

# Situación Madrid

Segundo Semestre 2011  
Análisis Económico

- **El crecimiento mundial se desacelera**, y los riesgos empeoran las expectativas.
- **La economía española continúa estancada**, y aumenta la probabilidad de entrada en recesión.
- **Madrid está acelerando la corrección de sus desequilibrios**, aunque estos seguirán limitando el crecimiento en 2012.
- **Madrid debe continuar avanzando en las reformas estructurales, y liderando el proceso**, para mantener su objetivo de competir con las principales regiones europeas.

# Índice

1. Resumen.....	3
2. Entorno internacional: desaceleración mundial y riesgos significativos a la baja.....	5
3. Comunidad de Madrid: pese a las dificultades, liderando el crecimiento regional en 2011.....	10
Recuadro 1. IA BBVA- Madrid, un indicador sintético del estado de la economía madrileña.....	20
Recuadro 2. El ahorro de los hogares en las comunidades autónomas.....	21
Recuadro 3. Encuestas de Actividad Económica y Tendencias de Negocio y Gasto en Madrid.....	25
4. Evolución reciente de la financiación de las comunidades autónomas. El caso de Madrid.....	27
5. Cuadros.....	33

# 1. Resumen

El empeoramiento de la economía mundial y de las perspectivas sobre ésta en los últimos meses se debe, principalmente, a cuatro factores: un comportamiento peor de lo esperado en las economías desarrolladas; la crisis de deuda soberana europea, que se intensifica y se hace cada vez más sistémica; la retroalimentación entre los problemas de la deuda soberana y los del sistema financiero; y el aumento mundial de la aversión al riesgo. En reacción a este aumento de las dificultades, a lo largo de los últimos meses se han tomado medidas, particularmente en Europa y en la cumbre de octubre, que van en la buena dirección, pero que se están demostrando claramente incompletas, ya que no ofrecen una solución cerrada a los problemas. En este contexto, por tanto, la volatilidad es muy elevada, y aunque la economía mundial continúa creciendo de manera robusta, la principal característica es la heterogeneidad. Así, el dinamismo se apoya en el comportamiento de los países emergentes, con un mundo desarrollado cuya evolución será discreta, y en el que las posibilidades de virar hacia escenarios de riesgo ganan peso a medida que el tiempo avanza sin alcanzar las medidas definitivas para sentar las bases para la salida de la crisis.

En España, la conjunción de los problemas globales y los problemas propios (necesidad de desapalancamiento, dificultades para la financiación exterior, elevada tasa de paro y estancamiento de la demanda interna empujada, adicionalmente, por la consolidación fiscal) ha supuesto un estancamiento de la economía en el tercer trimestre, con creciente probabilidad de volver a tasas de crecimiento negativo en último trimestre del año. Todo esto pone en riesgo, a su vez, las posibilidades de cumplir con el escenario de consolidación fiscal dibujado y aumenta las necesidades de financiación del país, activando un círculo vicioso de retroalimentación con la prima de riesgo que es imperativo romper. Esto sólo es posible proyectando hacia el exterior una imagen creíble sobre el proceso de consolidación fiscal, sobre el desapalancamiento del sector privado, y mediante la aplicación de reformas estructurales contundentes que faciliten la transformación del tejido productivo y posibiliten la recuperación del crecimiento potencial de la economía.

En el plano de la consolidación fiscal, el comportamiento del Estado parece no ofrecer dudas, mostrando incluso un cierto margen que permitiría compensar parcialmente el incumplimiento por parte de las comunidades autónomas, sobre el que recaen las dudas de los mercados. La relevancia que éstas han adquirido en el conjunto del gasto público (más del 50% del total) hace que su papel en este proceso de consolidación sea radicalmente distinto del que asumieron en la crisis de principios de los años noventa, cuando su peso en el sector público -y en el PIB- era la mitad del actual. Por tanto, el esfuerzo que éstas deben realizar en el cumplimiento de sus objetivos fiscales es una condición necesaria -aunque no suficiente- para devolver la confianza sobre España, lo que facilitaría en gran medida la aplicación del resto de reformas, al apoyar la apertura de los mercados y la rebaja de los costes de financiación.

En el plano privado, los procesos de desapalancamiento y de absorción del desequilibrio generado por el sector inmobiliario en los que está inmersa la economía española tienen un impacto regional muy diferenciado, que da lugar, junto con la exposición al sector exterior, a comportamientos muy heterogéneos entre regiones tanto en 2011 como previsiblemente en 2012. El nivel de endeudamiento alcanzado en el pasado periodo de expansión (y aumentado durante la crisis) condiciona la capacidad de recuperación de la demanda interna siendo tanto más problemático cuanto mayor es la exposición al sector inmobiliario. A su vez, la renta doméstica se encuentra ha visto reducida por un segundo factor, la caída de la proporción de parados que perciben prestaciones por desempleo, cuyo impacto es mayor cuando se combina con una elevada tasa de paro. Finalmente, el stock de viviendas sin vender condiciona la capacidad de recuperación de un sector inmobiliario que seguirá trayendo crecimiento a la economía pero, nuevamente, la heterogeneidad regional es tal que algunas comunidades ya han absorbido la sobreoferta de viviendas y, por tanto, el mercado podría empezar a reactivarse en estas comunidades de producirse una recuperación del empleo.

Madrid es un caso ligeramente distinto frente al del resto de comunidades. Aunque también está experimentando la desaceleración, la dotación de factores (de capital físico, educativo o el esfuerzo en investigación y desarrollo), y la renta per cápita sitúan a la región en un nivel claramente por encima de la media española, lo que supone una ventaja para afrontar la crisis. Además, la transformación que está experimentando el sector turístico de esta comunidad, apoyado coyunturalmente por la Jornada Mundial de la Juventud este verano, ha permitido un buen

comportamiento de los servicios a lo largo del verano, retrasando el impacto de la desaceleración que se observa en la economía. Así, como se analiza en la parte dedicada a la coyuntura de Madrid, aunque esta comunidad también se desacelera, podría mantener todavía un diferencial positivo de crecimiento y mantenerse entre las comunidades de cabeza tanto en 2011 como en 2012.

En esta línea, la revista incorpora dos recuadros. El primero plantea la realización de un indicador sintético de la economía de Madrid que, a partir de indicadores de frecuencia mensual, permite predecir el comportamiento del PIB a corto plazo. Así, según este indicador, y a pesar de la escasez de información disponible sobre el cuarto trimestre y la incertidumbre actual existente, la Comunidad de Madrid podría crecer en torno a dos décimas en el último trimestre del año. El segundo recuadro, por su parte, muestra los resultados de las primeras oleadas de la encuesta de Actividad Económica BBVA, realizada a la red de oficinas de la entidad con periodicidad trimestral, lo que permite conocer con rapidez y fiabilidad el pulso de la actividad en la comunidad. Estas encuestas, desarrolladas durante más de 20 años en otras comunidades autónomas, permiten obtener buenos predictores del PIB una vez que la muestra temporal es suficientemente larga.

En cualquier caso, demanda interna madrileña también se mantiene débil, en parte como consecuencia del elevado nivel relativo de apalancamiento del sector privado que condiciona las necesidades de ajuste en esta economía. No obstante, el mayor endeudamiento de esta región respecto a la media incorpora también un cierto efecto sede en lo referente al crédito empresarial, y además, tanto en el conjunto de crédito como en el ahorro de los hogares, se ha producido una corrección relevante a lo largo de la crisis, que permite anticipar, nuevamente, una mejor posición de cara a la recuperación. A tal fin, se incorpora un recuadro en el que ofrecen series de ahorro de los hogares por comunidades autónomas, observándose que en Madrid, en los años de la crisis, se ha superado la tasa de ahorro media nacional.

Finalmente, dados los condicionantes que está suponiendo la financiación de las administraciones territoriales, en la revista se analiza el impacto que ha traído el cambio de sistema de financiación para las comunidades autónomas, y en particular, para la de Madrid. En este análisis se concluye que el cambio de sistema supone una mejora relativa en la financiación de la Comunidad, lo que no excluye que, dados los riesgos y la incertidumbre a la que se está enfrentando la región, deban extremarse los esfuerzos para garantizar que ineludiblemente se cumpla con los objetivos fiscales marcados para el conjunto de administraciones autonómicas.

Aunque Madrid está demostrando una flexibilidad mayor que otras regiones de España, esta se muestra aún insuficiente para competir en la liga que corresponde a esta región, por su papel motor de la economía española. Así, los esfuerzos educativos o de investigación la sitúan en un buen nivel frente al resto de regiones españolas, pero en una posición media entre los principales países europeos, o entre las principales áreas de crecimiento, por lo que debe continuar avanzándose en dotar a la economía de las herramientas necesarias para continuar con el proceso de convergencia con éstas.

