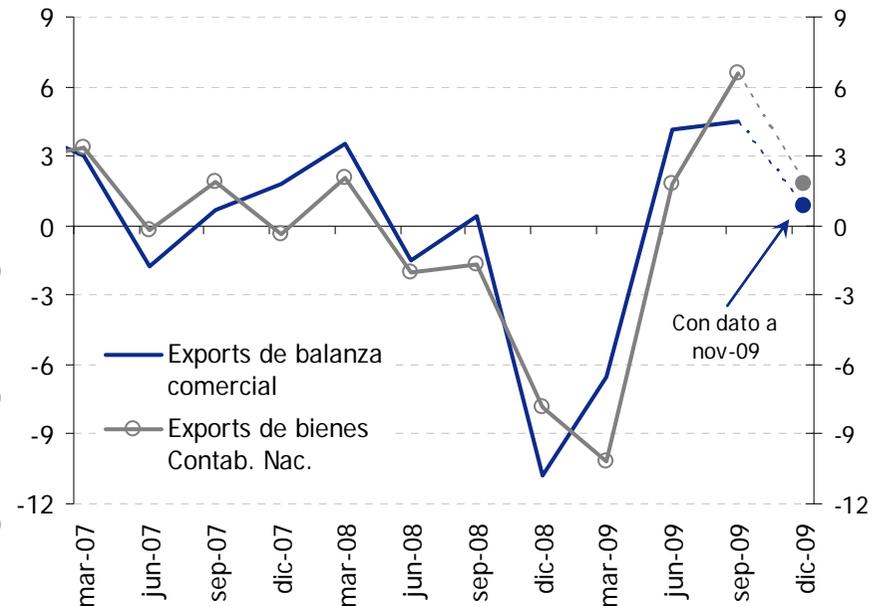
La economía recupera tono, aunque la incertidumbre persiste

**UEM: Crecimiento del PIB**  
(Tasa intertrimestral)



Fuente: Eurostat y SEE BBVA

**España: exportaciones de bienes**  
(Tasa de crecimiento trimestral, c.v.e.)



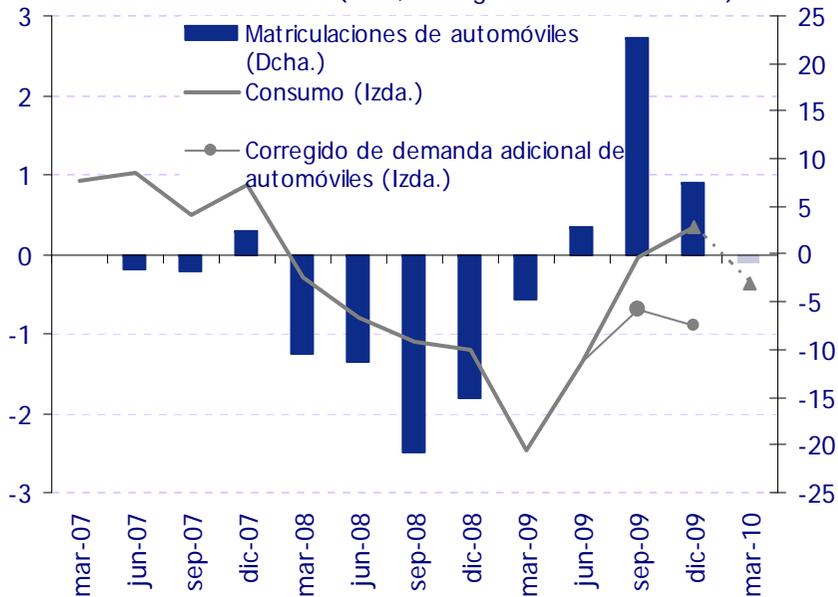
Fuente: SEE BBVA

La recuperación es muy dependiente del ciclo europeo. Una vez retirados los estímulos fiscales y sin el apoyo del ciclo de inventarios, la recuperación europea será titubeante, por lo que no cabe esperar gran dinamismo de las exportaciones

A

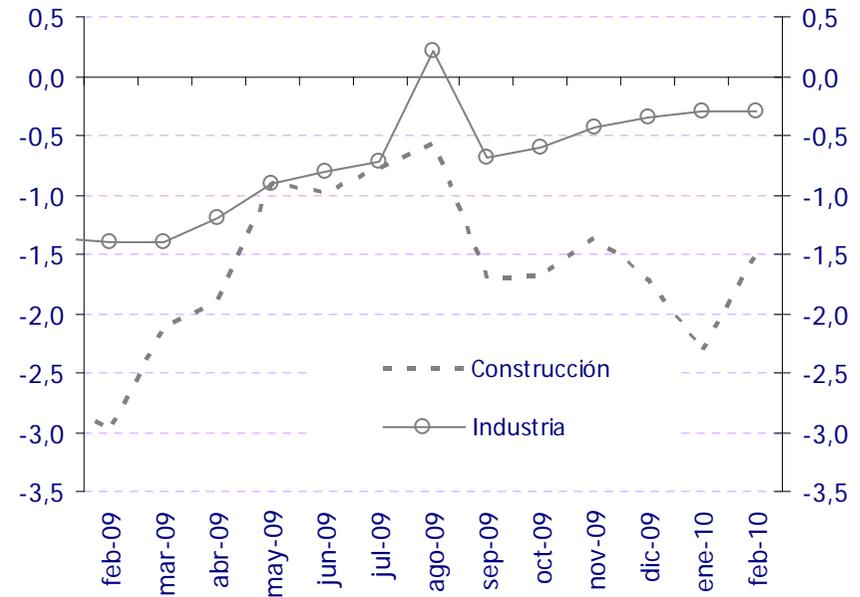
La economía recupera tono, aunque la incertidumbre persiste

**España: Consumo y ventas de automóviles** (%t/t, corregida de estacionalidad)



Fuente: SEE BBVA a partir de INE y ANFAC

**España: Afiliación a la Seg. Social** (% m/m corregido de estacionalidad)



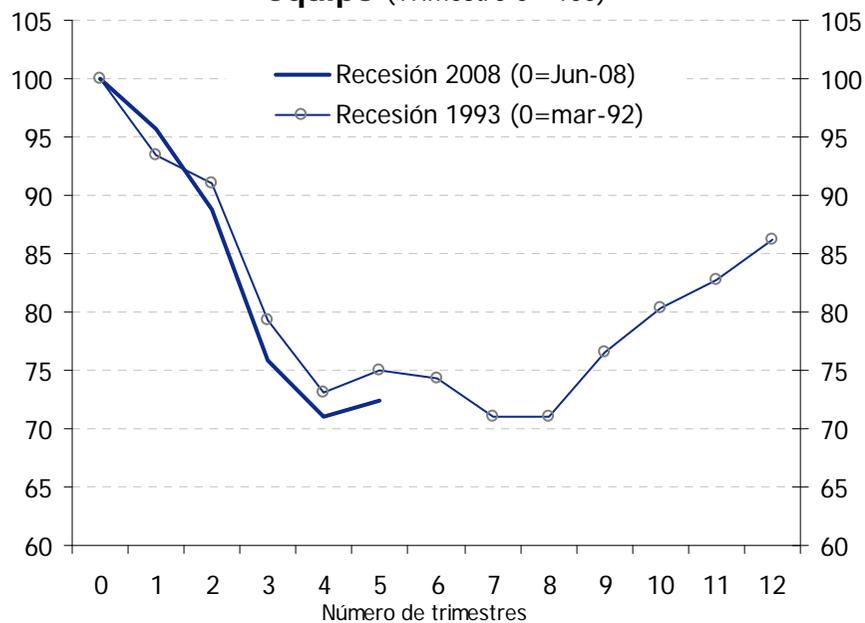
Fuente: SEE BBVA a partir de Ministerio de Trabajo e Inmigración

En España, la parte más intensa de estímulos fiscales finaliza en 2009. Algunos programas han sido muy eficaces, pero por su carácter transitorio, revertirán parcialmente

A

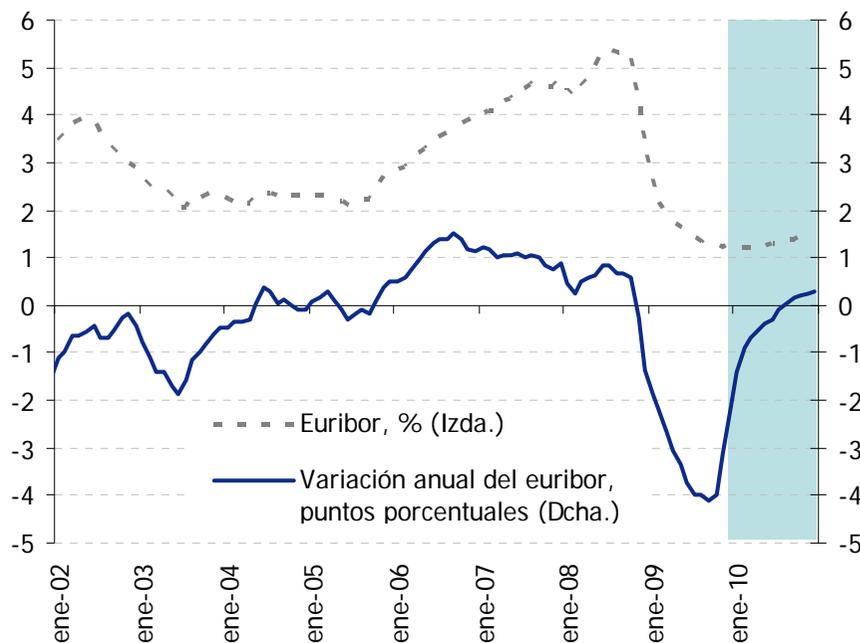
La economía recupera tono, aunque la incertidumbre persiste