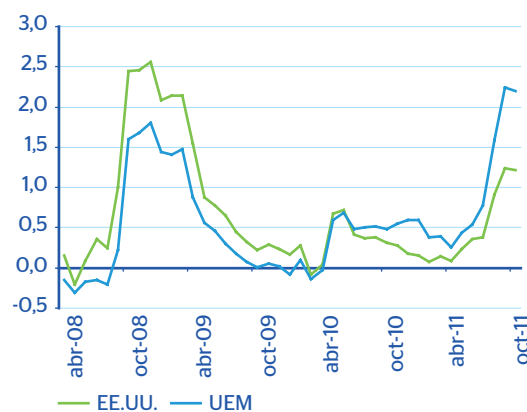
## 2. Entorno internacional: desaceleración mundial y riesgos significativos a la baja

### La economía mundial se desacelera y los riesgos aumentan los sesgos a la baja

Las perspectivas de la economía mundial han empeorado en los últimos meses, principalmente a causa de cuatro factores que aún ejercen su influencia. En primer lugar, el crecimiento económico ha sido menor de lo esperado, principalmente en las economías desarrolladas. En segundo lugar, la crisis de deuda soberana en Europa se ha intensificado y se ha vuelto más sistémica. Aunque las decisiones adoptadas en la cumbre de octubre van en la buena dirección, quedan muchos elementos clave sin resolver, particularmente en lo concerniente a la potencia real de los mecanismos para garantizar la liquidez soberana (un Fondo Europeo de Estabilidad Financiera, o FEEF, apalancado), la reestructuración de la deuda griega en manos de inversores privados, y una clara «hoja de ruta» para mejorar la gobernanza europea y avanzar hacia la unión fiscal. Y mientras se perfilan estos detalles han surgido problemas nuevos, como la enorme inestabilidad causada por el anuncio del gobierno griego de convocar un referéndum sobre el plan de rescate y su posterior anulación. En tercer lugar, se ha intensificado la retroalimentación entre los problemas con la deuda soberana y la salud del sistema financiero europeo, lo que aumenta el riesgo de un impacto negativo en la actividad económica y alimenta aún más el círculo vicioso real-financiero. Por último, el aumento mundial de la aversión al riesgo ha disparado la volatilidad en los mercados financieros, contagiando a la mayoría de activos de riesgo e incluso a las economías emergentes por primera vez desde 2009. En este contexto, la economía mundial crecería un 3,9% en 2011 y un 4,1% en 2012, apoyada por un crecimiento sólido en los países emergentes frente a un crecimiento discreto en las economías avanzadas.

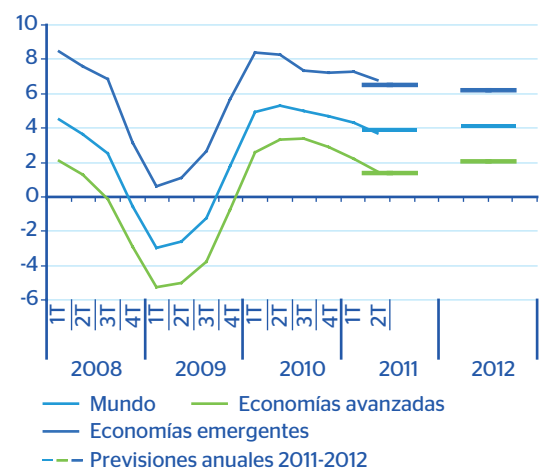
Estas tasas de crecimiento mundiales siguen siendo robustas, pero los riesgos existentes apuntan a que la probabilidad de que se produzcan escenarios con un nivel de actividad menor se ha incrementado significativamente, de manera que su materialización dependerá de la evolución de la crisis financiera y soberana en Europa. En particular, se hace necesaria una rápida reducción del estrés financiero en Europa para suavizar el impacto negativo que estos factores pueden generar en el crecimiento europeo y el contagio hacia otras regiones.

Gráfico 1  
**Índice de tensiones financieras BBVA**



Fuente: BBVA Research

Gráfico 2  
**Crecimiento del PIB (% interanual)**



Fuente: BBVA Research y FMI

### Las cumbres europeas de octubre han avanzado en la dirección correcta, pero quedan elementos clave sin resolver

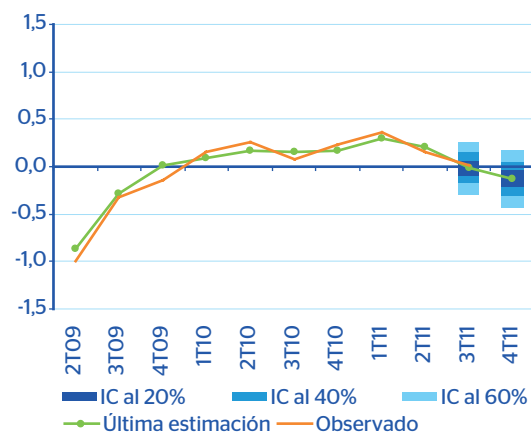
Las cumbres europeas de octubre debían resolver cinco puntos fundamentales: (i) atajar definitivamente la sostenibilidad de la deuda griega; (ii) crear cortafuegos para la deuda soberana en la UEM; (iii) presionar para que se lleven a cabo más reformas en los países periféricos; (iv) fortalecer el sector bancario; y (v) mejorar la gobernanza de la zona euro. A este respecto, en las

últimas cumbres se han adoptado medidas importantes en la dirección correcta, aunque éstas no resuelven definitivamente la mayoría de los puntos clave. Como hemos mencionado en otras ocasiones, las soluciones parciales simplemente ayudarán a prevenir una escalada de las tensiones financieras, pero estas seguirán elevadas, lo que aumenta los riesgos de un descenso de la actividad económica en la zona del euro. En particular, los acuerdos dejan abiertos los riesgos respecto a la sostenibilidad de la deuda griega en escenarios donde exista un "cansancio" en el proceso reformador. Asimismo, aunque se ha buscado incrementar el apalancamiento del FEEF, su operatividad podría retrasarse, mientras que al no contar con el Banco Central Europeo como comprador (permanente) de última instancia de la deuda pública europea su poder estabilizador se reduce. Al mismo tiempo, la recapitalización del sector bancario se está llevando a cabo de forma, ineficiente compensando las moderadas pruebas de resistencia de los balances bancarios con un aumento sustancial de los requisitos de capital. Esto podría provocar un brusco desapalancamiento de los bancos europeos que afectaría negativamente al crédito y dejaría sin sanear los balances de los bancos de la zona euro. Además, aún no se ha establecido un mecanismo para la provisión de liquidez a largo plazo, pese a que resulta extremadamente importante para que los bancos puedan financiarse. Por último, se ha avanzado en la gobernanza europea pero no existe una hoja de ruta clara hacia la unión fiscal o la emisión de eurobonos, que en nuestra opinión constituye un elemento clave para la credibilidad a largo plazo de la UEM.

### En España, se observa un deterioro en el ritmo de recuperación de la economía

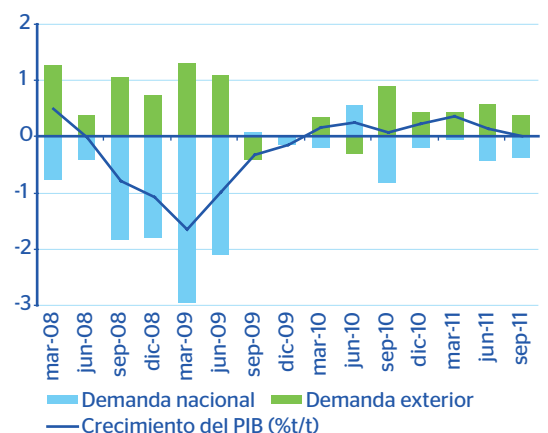
Durante los últimos tres meses, las incertidumbres sobre las perspectivas de la economía mundial y el alcance insuficiente de algunas reformas estructurales han tenido un efecto negativo en las expectativas de recuperación de la economía española. Asimismo, a nivel interno continúa el ajuste de los desequilibrios acumulados en la fase anterior al inicio de la crisis, potenciado en algunos sectores por el proceso de consolidación fiscal. Así, la incipiente recuperación observada en la producción durante los últimos trimestres ha disminuido, con tasas de crecimiento que han caído del 0,4% t/t en el primer trimestre de 2011, hasta el estancamiento que se desprende de nuestra estimación para el tercero o de la previsión de caída que se observa para el cuarto.

Gráfico 3  
**España: crecimiento observado del PIB y previsiones del Modelo MICA-BBVA (%t/t)**



Previsión actual: 16 de noviembre de 2011  
Fuente: BBVA Research a partir de INE

Gráfico 4  
**España: contribuciones al crecimiento trimestral del PIB**



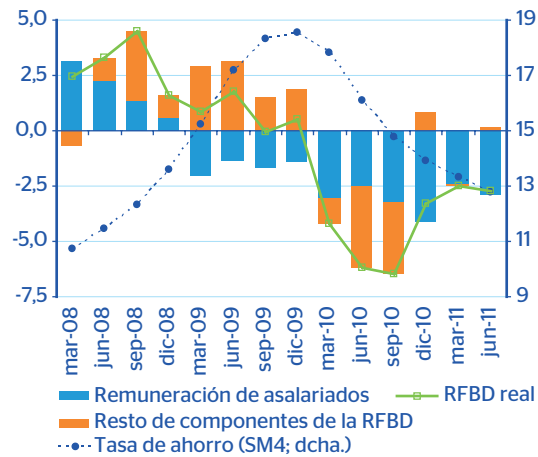
Fuente: BBVA Research a partir de INE

Hacia delante, los indicadores de confianza y la volatilidad en los mercados financieros europeos ya adelantan un estancamiento de la economía europea durante la parte final del año, que podría afectar negativamente al hasta ahora potente crecimiento de las exportaciones españolas. Más importante aún puede ser el efecto que las dudas sobre la solvencia de algunas entidades financieras europeas pueda tener en la provisión de crédito en el continente, incluida la financiación de actividades de exportación, y por lo tanto, sobre la actividad en sí misma. Dentro de España, en primer lugar, el incremento en la prima de riesgo durante los últimos tres meses y las expectativas

de que dicha prima presente una reducción más lenta hacia los niveles consistentes con los fundamentales de la economía restarían crecimiento a 2012. En segundo lugar, la incertidumbre relacionada con la política económica y, en particular, con la resolución definitiva de la crisis soberana, ya habría empezado a afectar a las expectativas de empresas y familias, lo que tendrá un efecto negativo sobre el consumo y la inversión durante los siguientes trimestres.

Gráfico 5

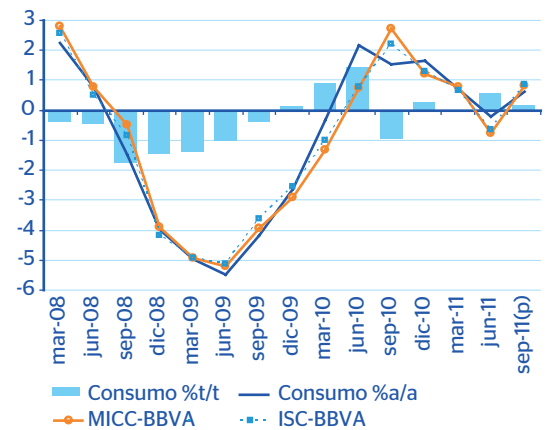
### España: contribuciones al crecimiento interanual de la RFBd real\* y tasa de ahorro de los hogares (%)



\* Se deflacta mediante el deflactor del consumo de los hogares  
Fuente: BBVA Research a partir de INE

Gráfico 6

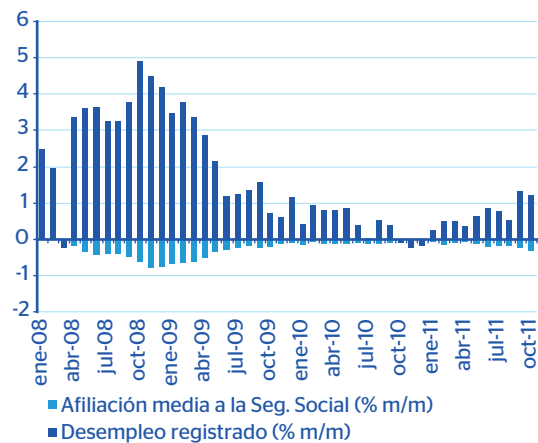
### España: datos observados y previsiones en tiempo real del consumo de los hogares



Fuente: BBVA Research a partir de INE

Gráfico 7

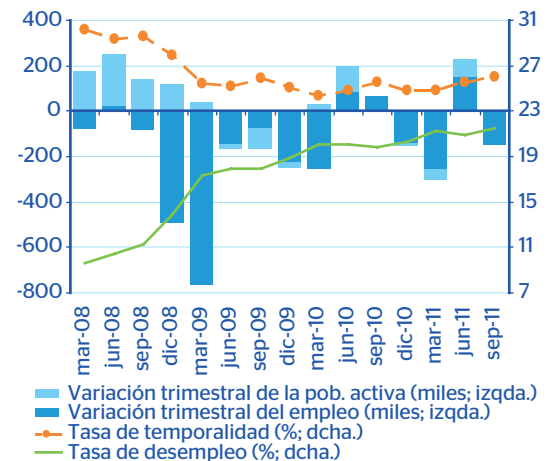
### España: afiliación media a la Seguridad Social y desempleo registrado (Datos CVEC)



Fuente: BBVA Research a partir de MTIN

Gráfico 8

### España: indicadores del mercado laboral

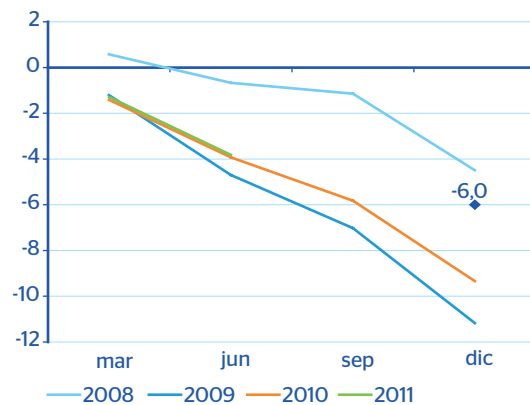


Fuente: BBVA Research a partir de INE

En tercer lugar, y respecto al cumplimiento de los compromisos en materia fiscal, la creciente probabilidad de una desviación respecto a los compromisos asumidos en términos de déficit, junto con las revisiones que se están haciendo a la baja respecto a la actividad económica para el próximo año, suponen que la consolidación fiscal deberá ser más ambiciosa que la previamente estimada para 2012. En cuarto lugar, a pesar de los avances observados durante el último año, el proceso de reestructuración del sistema financiero español continúa sin completarse, dejando abierta la puerta para que algunas entidades no se encuentren preparadas para lidiar con los escenarios adversos a los cuales el mercado está poniendo especial atención y, por lo tanto, supone que éstas se mantengan sensibles a cambios bruscos en las condiciones de mercado, limitando su capacidad de ofrecer crédito, y más en un contexto en el que los requerimientos de capital han sido elevados.

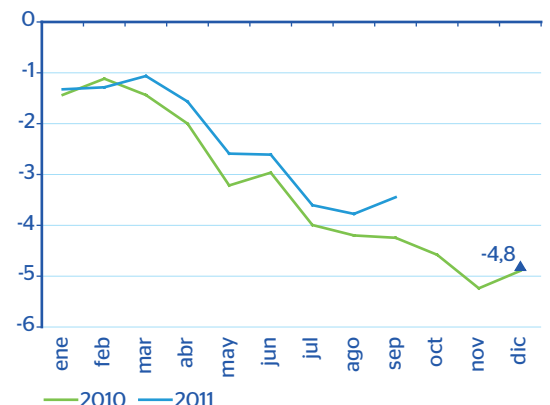
Finalmente, aunque valoramos positivamente el compromiso con la estabilidad fiscal mostrado en la reforma realizada en la Constitución, el decepcionante comportamiento del déficit de las Comunidades Autónomas en el primer semestre puede generar dudas sobre la capacidad del Gobierno para cumplir sus objetivos de este año. Más aún, el balance final de las reformas realizadas durante el último año y medio para generar crecimiento es que éstas no han estado a la altura de los problemas que enfrenta la economía española. Por el lado positivo, este contexto de mayor incertidumbre está llevando al Banco Central Europeo a mantener una política monetaria ligeramente más acomodaticia -habiendo reducido los tipos recientemente, frente al calendario las subidas de tipos oficiales que se adelantaban hace 3 meses-, lo que puede ser especialmente positivo para las familias y empresas españolas, aunque probablemente insuficiente para compensar los efectos más directos del incremento de la incertidumbre. Asimismo, y a pesar de la presión a la baja que supone el menor crecimiento en Europa, las exportaciones continúan creciendo fuertemente, en especial aquellas relacionadas con el sector servicios y dirigidas hacia mercados extra comunitarios, lo cual puede ser particularmente importante para que la destrucción de empleo no se agudice todavía más.

Gráfico 9  
**AA.PP.: capacidad (+)/ necesidad (-) de financiación (Base 2008. % PIB)**



Fuente: BBVA Research a partir de INE

Gráfico 10  
**Estado: capacidad (+)/ necesidad (-) de financiación (Base 2008. % PIB)**



Fuente: BBVA Research a partir de MEH

En suma, el deterioro observado en el contexto internacional relevante para la economía española apunta a que el crecimiento se mantendrá bajo y a que la probabilidad de escenarios más negativos que el que se presenta en esta revista se haya incrementado. De hecho, cada vez queda menos tiempo para evitar la materialización de ese escenario de riesgo con medidas más ambiciosas y definitivas tanto a nivel europeo como a nivel nacional, que despejen por completo las dudas que existen, en general para Europa sobre la gobernanza y, en particular para España, sobre la capacidad de generación de crecimiento y cumplimiento de sus objetivos fiscales.

En este sentido, deberá llevar a cabo con urgencia una agenda sustancial y ambiciosa de reformas como las que se han propuesto reiteradamente desde BBVA Research en los últimos años.

Por el lado de las finanzas públicas, será importante obrar en consecuencia con la caída estructural de los ingresos, reduciendo el gasto o buscando fuentes alternativas de financiación, pero también desarrollando instituciones consistentes con, i) la nueva regla fiscal adoptada en la Constitución, ii) una mayor transparencia y planificación (presupuestos plurianuales) y iii) con incentivos que promuevan el cumplimiento de los objetivos en todos los niveles de las Administraciones Públicas. En segundo lugar, se debe avanzar en la reestructuración de una parte del sistema financiero español, que permita un proceso de desapalancamiento ordenado y satisfaga la mayor demanda de crédito cuando la recuperación se consolide.