**España: evolución de la inversión en equipo** (Trimestre 0 =100)



Fuente: SEE BBVA a partir de INE

**Euribor 12M**

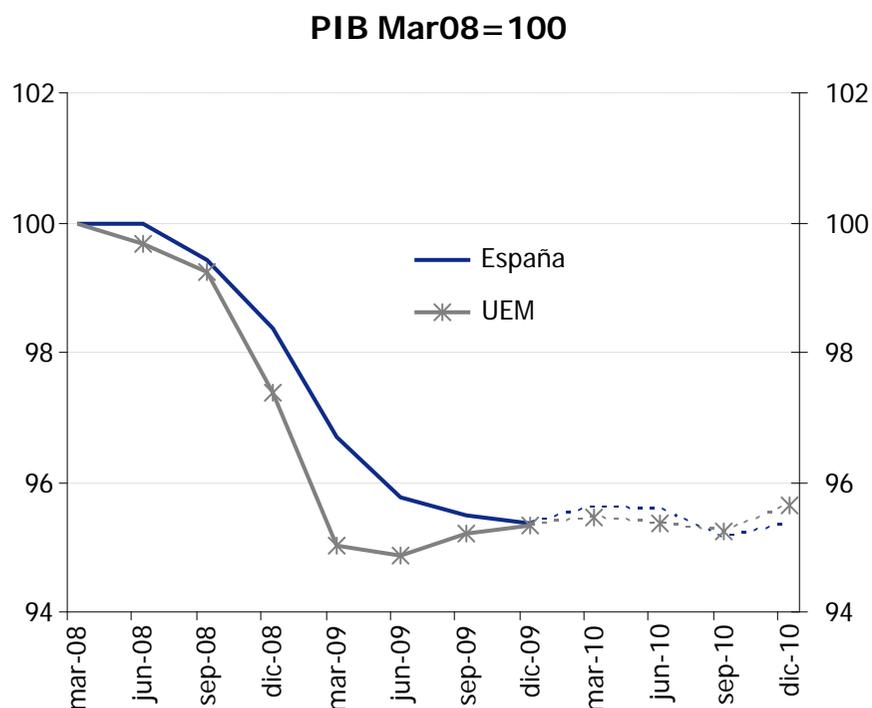


Fuente: SEE BBVA a partir de BCE

En el caso de la inversión, en la anterior recesión ya se observó que una vez alcanzado el fondo, este suele ser largo; en el caso del consumo, las ganancias derivadas de la caída de cuotas financieras es limitado

A

La economía recupera tono, aunque la incertidumbre persiste



Fuente: SEE BBVA e INE

Previsiones económicas						
(Tasa de crecimiento)	2008		2009		2010	
	España	UEM	España	UEM	España	UEM
Consumo hogares	-0,6	0,3	-5,0	-1,0	-0,6	0,1
Consumo AA.PP.	5,5	2,1	3,9	2,4	2,9	1,9
FBCF	-4,4	-0,5	-15,2	-9,9	-6,4	-1,2
Equipo y otros productos	-2,7	1,3	-20,6	-16,8	-6,6	-3,3
Equipo	-1,8	1,0	-22,9	-19,4	-7,1	-3,9
Otros Productos	-4,3	2,9	-17,3	-4,7	-6,0	-1,0
Construcción	-5,5	-2,0	-11,1	-4,8	-6,1	0,5
Vivienda	-10,3	-4,6	-24,5	-9,2	-15,2	-3,2
Resto	-0,4	0,7	1,6	-0,4	0,2	3,9
Var. existencias (*)	0,1	0,0	0,0	-0,6	0,0	0,3
<b>Demanda nacional (*)</b>	<b>-0,5</b>	<b>0,5</b>	<b>-6,4</b>	<b>-2,8</b>	<b>-1,3</b>	<b>0,5</b>
Exportaciones	-1,0	0,8	-11,3	-13,6	2,4	5,0
Importaciones	-4,9	0,8	-17,7	-11,5	-1,2	4,8
<b>Saldo exterior (*)</b>	<b>1,4</b>	<b>0,0</b>	<b>2,8</b>	<b>-1,1</b>	<b>0,9</b>	<b>0,1</b>
<b>PIB pm (% a/a)</b>	<b>0,9</b>	<b>0,5</b>	<b>-3,6</b>	<b>-3,9</b>	<b>-0,8</b>	<b>0,6</b>
<b>Pro-memoria</b>						
PIB sin inversión en vivienda	2,0	0,8	-1,8	-3,6	0,5	0,8
PIB sin construcción	2,3	0,9	-2,2	-3,8	0,5	0,6
Empleo total (EPA)	-0,5	1,1	-6,8	-1,7	-2,2	-1,0
Tasa de Paro (% Activos)	11,3	7,5	18,0	9,5	19,1	10,9
Saldo cuenta corriente (% PIB)	-9,6	-1,1	-5,0	-0,8	-4,1	-0,3
Saldo de las AA.PP. (% PIB)	-4,1	-2,0	-11,4	-6,6	-10,4	-7,2
IPC media anual	4,1	3,3	-0,3	0,3	0,9	1,4

(\*) contribuciones al crecimiento

Fuente: INE, Banco de España, Eurostat y SEE BBVA

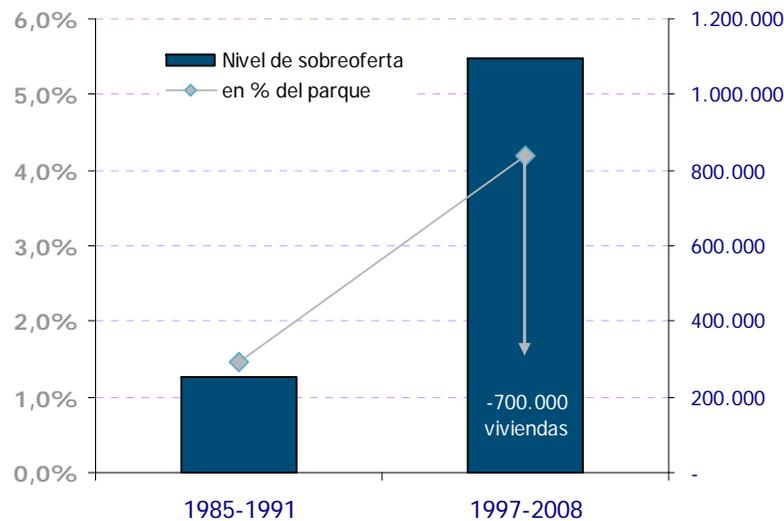
- La salida de ambas economías será lenta, con un ajuste similar

B Los desequilibrios se corrigen, pero el proceso de ajuste no ha finalizado

1 Sector inmobiliario: La corrección de cantidades se suma a la de los precios

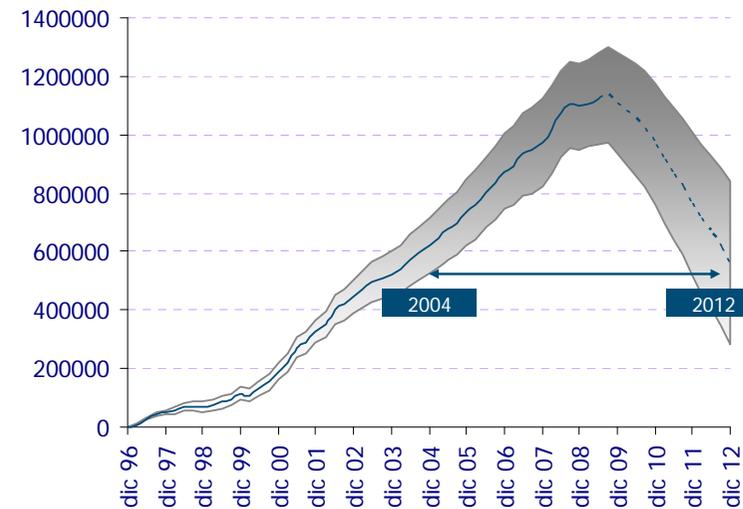
El desequilibrio en cantidades acumulado durante el último ciclo inmobiliario ha tocado su nivel máximo y empezará a reducirse en 2010

**España: comparación de sobreoferta de vivienda nueva en dos ciclos**



Fuente: SEE BBVA.

**España: Estimación de la evolución de la sobreoferta de vivienda nueva**



Fuente: SEE BBVA

La absorción de unas 700.000 viviendas podría ser suficiente para reactivar la inversión residencial

B

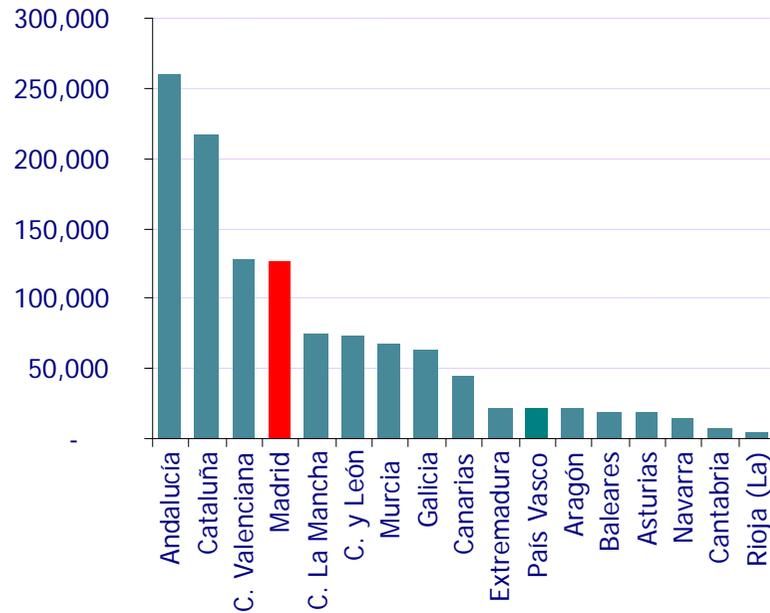
Los desequilibrios se corrigen, pero el proceso de ajuste no ha finalizado

1

Sector inmobiliario: La corrección de cantidades se suma a la de los precios

**Sobreoferta de vivienda por CC.AA.**

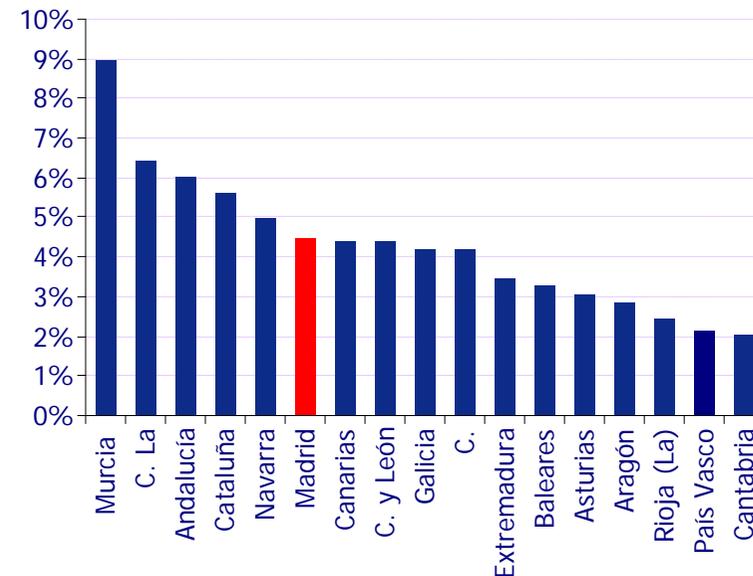
Stock en 2008



Fuente: Ministerio de vivienda, SEE BBVA.