En tercer lugar, deben llevarse a cabo las reformas necesarias para reducir cuanto antes el drama del desempleo y para favorecer la reasignación de factores productivos hacia los sectores y empresas con mayor dinamismo y potencial de crecimiento, capaces de generar empleo estable y de calidad. En una economía tan dual como la española, existen innumerables ejemplos de excelencia empresarial a nivel internacional que están detrás del extraordinario comportamiento



de nuestro sector exportador durante los últimos trimestres. Generalizar este comportamiento al resto de empresas y sectores, liberar el enorme potencial de crecimiento de nuestra economía y eliminar las barreras que impiden una reasignación y un empleo eficiente de recursos, en muchos casos ociosos, son retos urgentes. Y aunque en el actual contexto internacional, alcanzar estos objetivos no es una condición suficiente para asegurar la recuperación económica y la salida a una crisis que dura ya cuatro años, sí que se trata de una condición necesaria. Mientras esperamos a que los países de la eurozona resuelvan definitivamente sus problemas, en lugar de lamentarnos por lo que Europa no acaba de hacer para mejorar la situación de la economía española, planteémonos qué es lo que desde España puede hacerse para resolver la encrucijada en la que se encuentra Europa, cumpliendo con nuestros compromisos fiscales y adoptando medidas verdaderamente ambiciosas para potenciar el crecimiento y la creación de empleo.

Cuadro 1

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

<b>Actividad</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>
PIB real	0,9	-3,7	-0,1	0,8	1,0
Consumo privado	-0,6	-4,3	1,3	0,4	0,5
Consumo público	5,8	3,2	-0,7	-0,3	-2,7
Formación Bruta de Capital	-4,8	-16,0	-7,5	-5,1	-0,6
Bienes de equipo y otros productos	-3,0	-21,2	-2,1	-0,5	2,8
Construcción	-5,9	-11,9	-11,1	-8,7	-3,2
Vivienda	-10,7	-24,5	-16,5	-7,4	0,9
Demanda Interna (contribución al crecimiento)	-0,6	-6,4	-1,1	-1,0	-0,4
Exportaciones	-1,1	-11,6	10,3	10,1	5,1
Importaciones	-5,3	-17,8	5,5	3,0	-0,3
Demanda Externa (contribución al crecimiento)	1,5	2,7	1,0	1,8	1,4
PIB nominal	3,3	-3,1	0,8	3,0	3,3
(Miles de millones de euros)	1088,1	1053,9	1062,6	1094,7	1130,7
<b>Mercado de trabajo</b>					
Empleo, EPA	-0,5	-6,8	-2,3	-1,7	-0,8
Tasa de paro (% población activa)	11,3	18,0	20,1	21,5	22,1
Empleo CNTR (equivalente a tiempo completo)	-0,5	-6,6	-2,4	-1,7	-0,9
Productividad aparente del factor trabajo	1,4	2,9	2,2	2,5	1,9
<b>Precios y costes</b>					
IPC (media anual)	4,1	-0,3	1,8	3,1	1,2
Deflactor del PIB	2,4	0,6	1,0	2,2	2,3
Deflactor del consumo privado	3,5	0,1	2,8	3,6	0,8
Remuneración por asalariado	6,4	4,1	0,7	2,5	3,4
Coste laboral unitario	5,0	1,2	-1,5	-0,1	1,5
<b>Sector exterior</b>					
Balanza por Cuenta Corriente (% del PIB)	-9,6	-5,2	-4,5	-4,5	-3,0
<b>Sector público</b>					
Deuda (% del PIB)	39,8	53,3	60,1	65,1	67,6
Saldo de las AA.PP. (% del PIB)	-4,2	-11,1	-9,2	-6,5	-4,4
<b>Hogares</b>					
Renta disponible nominal	6,0	1,7	-1,8	0,1	1,7
Tasa de ahorro (% renta nominal)	13,5	18,1	13,1	9,7	10,0

Fecha cierre de previsiones: 28 de Noviembre de 2011

Nota: datos observados y previsiones consistentes con la CNTR en base contable de 2000.

Fuente: organismos oficiales y BBVA Research

### 3. Comunidad de Madrid: pese a las dificultades, liderando el crecimiento regional en 2011

En el actual contexto de crisis en el que se desenvuelven las regiones españolas, la situación de la economía de la Comunidad de Madrid viene definida por una doble óptica. En primer lugar, las limitaciones y dudas acerca de la recuperación europea definen un entorno de menor demanda externa. En segundo lugar, la propia situación de la economía madrileña viene definida por las características de su economía y, más concretamente, por sus propias fortalezas y desequilibrios, que justifican el comportamiento diferencial respecto al resto de comunidades autónomas españolas.

Además de algún factor idiosincrático concreto - como la concentración del sistema financiero o la capitalidad en el caso de la ciudad de Madrid - el análisis de estas fortalezas y debilidades que explican el comportamiento diferencial de la Comunidad de Madrid puede resumirse en seis factores: exceso de oferta de vivienda, endeudamiento privado, desempleo, deuda de las comunidades autónomas, consolidación fiscal y apertura exterior.(ver Cuadro 1)

#### Los desequilibrios regionales: la Comunidad de Madrid

La Comunidad de Madrid afronta el final del año 2011 y el año 2012 en una posición relativamente buena si se toma como referencia el conjunto de la economía española, debido a que los desequilibrios generados durante la etapa de expansión, fueron menores que en la mayoría de las demás regiones.

Cuadro 2

#### Factores que condicionan las diferencias de crecimiento regional a corto plazo

	Exceso oferta vivienda	Deuda privada	Desempleo	Deuda CC.AA.	Consolidación pública <sup>1</sup>	Apertura exterior
País Vasco	√	√	√		√	
Cantabria	√					
Navarra			√		√	√
Madrid				√	√	
Asturias		√			√	
Galicia						
Aragón						
C. y León		√		√		
Cataluña				X		√
Extremadura	√				X	X
Baleares		X		X		√
La Rioja	X					X
Canarias	X		X			√
Murcia		X				
Andalucía		X	X		X	X
C. La Mancha	X			X	X	X
C. Valenciana	X	X		X		

1: Consolidación pública: impacto diferencial del mayor o menor ajuste de la Administración Central derivado de las diferencias de renta en las Comunidades Autónomas.

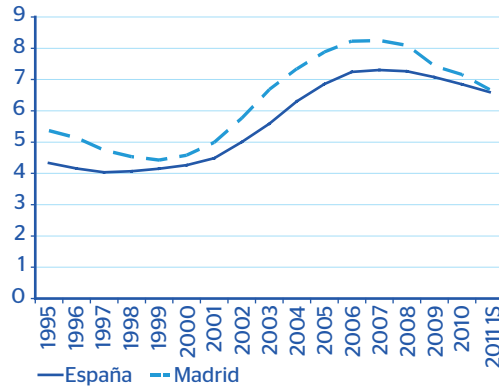
Nota: X representa un condicionante negativo y √ uno positivo.

Fuente: BBVA Research

En primer lugar, el **tamaño de la expansión inmobiliaria** define la dificultad de absorber la sobreoferta de viviendas. En Madrid esta sobreoferta ya era ligeramente más reducida que en la media autonómica en 2010 y, hasta la fecha, se observa un ajuste más intenso de los precios, que redundará en una mejor accesibilidad que en el conjunto de España.

Gráfico 11

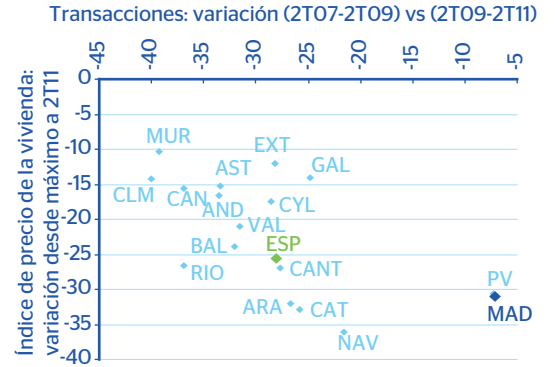
**Accesibilidad a la vivienda (precio / ingresos salariales por hogar y año)**



Fuente: BBVA Research a partir de MFOM, INE y BdE

Gráfico 12

**Variación del precio real de la vivienda y variación de transacciones**



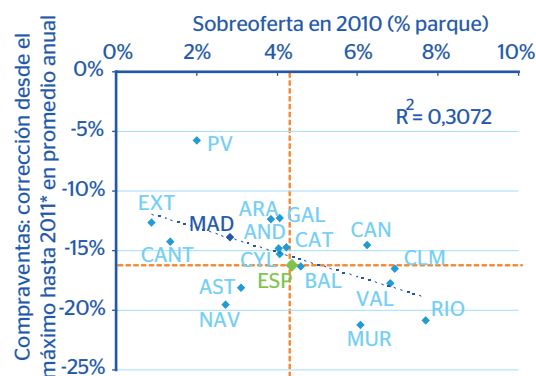
\* Nota: acumulado 4T hasta 2T11  
Fuente: BBVA Research a partir de MFOM

La combinación de ambos factores, junto con la orientación de su oferta hacia la vivienda de primera residencia y el mejor comportamiento de la coyuntura económica, hacen que la demanda continúe siendo más dinámica que en el resto de regiones españolas. Como consecuencia, el ajuste del sector en la Comunidad de Madrid está más avanzado que en el resto de comunidades españolas lo que permite que, en algunos puntos de la región, el agotamiento de la oferta sea un hecho, lo que empieza a traducirse en una ligera reactivación de la actividad del sector en los grandes núcleos urbanos.

Así lo confirma la evolución de los visados de viviendas, que está experimentando un fuerte incremento en la Comunidad de Madrid en el primer semestre de 2011 con un crecimiento interanual del 35% frente a una caída del conjunto de España del -11,9%. Este mejor comportamiento relativo se apoya, parcialmente, en la reducción del número de visados producida durante el año 2010- y señala una evolución mejor que en el resto de comunidades autónomas, aunque en niveles sustancialmente inferiores a los observados antes de la crisis.

Gráfico 13

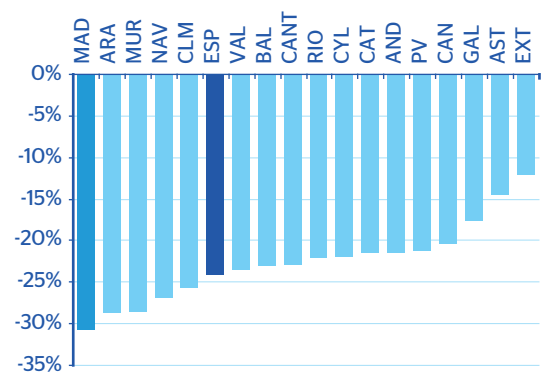
**España: corrección del número de compraventas y sobreoferta en 2010**



\* Media Móvil 12 meses hasta 2T11.  
Fuente: Ministerio de Fomento y BBVA Research

Gráfico 14

**Corrección de precio real de la vivienda desde el máximo hasta 3T11**



Fuente: Ministerio de Fomento y BBVA Research

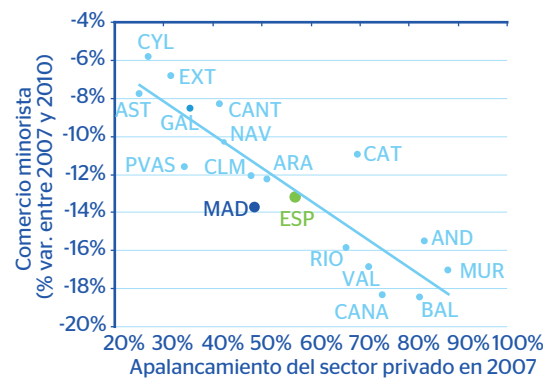
En segundo lugar, la diferenciación regional también viene definida por el grado de **endeudamiento del sector privado**. En la actual coyuntura, aquellas comunidades más endeudadas y que cometieron mayores excesos durante la etapa de expansión han visto reducidas sus posibilidades de consumo e inversión en mayor medida. Además, el encarecimiento de la financiación - dentro del entorno de tensiones financieras que caracteriza

a Europa - y la lenta reestructuración de una parte del sistema financiero español, suponen una dificultad añadida en este proceso de desapalancamiento, y lastra adicionalmente tanto consumo como inversión.

En este sentido, el Gráfico 15 muestra cómo los agentes privados de la Comunidad de Madrid mantienen un nivel de endeudamiento neto<sup>1</sup> ligeramente inferior al del conjunto de España. Además, el proceso de desapalancamiento de los agentes privados madrileños está siendo más intenso, desde finales de 2009, que el correspondiente a los del conjunto de España, con lo que los ajustes en marcha previsiblemente tendrán una menor demora que en el promedio nacional.

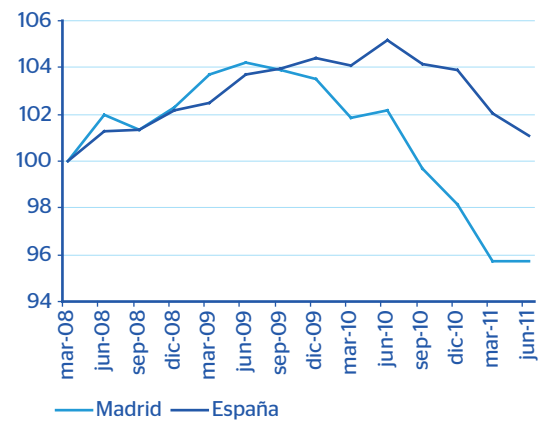
Así, el endeudamiento del sector privado no es un factor diferencialmente negativo para la economía regional en relación al resto de España y, aunque el ajuste debe continuar hasta alcanzar niveles más sostenibles de endeudamiento - en línea con lo que ocurre en el promedio nacional - esto no debería generar un ajuste diferencial en la región en términos de consumo e inversión en relación al resto de España.

Gráfico 15  
**Impacto del apalancamiento en el sector privado**



Fuente: Banco de España, INE y BBVA Research

Gráfico 16  
**Madrid y España: crédito privado a OSR s/PIB (2008=100, t/t)**



Fuente: Banco de España, INE y BBVA Research

El tercer factor explicativo de la diferenciación regional, ligado intrínsecamente al ajuste del sector inmobiliario y a la debilidad de la demanda interna resultante del proceso de desapalancamiento, es la situación del **mercado laboral**.

La Comunidad de Madrid ha presentado históricamente una tasa de paro 1,6pp por debajo de la media española - promedio trimestral desde 1976 -. Sin embargo este diferencial entre la tasa de paro madrileña y la española se ha ido incrementando desde el inicio de las dificultades económicas por las propias características del mercado regional y, con la última información disponible correspondiente al tercer trimestre de 2011, se situó 4,5pp por debajo de ésta.

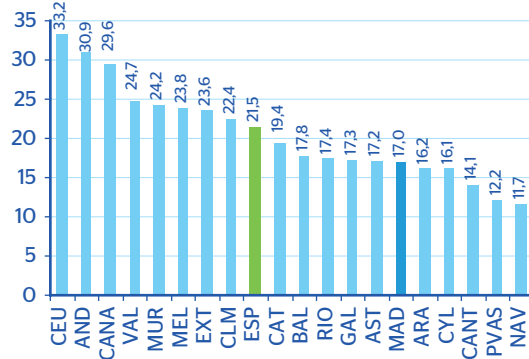
Parte de este menor incremento de la tasa de paro - 10,8 pp desde el inicio de la crisis frente a 13,6pp de España- se basa en la menor temporalidad existente en la comunidad y en un menor peso relativo del empleo en la construcción, lo que genera una menor fluctuación en el mercado laboral. Así mismo, este mejor comportamiento también se observa en los datos de afiliación a la Seguridad Social, que disminuyeron en menor medida en la Comunidad de Madrid que en el resto de España durante los primeros 9 meses del año (0,9% frente a 1,4%, CVE).

En consecuencia, un mercado laboral relativamente menos castigado genera un menor ajuste de consumo e inversión. Así lo confirman los datos relativos al comercio minorista que, en lo que llevamos de año, se corrigen ligeramente menos en Madrid que en el conjunto de España, dada la debilidad de la demanda interna generalizada.

1: El endeudamiento neto se define como la diferencia entre Créditos a Otros Sectores Residentes (OSR) y Depósitos a OSR en términos de PIB.

Gráfico 17

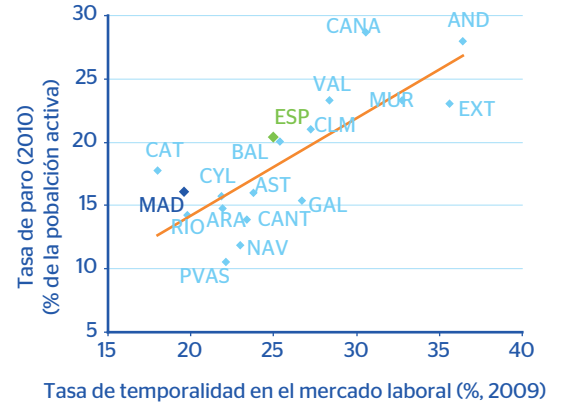
**Tasa de paro por CC.AA. (3t11, % población activa)**



Fuente: INE y BBVA Research

Gráfico 18

**Temporalidad y paro**



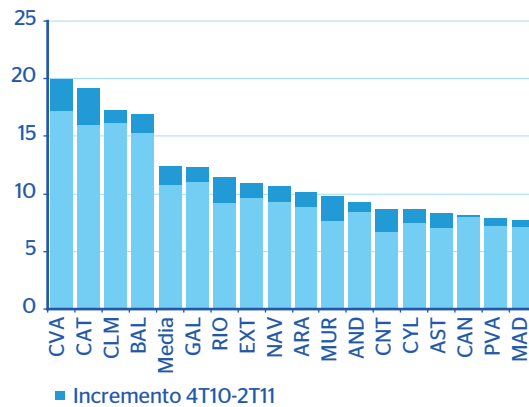
Fuente: INE y BBVA Research

En cuarto y quinto lugar, tanto la **situación fiscal corriente** como la de **endeudamiento público**, son factores adicionales que explican la heterogeneidad en el crecimiento regional. Así, el ineludible proceso de contención del gasto continúa siendo necesario para alcanzar el objetivo de consolidación fiscal por parte de las comunidades autónomas, lo que supone un esfuerzo diferencial entre las distintas regiones. Este esfuerzo se está demostrando mayor en función de la situación de partida de las cuentas públicas regionales y, más aún, en el actual entorno de incertidumbre y elevadas tensiones financieras que encarece y dificulta el acceso a la financiación. En este sentido, la Comunidad de Madrid parte de una posición más favorable, dado que el mejor comportamiento de sus ingresos está haciendo más suave el esfuerzo de contención del gasto, y posibilita un cumplimiento holgado de sus objetivos de estabilidad. No obstante, cualquier desviación respecto a sus previsiones obligará a un sobre-esfuerzo en términos de consolidación fiscal que tendrá un impacto directo sobre el consumo e inversión pública, e indirecto sobre el consumo privado al disminuir el empleo y las transferencias de renta desde el Estado.