**Sobreoferta de vivienda por CC.AA.**

Stock en 2008, % del parque



Fuente: SEE BBVA.

Sin embargo, la distribución del exceso de vivienda sin vender es muy heterogénea dentro del país

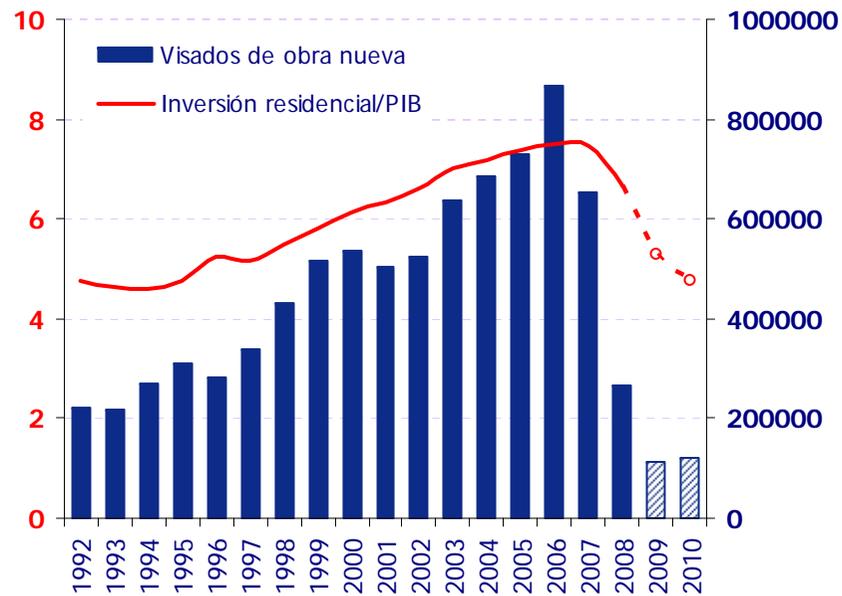
B

Los desequilibrios se corrigen, pero el proceso de ajuste no ha finalizado

1

Sector inmobiliario: La corrección de cantidades se suma a la de los precios

### España: actividad residencial



Fuente: Ministerio de Fomento; SEE BBVA.

La oferta de nueva vivienda se ha ajustado intensamente y continuará lo que conllevará una muy baja actividad en 2010

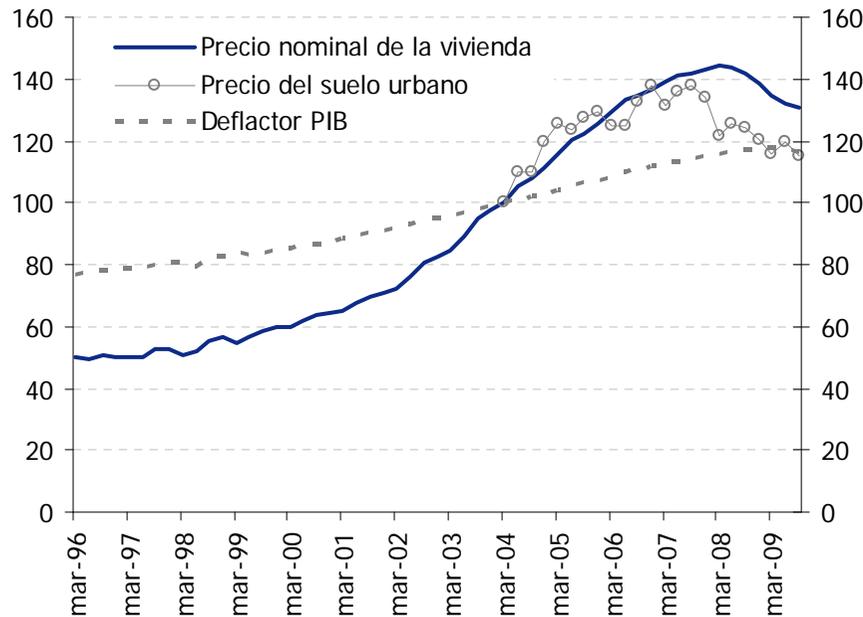
B

Los desequilibrios se corrigen, pero el proceso de ajuste no ha finalizado

1

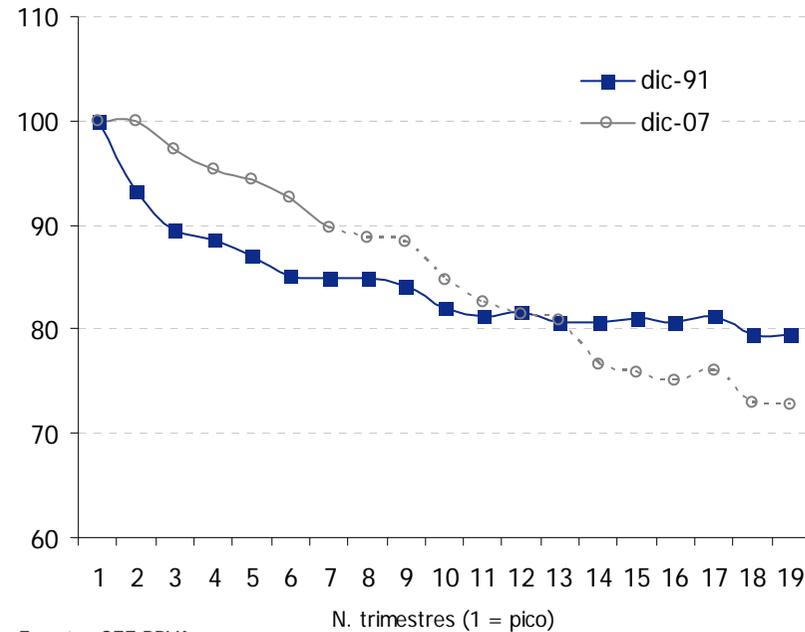
Sector inmobiliario: La corrección de cantidades se suma a la de los precios

**España: precio nominal de la vivienda y deflactor del PIB (Mar-04=100)**



Fuente: SEE BBVA, INE y Ministerio de Vivienda

**España: ciclos de los precios reales de vivienda**



Fuente: SEE BBVA

Los precios se ajustan más lentamente en este ciclo, pero el exceso de oferta acumulada demanda mayores ajustes

B Los desequilibrios se corrigen, pero el proceso de ajuste no ha finalizado

1 Sector inmobiliario: La corrección de cantidades se suma a la de los precios

La mejora de la accesibilidad es significativa...

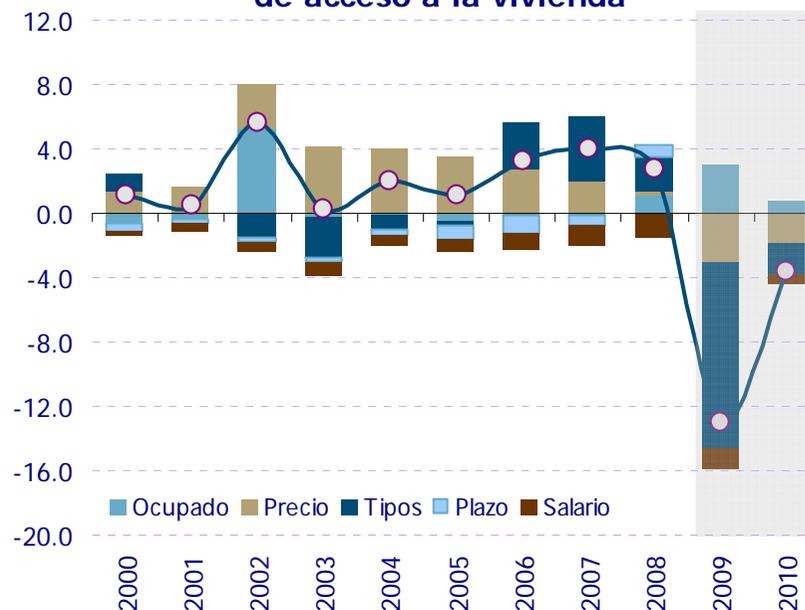
### Accesibilidad a la vivienda en España

Esfuerzo sobre ingresos ponderados ajustados por la fiscalidad, %



Fuente: SEE BBVA.

### Contribución a la variación del esfuerzo de acceso a la vivienda



Fuente: SEE de BBVA

... debido sobre todo a la bajada de los tipos de interés

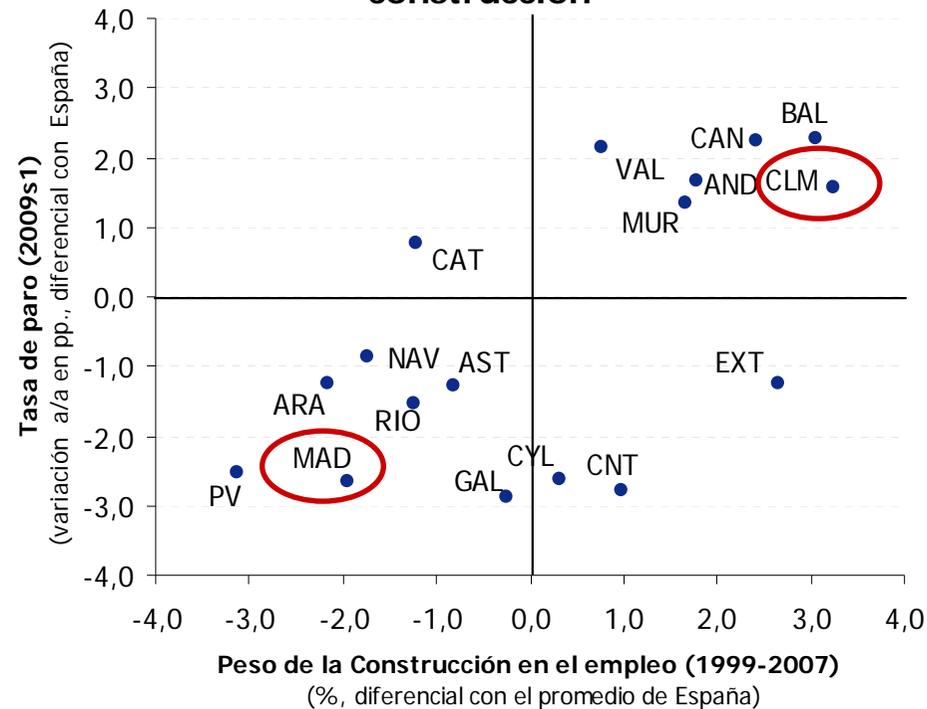
B

Los desequilibrios se corrigen, pero el proceso de ajuste no ha finalizado

1

Sector inmobiliario: La corrección de cantidades se suma a la de los precios

### El redimensionamiento del sector de la construcción



Fuente: INE y SEE BBVA

- El menor peso del sector de la construcción sobre el empleo en Madrid apoya que el ajuste haya sido menor...