En todo caso, en Madrid resulta especialmente relevante el ajuste que se produzca en las corporaciones locales, y particularmente en el Ayuntamiento de Madrid, cuyo déficit en 2010 representó en torno al 10% del déficit del conjunto de corporaciones locales (-0,64% del PIB), y acumulaba una deuda de 6,5 mil millones de euros, en torno al 20% del total de deuda de las corporaciones locales españolas, con lo que la vigilancia deberá mantenerse.

Gráfico 19

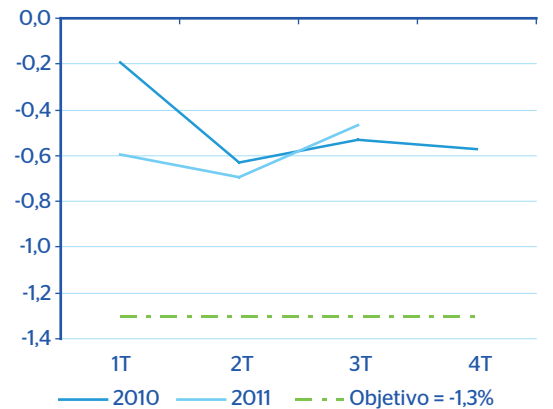
**CC.AA.: deuda viva 2T11 (% de PIB regional)**



Fuente: BdE y BBVA Research

Gráfico 20

**Comunidad de Madrid: saldo no financiero (% PIB)**



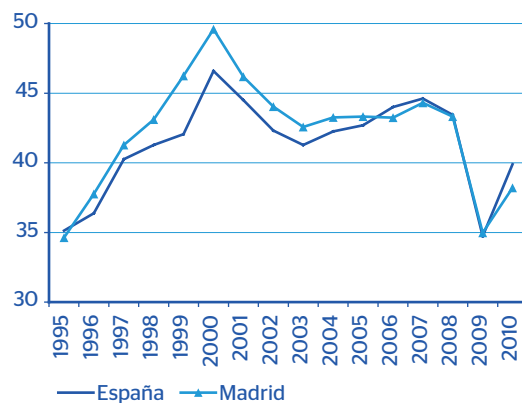
Fuente: MEH, INE BBVA Research

Finalmente, el último elemento explicativo de la diferenciación regional es la situación del **sector exterior**. Dado el actual entorno de estancamiento de la demanda doméstica en la economía, el sector exportador se está configurando como uno de los elementos más relevantes a la hora de explicar esta heterogeneidad regional. Así, aquellas comunidades más abiertas al exterior, con una mayor tasa de cobertura y con una orientación exportadora hacia los países emergentes –y más concretamente hacia los EAGLES<sup>2</sup>, los países que más están creciendo y más lo van a hacer en los próximos años- podrían mostrar, *ceteris paribus*, un mejor comportamiento relativo que el resto de regiones.

### Una economía netamente importadora de bienes y orientada a Europa

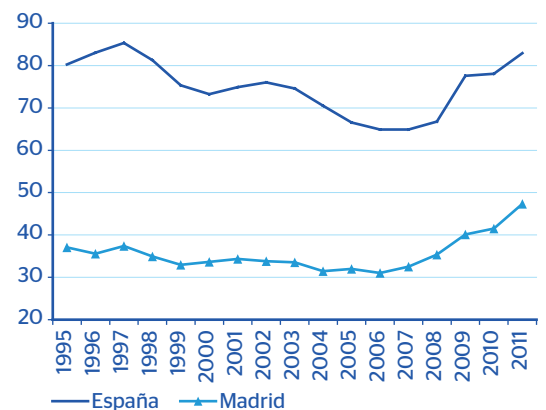
La Comunidad de Madrid es una comunidad netamente importadora de bienes. Con una tasa de apertura comercial muy similar a la media española, Madrid presenta una tasa de cobertura de sus importaciones considerablemente menor –en torno al 50%- lo que supone que tan sólo puede financiar la mitad de los bienes importados con los bienes exportados.

Gráfico 21  
**Apertura Exterior:  
Madrid y España ((X + M)/PIB de bienes; %)**



Fuente: Datacomex y BBVA Research

Gráfico 22  
**Tasa de cobertura:  
Madrid y España ((X + M)/PIB de bienes; %)**



Fuente: Datacomex y BBVA Research

Dentro de la caracterización del sector exportador de Madrid hay que tener en cuenta dos dimensiones: los productos que exporta y los destinos a los que lo hace. La relevancia de estas dos dimensiones reside en que la exportación de determinados productos – aquellos con mayor valor añadido – y la situación económica de los principales socios comerciales de la región – aquellos países que más van a crecer durante los próximos años – pueden generar ventajas en términos de desarrollo del sector exportador y facilitar un mayor crecimiento de la economía.

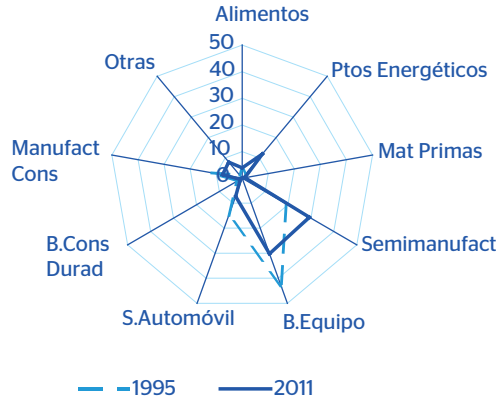
Desde el punto de vista del análisis de producto, la Comunidad de Madrid, con los últimos datos disponibles, exporta principalmente semimanufacturas y bienes de equipo – casi un 60% entre ambas, 30pp cada sector durante los primeros 8 meses del año – y, más concretamente, centra su comercio de bienes en productos químicos, por un lado, y material de transporte y otros bienes de equipo, por otro. Además, en esta distribución exportadora, los bienes de equipo han ido perdiendo peso durante los últimos 15 años a favor de las semimanufacturas y los productos energéticos – el tercer sector en importancia dentro de las exportaciones de bienes.

Aunque este apartado pretende analizar las características del sector exportador, dada su importancia en la actual coyuntura, el carácter importador de la Comunidad de Madrid sugiere la necesidad de mencionar que los productos importados por la región también se concentran en estos dos sectores – semimanufacturas y bienes de equipo – y, más concretamente en productos químicos y otros bienes de equipo, al igual que las exportaciones, pero también en equipo de oficina y telecomunicaciones – en lugar de material de transporte.

2: Eagles (Emerging and Growth Leading Economies): Turquía, Rusia, Egipto, México, Brasil, India, Indonesia, China, Corea del Sur y Taiwan.

Gráfico 23

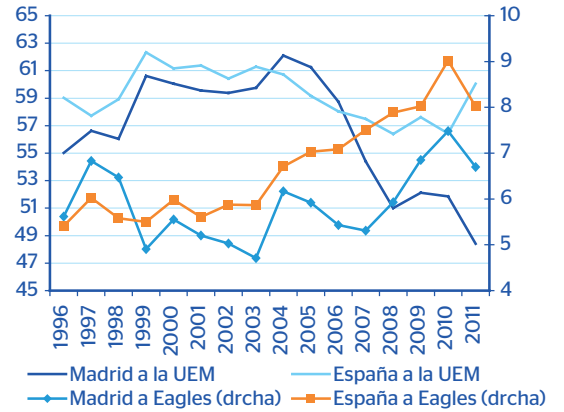
**Madrid y España: exportación de bienes por sectores (enero-septiembre 2011)**



Fuente: Datacomex y BBVA Research

Gráfico 24

**Exportaciones de bienes a EAGLES y UEM (%)**



Fuente: Datacomex y BBVA Research

En segundo lugar, desde una perspectiva de análisis geográfico, Madrid cuenta con un mercado más diversificado que la media española para sus exportaciones de bienes. Al igual que ocurre con la media nacional, su principal socio comercial es la UEM, aunque el porcentaje de bienes exportados hacia este destino es inferior en algo más de 12 pp. Esta mayor diversificación supone que las exportaciones de bienes de la Comunidad de Madrid están menos expuestas al ciclo europeo que las de España. Además, Madrid también exporta en menor medida a los EAGLES - en torno a 1,5 pp menos que España.

En esta línea, la tendencia de exportación de bienes seguida por la Comunidad de Madrid durante los últimos años va en la dirección correcta de una mayor diversificación hacia mercados con elevado potencial de crecimiento, ya que se reduce el porcentaje de bienes exportados a la UEM - aunque todavía en niveles muy elevados - y se incrementa el de las exportaciones a EAGLES, en línea con la tendencia seguida por la economía española.