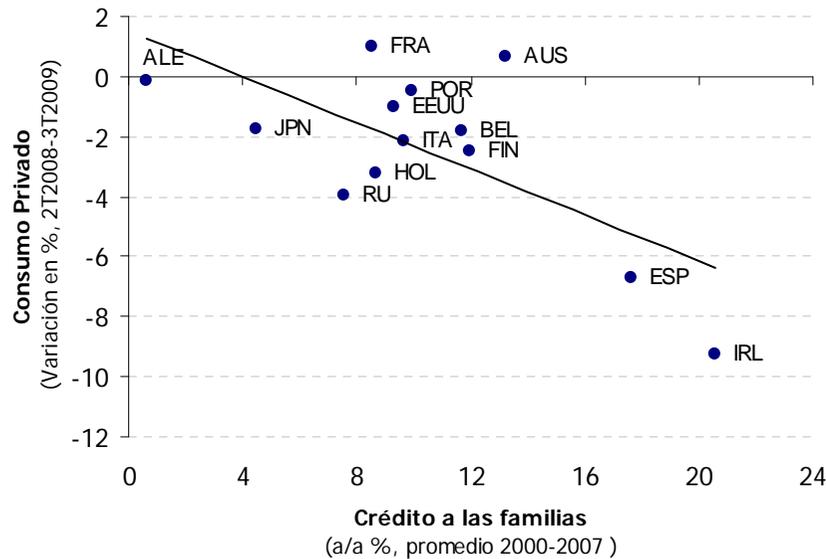
B

Los desequilibrios se corrigen, pero el proceso de ajuste no ha finalizado

2

Desapalancamiento: el endeudamiento comienza a reducirse

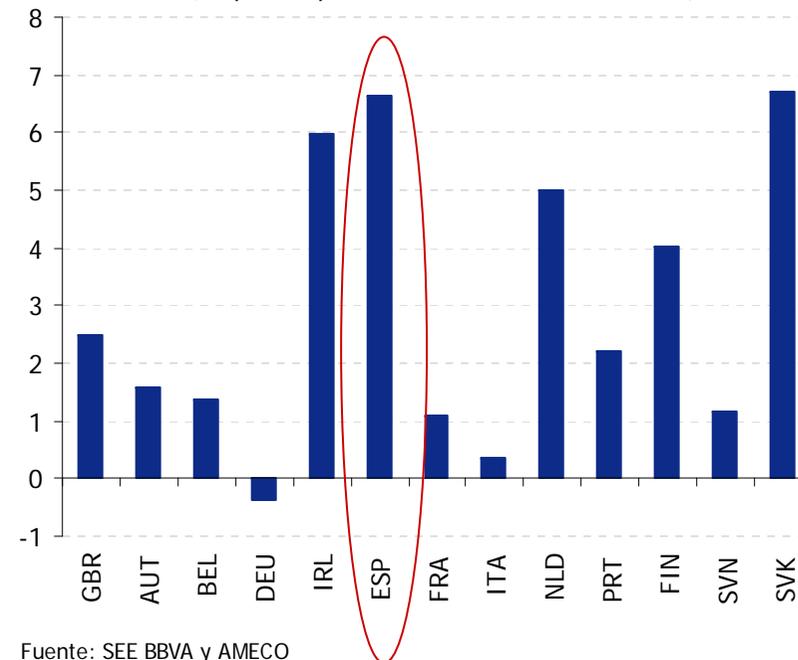
### El apalancamiento de las familias y la caída del consumo privado



Fuente: SEE BBVA

### Cambio en la tasa de ahorro 2009-2008

(En puntos porcentuales de la renta familiar)



Fuente: SEE BBVA y AMECO

El ajuste en la demanda, ha sido superior en aquellas economías donde las familias se endeudaron más rápidamente,...

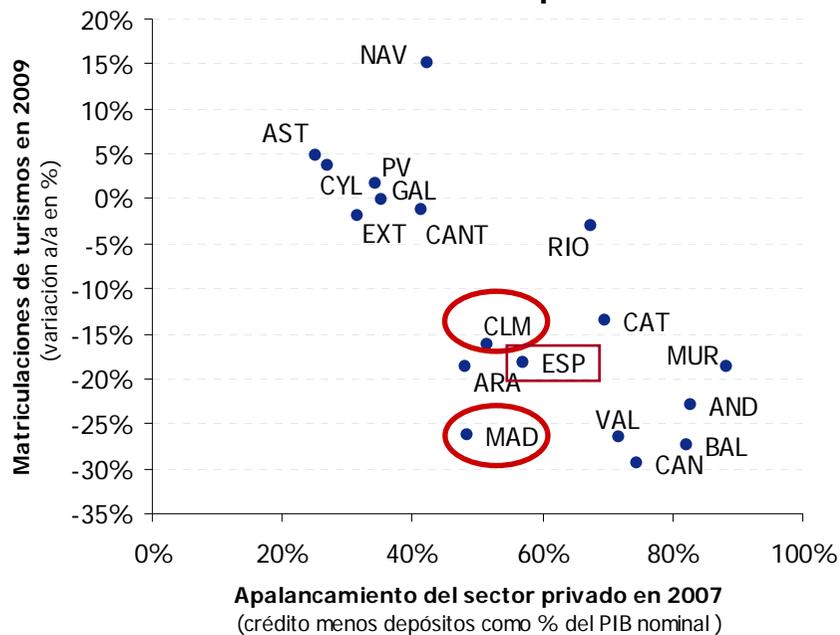
B

Los desequilibrios se corrigen, pero el proceso de ajuste no ha finalizado

2

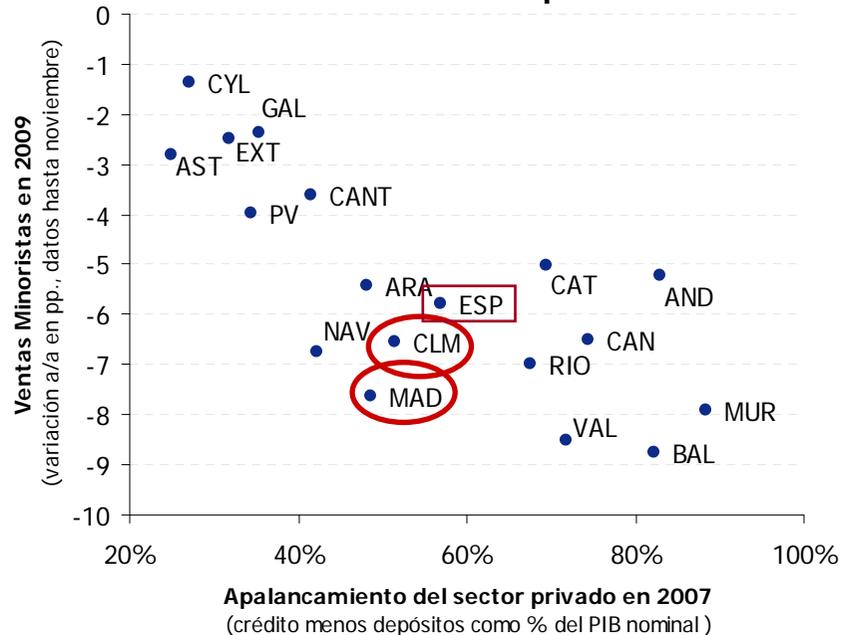
Desapalancamiento: el endeudamiento comienza a reducirse

**El proceso de desapalancamiento financiero del sector privado**



Fuente: BDE, DGT y SEE BBVA

**El proceso de desapalancamiento financiero del sector privado**



Fuente: Banco de España, INE y SEE BBVA

El ajuste en la demanda, ha sido superior en aquellas economías donde las familias se endeudaron más rápidamente,...

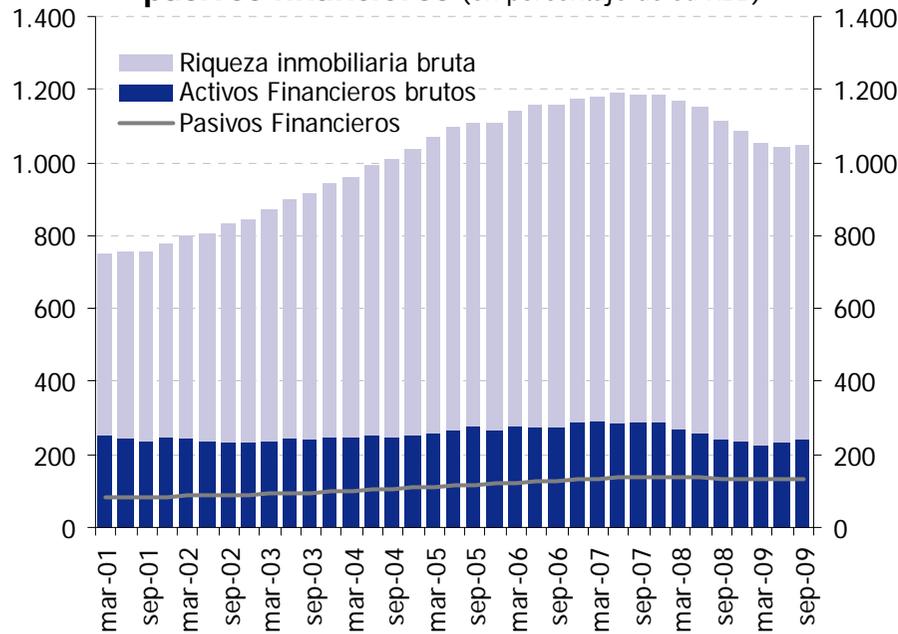
B

Los desequilibrios se corrigen, pero el proceso de ajuste no ha finalizado

2

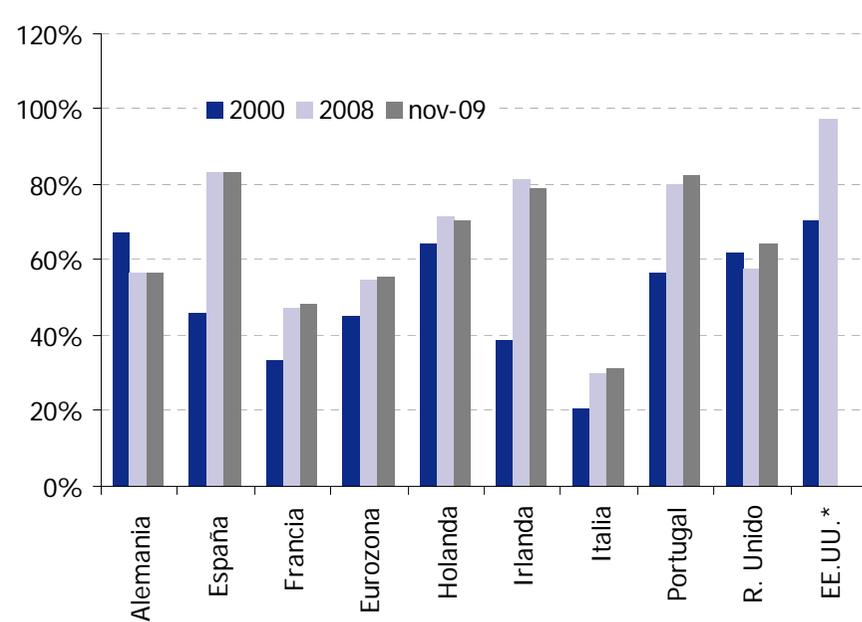
Desapalancamiento: el endeudamiento comienza a reducirse

**España: Riqueza de los hogares bruta y pasivos financieros** (en porcentaje de su RBD)



Fuente: SEE BBVA a partir de Banco de España e INE

**Crédito familias sobre PIB**



\* Datos hasta sep-2009

Fuente: SEE BBVA a partir de fuentes nacionales

... pero el proceso tiene un largo camino por delante hasta converger a niveles más sostenibles: el crédito cae muy suavemente, y la posición neta de balance de los hogares apenas acaba de empezar a recomponerse

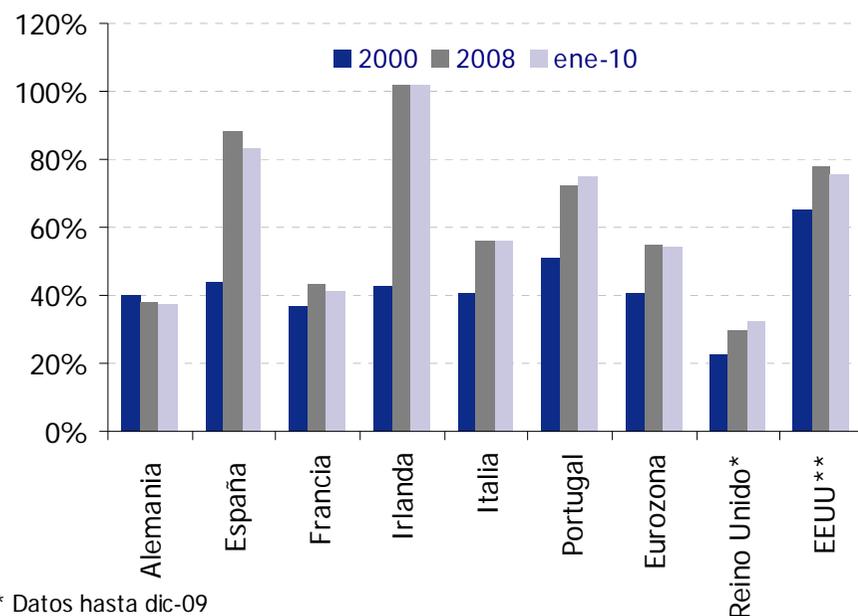
B

Los desequilibrios se corrigen, pero el proceso de ajuste no ha finalizado

2

Desapalancamiento: el endeudamiento comienza a reducirse

**Crédito empresas/PIB**

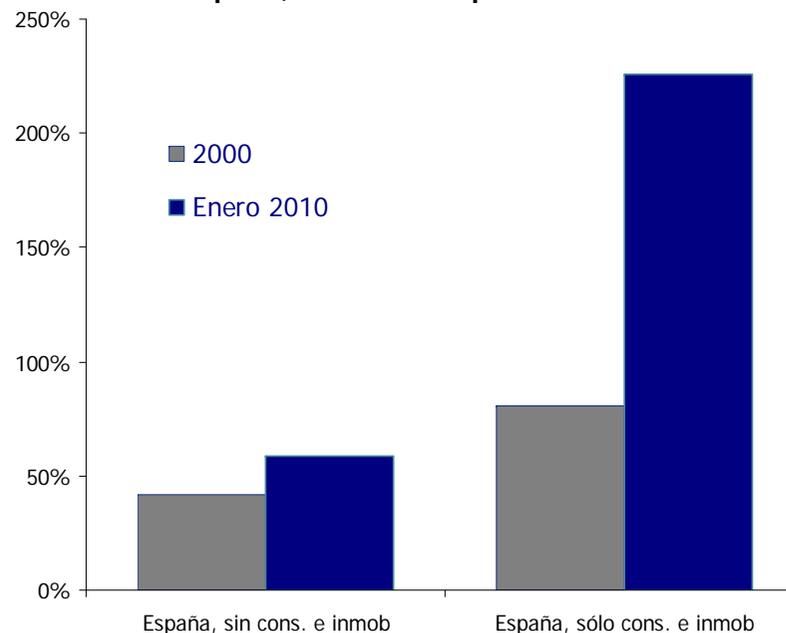


\* Datos hasta dic-09

\*\* Datos hasta sep-09

Fuente: SEE BBVA a partir de fuentes nacionales

**España, Crédito a Empresas/PIB\***



\* Correspondiente al VAB del sector

Fuente: Servicio de Estudios BBVA

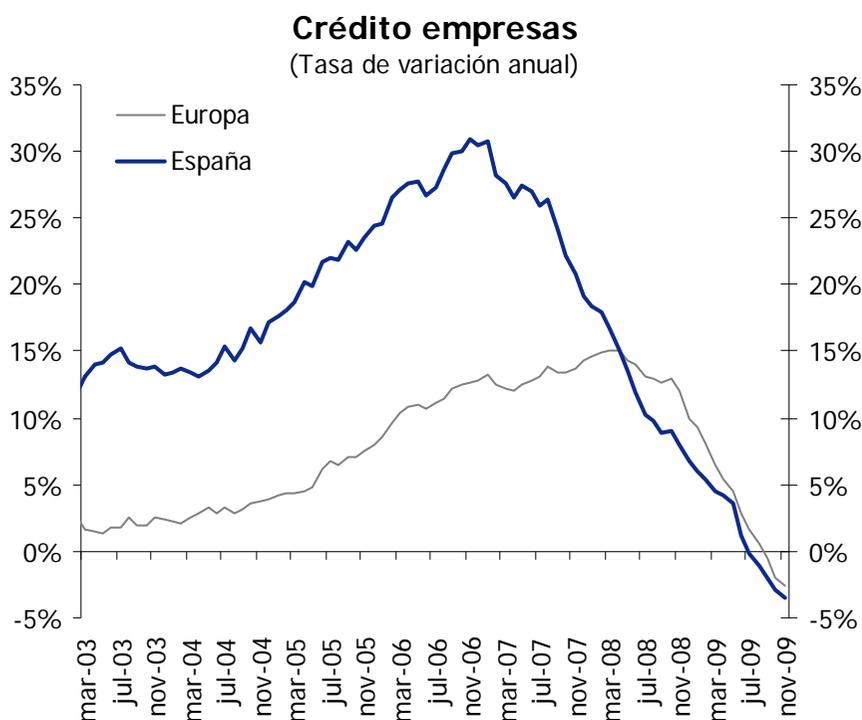
En el caso de las empresas, el proceso es más heterogéneo, y se concentra en el sector de la construcción

B

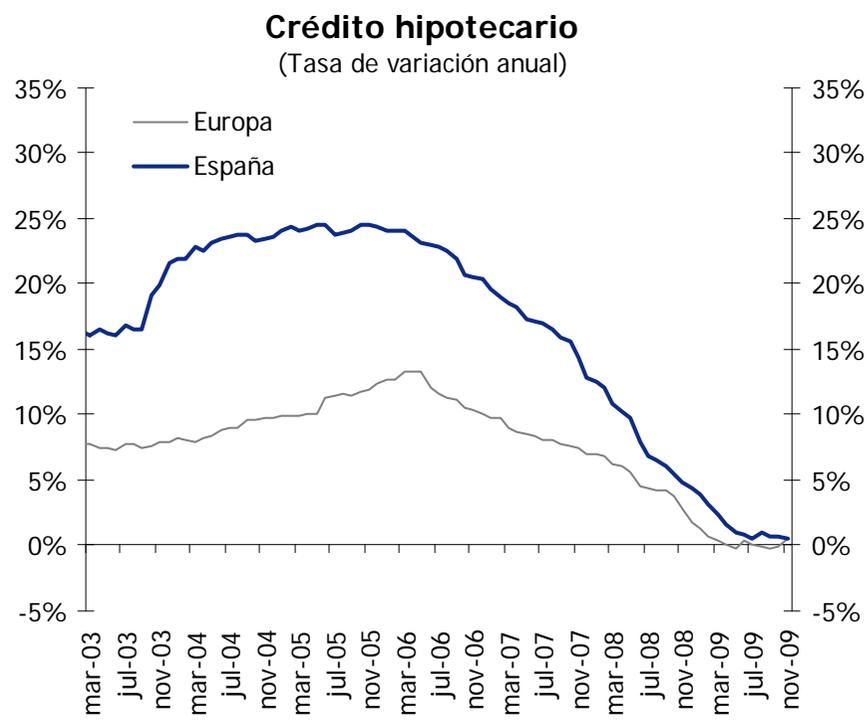
Los desequilibrios se corrigen, pero el proceso de ajuste no ha finalizado