**El sector exportador madrileño está centrado en el comercio de servicios**

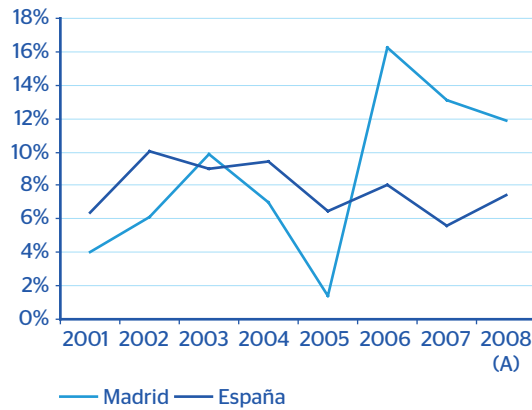
A pesar del bajo peso de la exportación de bienes en la economía madrileña, los datos de Contabilidad Regional Trimestral publicados por el Instituto de Estadística de Madrid señalan que el sector exterior regional más que compensó la contribución negativa de la demanda interna en el tercer trimestre del año, al igual que ocurrió en el segundo. Esto es posible, por la mayor relevancia del comercio de servicios en la Comunidad de Madrid en relación al de bienes

El análisis del comercio de servicios ha generado tradicionalmente un problema derivado de la escasez de información existente, que impide un análisis completo a nivel regional y, en particular, del sector exportador de la Comunidad de Madrid. En la actualidad, tan sólo la información publicada por CEPREDE a través del proyecto C-Interreg permite conocer lo que sucede con algunos de los servicios a nivel regional, pero incluso esta información es insuficiente para el caso de Madrid, puesto que los sectores para los que se ofrece información - Restauración, Hostelería y Agencias de Viaje - suponen tan sólo una pequeña parte del comercio de servicios de la Comunidad. Así, la ausencia de información impide que otros sectores como la intermediación financiera o los servicios empresariales queden cubiertos por este análisis, lo que en el caso de esta región, supone un hándicap relevante para poder ofrecer un análisis completo del comercio de servicios. Como muestra de la relevancia de estos sectores en la región, según la Contabilidad Regional del INE, el sector servicios supuso el 77% del VAB de la región en 2008 y, de estos, el 29% eran servicios empresariales y un 10% intermediación financiera.

Además, la información disponible para el comercio de servicios intrarregional se concentra en tres sectores, (Restauración, Hostelería y Agencias de Viaje). Estos son, precisamente, aquellos en los que Madrid es deficitaria (dadas las vacaciones y los desplazamientos de los madrileños), y aunque han crecido más que España en los últimos años, podría conducir a una interpretación desvirtuada de los datos.

Gráfico 25

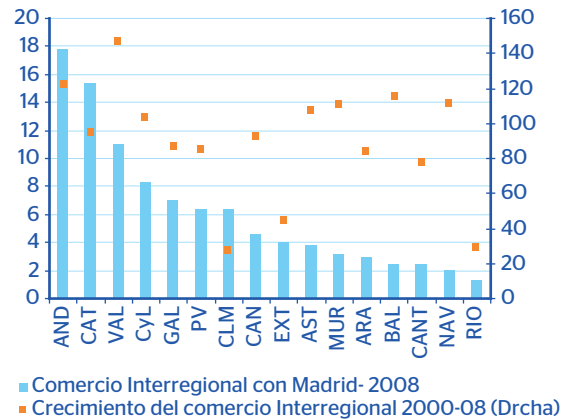
**Exportaciones interregionales de Restauración, Hostelería y Agencias de Viaje**



Fuente: C-Interreg y BBVA Research

Gráfico 26

**Madrid: comercio interregional por CC.AA. y crecimiento (%)**



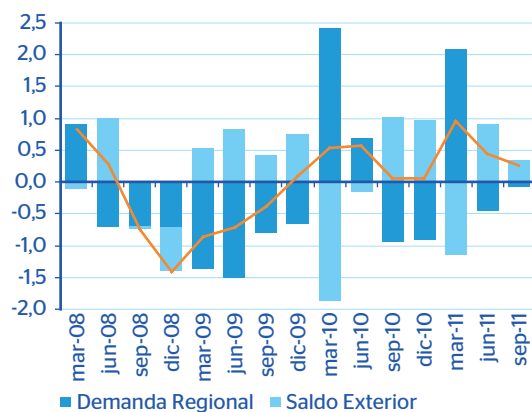
Fuente: C-Interreg y BBVA Research

**Comunidad de Madrid: los menores desequilibrios regionales permiten un crecimiento diferencial**

Como se ha comentado, durante el tercer trimestre del 2011 la contribución del sector exterior más que compensó la debilidad de la demanda interna y permitió a la Comunidad de Madrid crecer un 0,3% respecto al trimestre anterior. A pesar de esto, el verdadero factor diferencial de la Comunidad de Madrid en relación al resto de España desde el inicio de la crisis ha sido el de una demanda interna que se ha ajustado relativamente menos y que, por tanto, ha restado en menor proporción al crecimiento de la contribución del sector exterior.

Gráfico 27

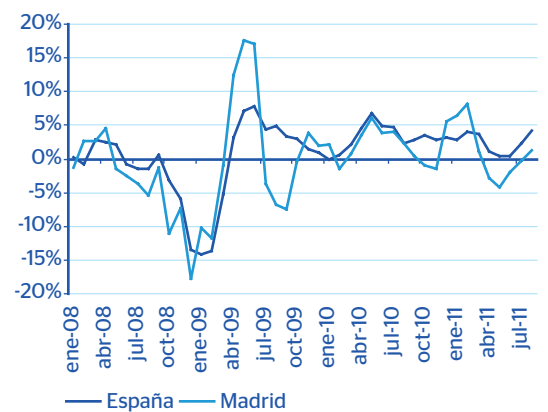
**Madrid: contribución al crecimiento del PIB (t/t; pp)**



Fuente: IE de Madrid y BBVA Research

Gráfico 28

**Exportaciones reales de bienes (CVE; t/t; %)**



Fuente: Datacomex, INE y BBVA Research

En el corto plazo, los últimos datos de información coyuntural confirman el mejor comportamiento de la Comunidad de Madrid en lo que va de año en relación a la media nacional: un mercado laboral menos castigado - con menores caídas en la afiliación a Seguridad Social y menores incrementos del paro registrado - un mejor comportamiento relativo del consumo de los hogares - con crecimiento en las matriculaciones y menores caídas de las ventas minoristas - un sector industrial que crece mientras que el conjunto de España continúa con la corrección en marcha y un sector turístico que ha experimentado un buen comportamiento en lo que va de año, especialmente positivo durante el verano por la celebración de las Jornadas Mundiales de



la Juventud (JM) - que se ha reflejado en crecimientos superiores tanto de las pernoctaciones como de los viajeros en relación al agregado nacional así como un grado de ocupación hotelera que supera en casi 7pp a la media de España.

Cuadro 3

**Principales indicadores de coyuntura de la economía madrileña**

%	2010		Enero 2011 a último dato		Último dato (m/m, cve)		
	Madrid	España	Madrid	España	Madrid	España	Último mes
Importaciones	8,5%	16,5%	1,3%	9,9%	-15,7%	-1,4%	sep-11
Exportaciones Reales	10,2%	13,3%	7,2%	10,7%	-7,9%	-4,8%	sep-11
Afiliación a la SS	-2,0%	-1,9%	-0,9%	-1,3%	-0,2%	-0,4%	oct-11
Paro Registrado	12,4%	11,4%	1,3%	4,3%	1,5%	1,3%	oct-11
IASS	-2,2%	-1,0%	-1,9%	-0,8%	-3,8%	-1,6%	sep-11
Ventas Minoristas	-2,9%	-4,5%	-4,3%	-5,5%	-0,7%	-0,9%	sep-11
Matriculaciones	21,4%	1,8%	1,4%	-16,6%	-10,9%	-6,9%	oct-11
Visados de Viviendas	-12,9%	-17,3%	24,8%	-13,1%	9,9%	-4,5%	ago-11
IPI	-5,4%	0,4%	-31%	-1,7%	-1,3%	-0,2%	sep-11
Pernoctaciones (a/a)	12,0%	6,4%	8,8%	7,9%	2,7%	3,6%	oct-11
Viajeros (a/a)	11,1%	6,2%	7,1%	5,0%	1,0%	1,3%	oct-11
Confianza del consumidor		-4,9		4,0		-17,0	sep-11
Pedidos Industriales	18,0		-4,1		-33,5		sep-11

Nota: un a/a al lado de la variable indica que el cambio en el último dato es interanual.  
Fuente: BBVA Research a partir de INE, IGE, MFOM, MEH y MITYC

En esta coyuntura, y en el escenario más probable, la economía de Madrid previsiblemente continuará creciendo en el último trimestre del año (ver recuadro sobre el Indicador de Actividad BBVA de la Comunidad de Madrid) con lo que cerrará el 2011 con un crecimiento que podría estar en el entorno del 1,3% - según las previsiones consistentes con los datos ofrecidos por el Instituto Nacional de Estadística y en la base 2000<sup>3</sup>. Los menores ajustes pendientes - algunos de ellos ya concluidos o a punto de concluir - permiten dibujar una perspectiva relativamente optimista para su crecimiento en 2012. Sin embargo, a pesar de contar con fundamentos internos más sólidos que otras regiones, los riesgos provenientes del entorno exterior podrían cuestionar la solidez del crecimiento de la región para el próximo año. La reciente debilidad de la economía de los países europeos - principales socios comerciales de Madrid - el recrudecimiento de las tensiones financieras desde verano - y, sobre todo, el riesgo de que permanezcan elevadas en los próximos meses - y los problemas derivados de la crisis de deuda soberana que se extienden desde Europa y la convierten en una crisis cada vez más sistémica, junto con una aceleración de los procesos de ajuste en otras comunidades autónomas españolas, son los principales riesgos que afronta el crecimiento de la Comunidad.