2

Desapalancamiento: el endeudamiento comienza a reducirse



Fuente: SEE BBVA a partir de BCE



Fuente: SEE BBVA a partir de BCE

El cambio en las condiciones financieras fuerza al desapalancamiento: el crecimiento del crédito converge al de la zona euro

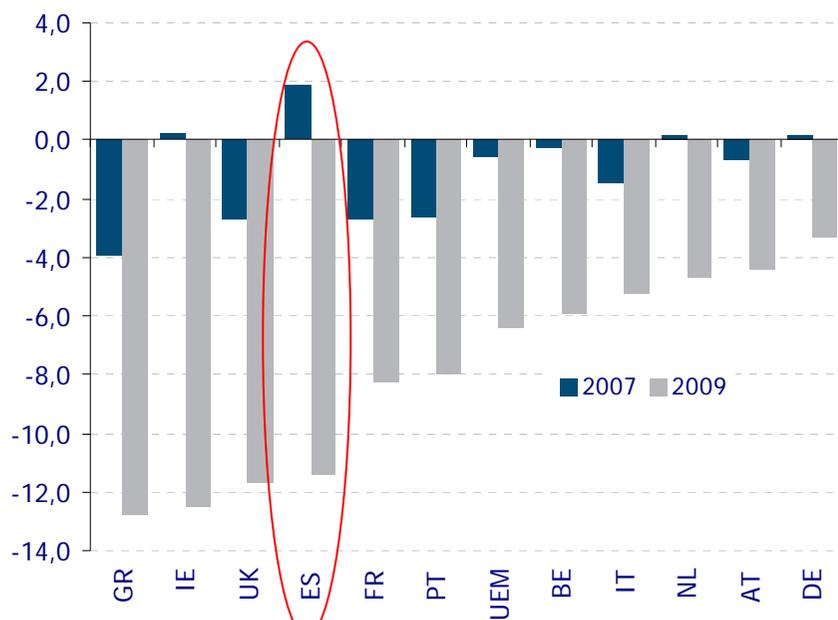
B

Los desequilibrios se corrigen, pero el proceso de ajuste no ha finalizado

3

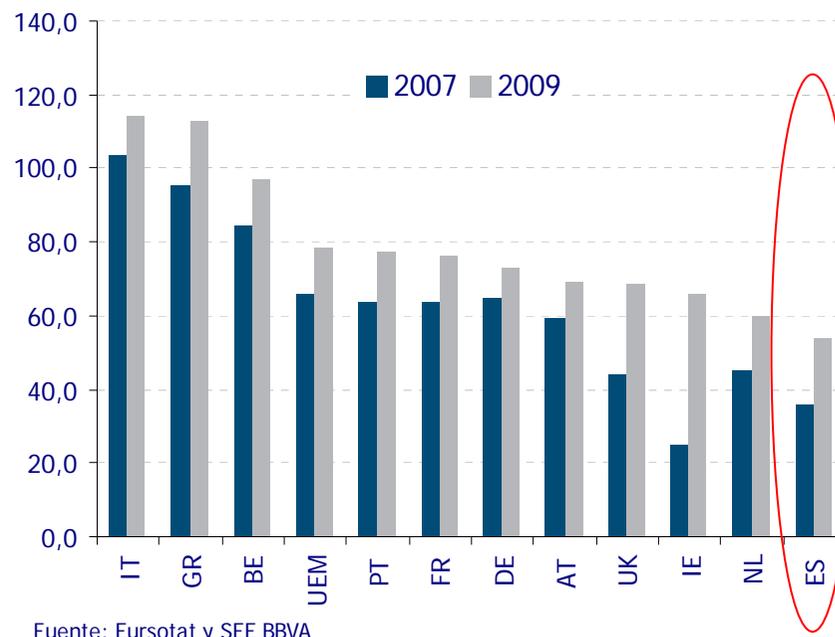
Déficit fiscal: el fondo queda atrás, pero el reto es muy ambicioso

**Déficit público**  
En porcentaje del PIB



Fuente: AMECO y SEE BBVA

**Deuda pública**  
En porcentaje del PIB



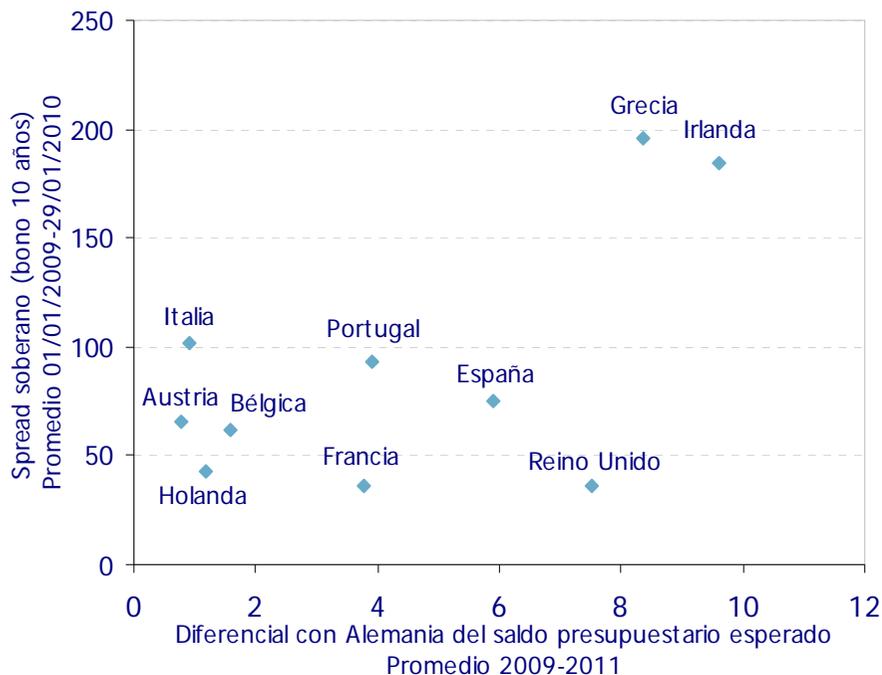
Fuente: Eursotat y SEE BBVA

Aunque el nivel de deuda se mantendrá en niveles relativamente bajos, el deterioro ha sido significativo, y superior a lo observado en otros países de la UEM

B Los desequilibrios se corrigen, pero el proceso de ajuste no ha finalizado

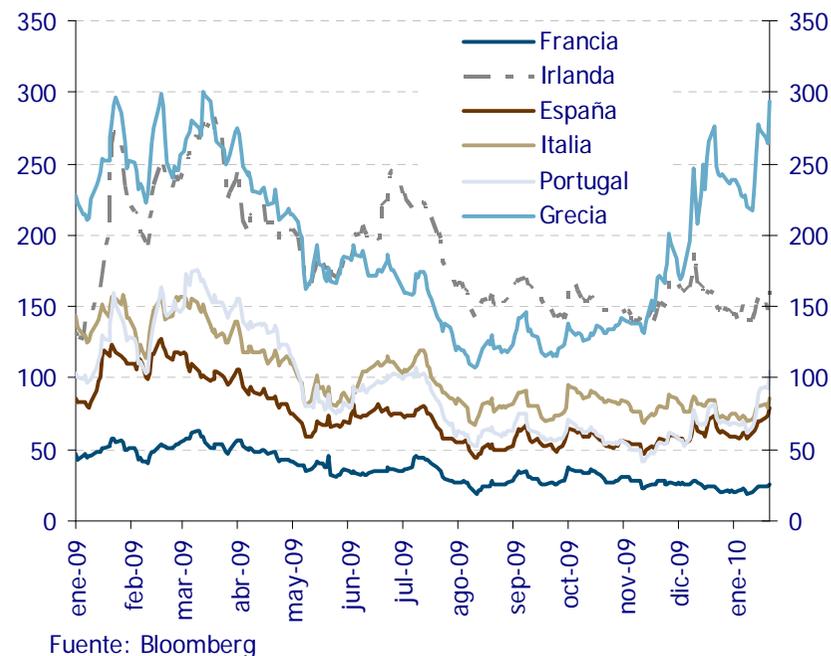
3 Déficit fiscal: el fondo queda atrás, pero el reto es muy ambicioso

Spread soberano vs saldo presupuestario esperado



Fuente: SEE BBVA a partir de Bloomberg y AMECO

Spreads soberanos: bono a 10 años



Fuente: Bloomberg

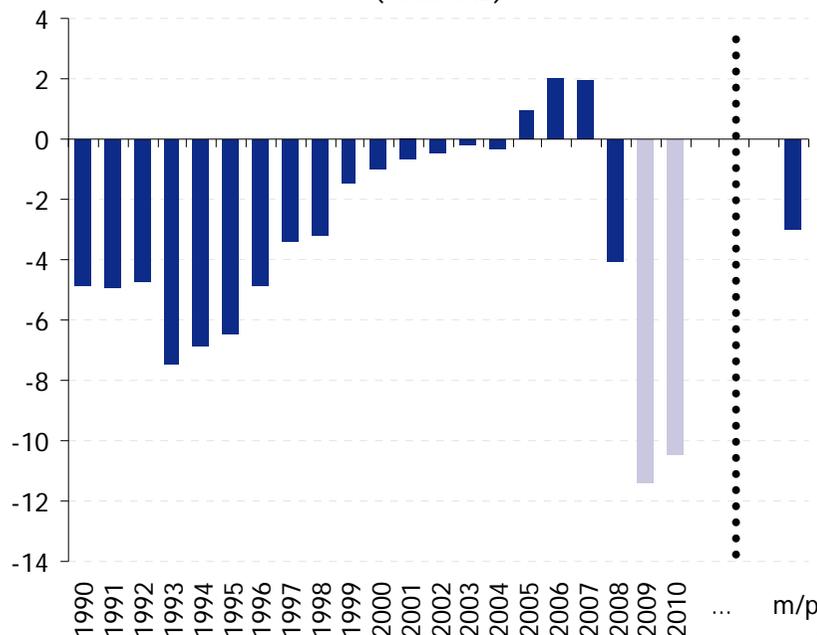
**El spread soberano se está incrementando más en aquellos países dónde las expectativas de déficit son relativamente mayores.**

**B** Los desequilibrios se corrigen, pero el proceso de ajuste no ha finalizado

**3** Déficit fiscal: el fondo queda atrás, pero el reto es muy ambicioso

¿Es factible alcanzar el objetivo del 3%? Exige una reducción de 1,5 Puntos por año

**España: Saldo de las AA.PP.**  
(% del PIB)



Fuente: SEE BBVA a partir de INE y Banco de España

### Evolución previsible a medio plazo:

#### Gasto público:

- Pensiones: +1,0
- Intereses deuda: +1,2
- Desempleo: -0,5
- Inversión pública: -1,9

#### Ingresos:

- Medidas 2010: +1,0
- Ciclo: +2,0

**Total: 3,2 p.p**

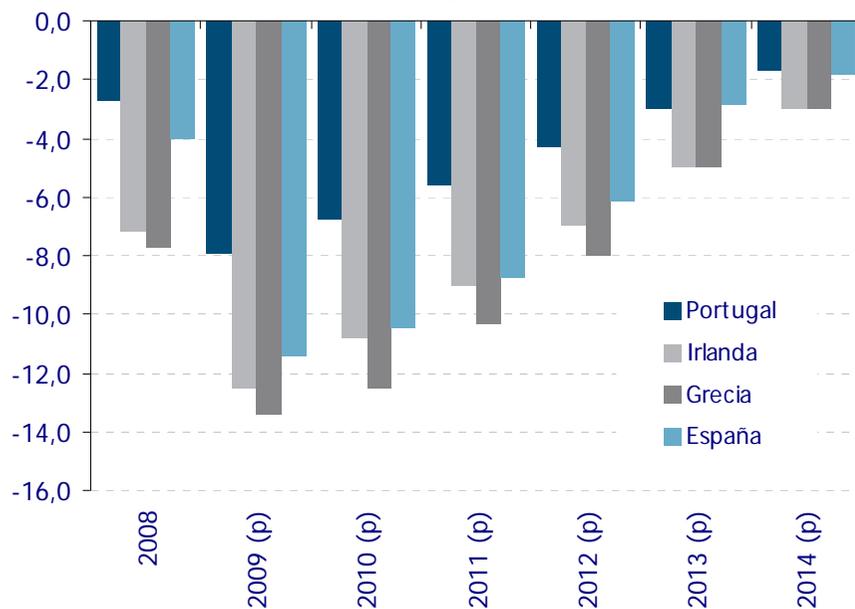
**Ajuste pendiente hasta déficit -3% : 5,2 p.p**

**Ajuste gasto corriente**  
**Reformas estructurales**  
**Subidas impositivas**

B Los desequilibrios se corrigen, pero el proceso de ajuste no ha finalizado

3 Déficit fiscal: el fondo queda atrás, pero el reto es muy ambicioso

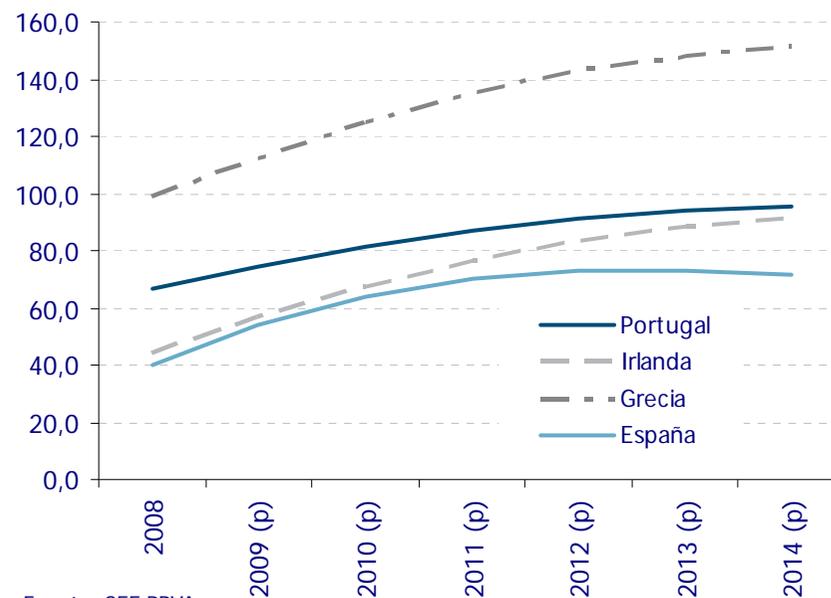
**Déficit público**  
Escenarios recomendados por la CE  
En porcentaje del PIB



Fuente: SEE BBVA

Aunque el esfuerzo que tendría que hacer España es similar al de otros países,...

**Deuda pública**  
Escenarios recomendados por la CE  
En porcentaje del PIB



Fuente: SEE BBVA

..., estos parten de niveles de deuda más elevados.

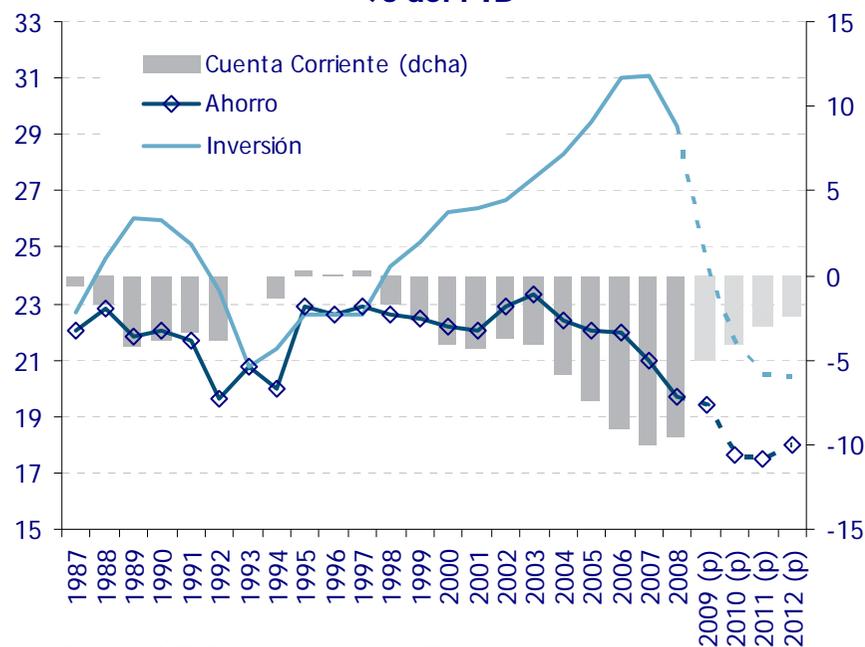
B

Los desequilibrios se corrigen, pero el proceso de ajuste no ha finalizado

4

Necesidades de financiación: se reducen pero permanecen elevadas

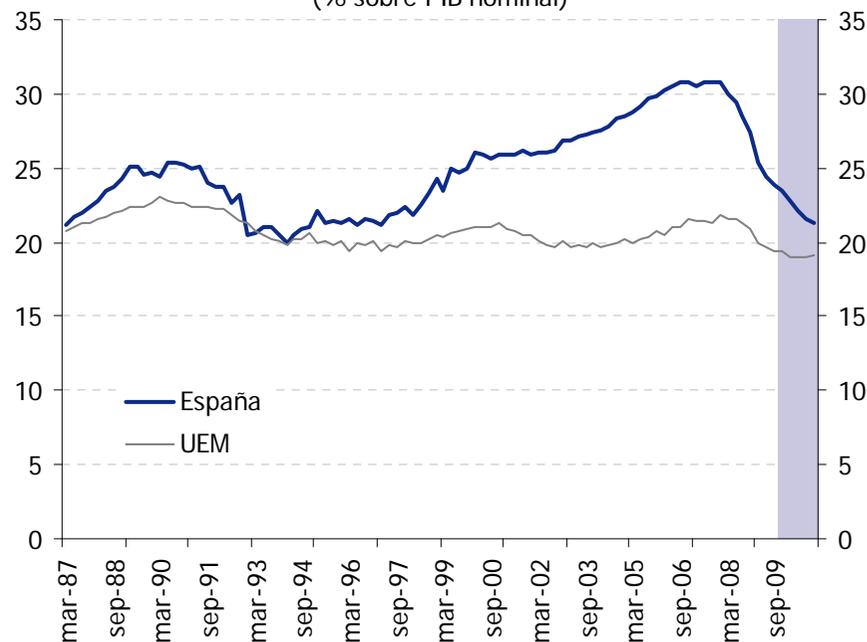
**España: Ahorro e Inversión**  
% del PIB



Fuente: SEE BBVA a partir de INE

Como consecuencia, las NNFF se contendrán adicionalmente, con un consumo moderado, y caídas adicionales en la tasa de inversión ...

**Tasa de inversión**  
(% sobre PIB nominal)



Fuente: SEE BBVA

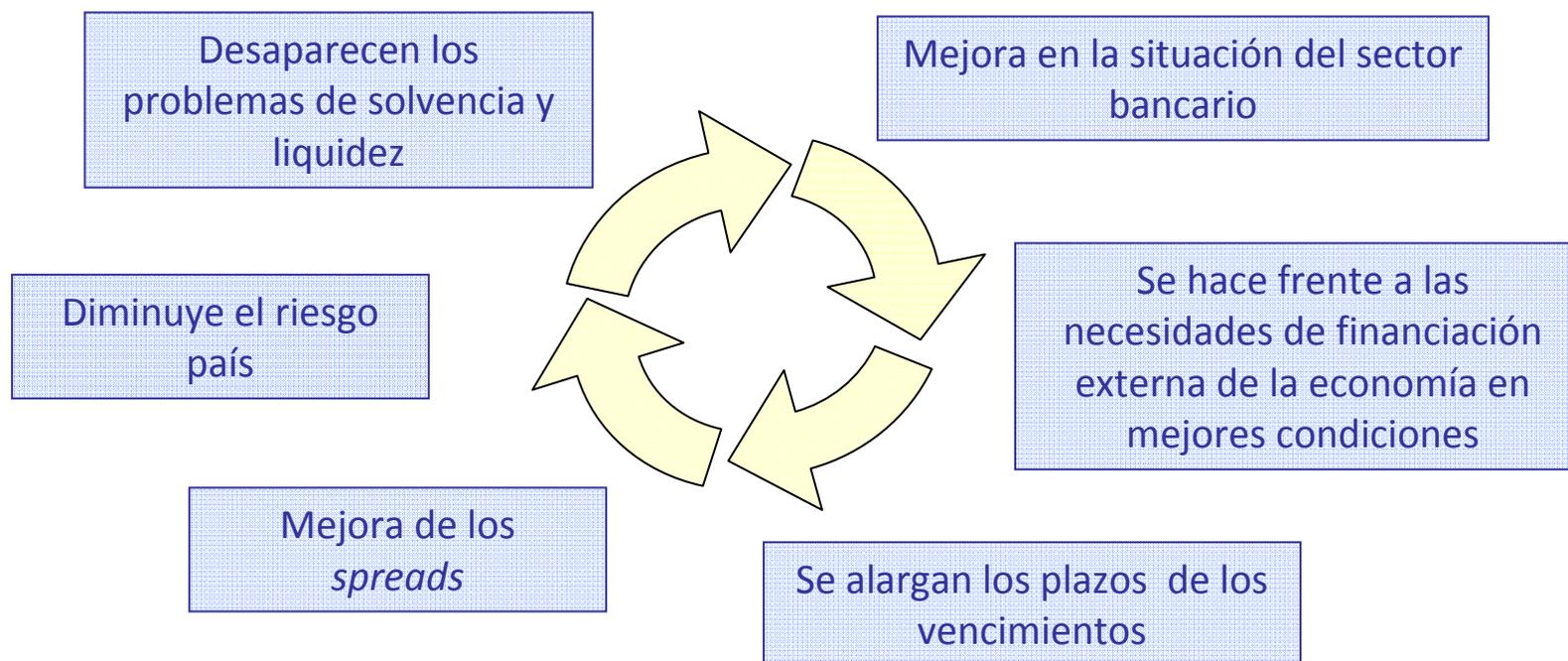
... en una convergencia hacia niveles europeos

B

Los desequilibrios se corrigen, pero el proceso de ajuste no ha finalizado

5

Reestructuración del sistema financiero



A la necesidad por parte de los agentes de reducir su endeudamiento se une un proceso de reestructuración del sistema financiero global, que podría permitir la generación de un círculo virtuoso

B

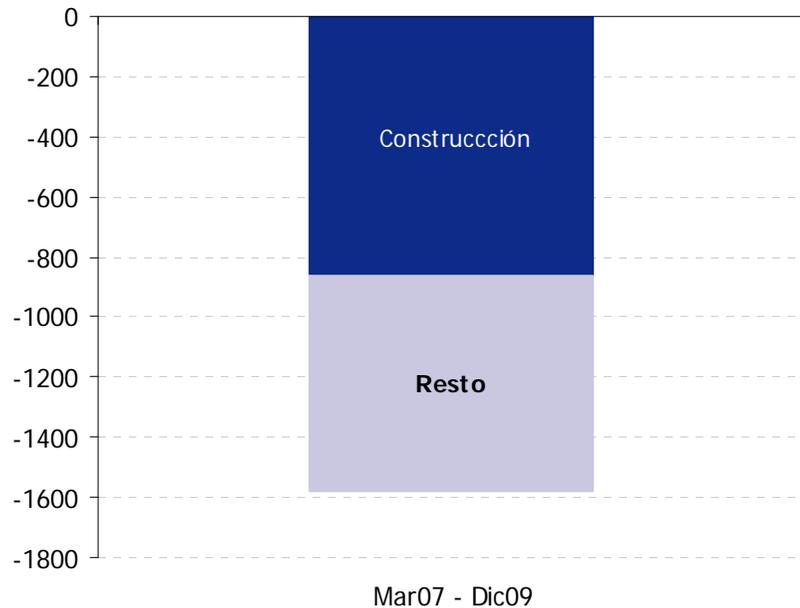
Los desequilibrios se corrigen, pero el proceso de ajuste no ha finalizado

6

Tasa de paro: poco margen de repunte, pero un largo camino por delante

### España: Variación del empleo

(Miles de personas, corregido de estacionalidad)

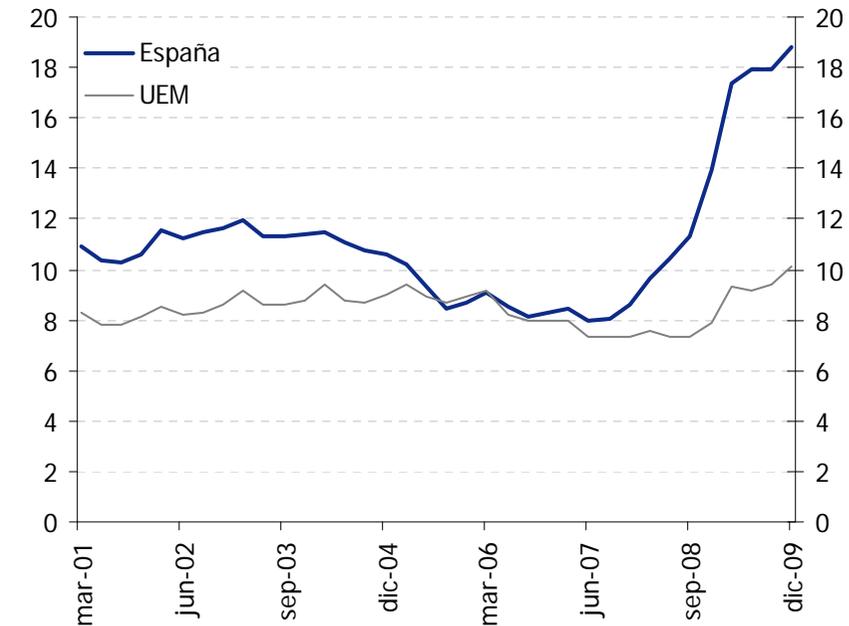


Fuente: SEE BBVA a partir de INE

Hasta el momento, la destrucción de empleo alcanza los 1,5 millones, la mitad de los cuales en la construcción ...

### Tasa de paro

(% población activa)



Fuente: INE y Eurostat

... y el repunte de la tasa de paro es muy superior a la media Europea

B

Los desequilibrios se corrigen, pero el proceso de ajuste no ha finalizado

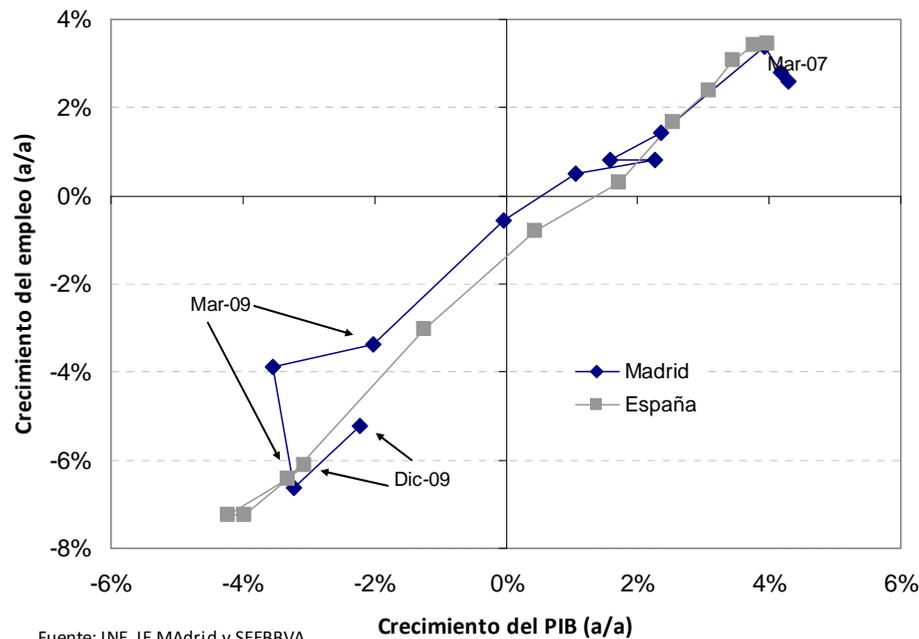
6

Tasa de paro: poco margen de repunte, pero un largo camino por delante

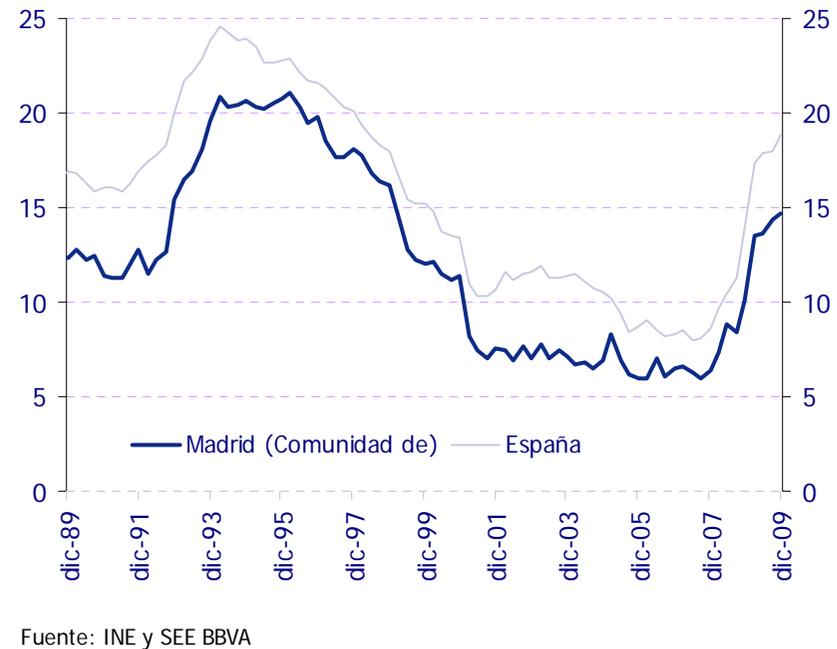
En Madrid el ajuste está siendo más rápido que en el conjunto de España...

... en un mercado laboral que parte ya de niveles más problemáticos

PIB y empleo: Madrid y España



Madrid y España: Tasa de paro (% población activa)



C

**Reformas estructurales: la economía en la encrucijada****La encrucijada de la economía española****Círculo virtuoso****Reformas Estructurales****Mayor crecimiento del PIB, empleo, etc.****Menor costo de consolidación fiscal****Círculo vicioso****Complacencia****Menor crecimiento del PIB, empleo, etc.****Mayor costo de consolidación fiscal****La salida de la recuperación estará determinada por la decisión**

# Perspectivas para las economías española y madrileña 2010

Servicio de Estudios BBVA