Así, dado que los principales riesgos para el crecimiento de la Comunidad de Madrid provienen mayoritariamente del entorno exterior, resulta imprescindible minimizar aquellas debilidades estructurales internas que limitan el crecimiento potencial de la economía regional.

**Retos de medio plazo: el esfuerzo en educación e I+D debe acercar a la Comunidad de Madrid a los estándares europeos**

En términos de educación, y a pesar de que la Comunidad de Madrid se sitúa entre las comunidades con un mayor porcentaje de trabajadores con al menos estudios secundarios, resulta necesario continuar con el esfuerzo educativo - lo que supone potenciar tanto la formación en otras ramas no universitarias como la propia educación universitaria. El objetivo final debe ir en la dirección de acercar los niveles de calidad de ambas ramas de formación a los estándares europeos. De manera similar, el esfuerzo inversor de la Comunidad de Madrid se encuentra entre los más elevados de España. No obstante, continuar con la inversión en I+D debe de estar entre los objetivos prioritarios de la Comunidad para poder continuar contando con un sector empresarial fuerte y sólido capaz de competir en cualquier mercado.

3: Estas previsiones no serán comparables con las que saque el INE en la nueva base 2008 a partir del actual mes de diciembre de 2011

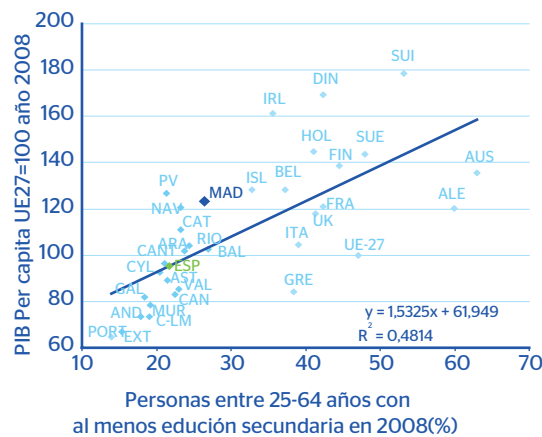
De manera análoga, y a pesar de los esfuerzos desde la Comunidad de Madrid - y de ser una de las pocas comunidades que han presentado proyecto de presupuestos - otro de los retos debe ser evitar caer en la autocomplacencia y, especialmente, dado el elevado endeudamiento del Ayuntamiento, por lo que resulta imprescindible redoblar la vigilancia para garantizar el cumplimiento del objetivo de déficit de la comunidad y administraciones públicas en general, fundamental para dar un mensaje claro a los mercados del compromiso y credibilidad de la economía española.

La aplicación de las medidas necesarias que permitan continuar con el esfuerzo realizado hasta la fecha resultará fundamental para incrementar el crecimiento potencial futuro de la Comunidad de Madrid. El resultado de este esfuerzo permitirá incrementar el PIB per cápita de los agentes de la región, que ha disminuido en torno a 5 pp durante la última década, tanto por la convergencia experimentada por algunas regiones españolas como por el mayor crecimiento experimentado de población - especialmente en los últimos diez años.

De esta forma, Madrid se encuentra bien posicionada si se compara con otras comunidades. No obstante, el papel motor que esta región tiene para la economía española, las dotaciones de partida en capital (tanto físico como humano) y la mayoría de las conexiones existentes hacen que la comunidad deba plantearse objetivos mayores, buscando competir con las principales áreas europeas. Desde este objetivo, las labores pendientes son aún varias, especialmente en materia educativa y de I+D, por lo que la Comunidad debe perseverar en los esfuerzos para mejorar estas dotaciones, como fuente de mejora del PIB per capita, y para garantizar el desarrollo de todo el potencial de crecimiento existente en la región.

Gráfico 29

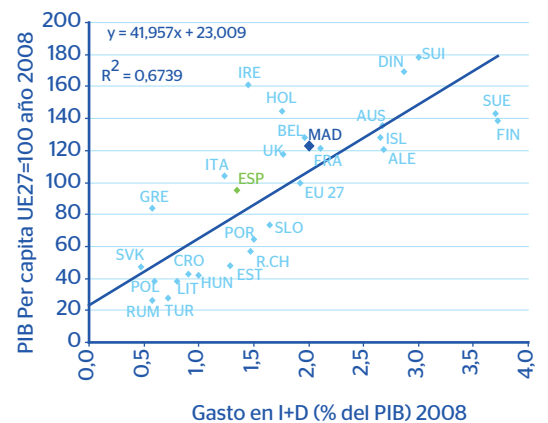
**Educación y PIB per cápita**



Fuente: Eurostat y BBVA Research

Gráfico 30

**Investigación y Desarrollo y PIB pc**



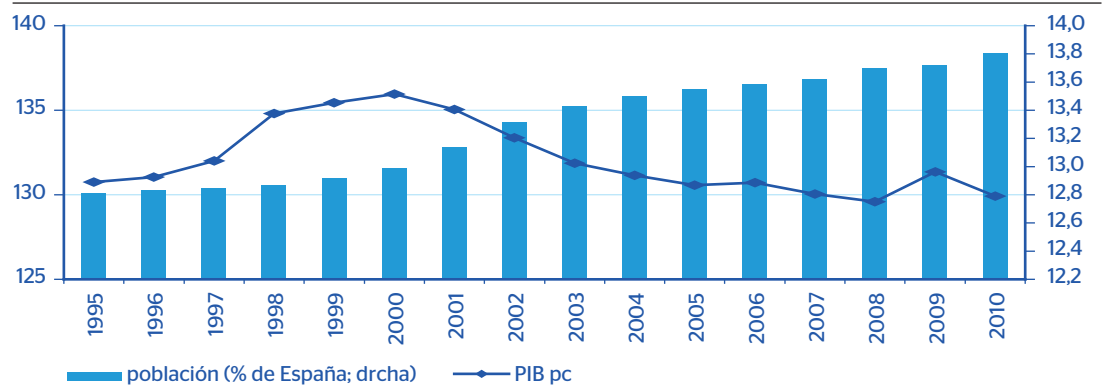
Fuente: Eurostat y BBVA Research

Gráfico 31  
**Crecimiento por CC.AA. (%)**

	2011	2012
Andalucía	0,4	0,7
Aragón	0,7	0,8
Asturias	1,0	0,9
Baleares	1,3	1,2
Canarias	1,0	1,0
Cantabria	0,5	0,6
Castilla y León	0,7	0,9
Castilla-La Mancha	0,4	0,5
Cataluña	0,8	0,8
Extremadura	0,8	0,7
Galicia	0,6	1,0
<b>Madrid</b>	<b>1,3</b>	<b>1,4</b>
Murcia	0,6	0,7
Navarra	1,2	1,2
País Vasco	0,9	1,2
Rioja (La)	1,0	1,1
C. Valenciana	0,7	0,8
<b>España</b>	<b>0,8</b>	<b>1,0</b>

Fuente: BBVA Research

Gráfico 32  
**Madrid: PIB pc (España=100; %) y población (diferencial de crecimiento; %)**



Fuente: INE y BBVA Research

**Recuadro 1. IA BBVA- Madrid, un indicador sintético del estado de la economía madrileña<sup>4</sup>**

En el estudio y seguimiento de la actividad económica de cualquier región, la evolución del PIB es una de las variables más importantes para su seguimiento. Sin embargo, cuando se publica con periodicidad trimestral, este indicador se conoce prácticamente dos meses después del cierre del trimestre, lo que dificulta el análisis económico en tiempo real. La construcción de indicadores sintéticos pretende superar este problema utilizando una batería de series disponibles con periodicidad mensual, de muy diverso género (expectativas o actividad sectorial, gasto, empleo o precios, entre otros) y que permite compensar parcialmente este retardo estadístico. En particular, el objetivo es conjugar esta información para lograr una señal del comportamiento global de la economía, obteniendo un conocimiento más temprano de la actividad en su conjunto.

Con este fin se ha construido un indicador sintético de actividad (IA BBVA- Madrid) que persigue dos objetivos: por un lado, replicar la evolución del PIB regional que publica trimestralmente el Instituto de Estadística de Madrid usando para ello indicadores parciales de frecuencia mensual. Por otro lado, el indicador permite realizar previsiones de corto plazo del PIB trimestral a partir de las estimaciones individuales de los indicadores parciales que componen el IA BBVA- Madrid.

Para construirlo, en primer lugar, se busca dentro de una serie de indicadores provenientes de fuentes nacionales (y regionales) aquellos que, siendo publicados con periodicidad mensual, presenten una mayor correlación con el indicador que tratamos de replicar. En este caso se utilizan datos del sector exterior (importaciones y exportaciones), mercado laboral (afiliación y paro registrado), servicios (indicador de actividad del sector servicios), gasto (comercio minorista y matriculaciones), construcción (visados de obra), industria (índice de producción industrial), turismo (pernoctaciones y viajeros) y confianza del consumidor.

Una vez seleccionados los indicadores que compondrán el IA BBVA- Madrid, se parte de las series brutas de los indicadores para evitar perder cierta información que contiene la evolución del PIB y que resulta eliminada cuando se calculan los componentes ciclo-tendencia o se corrige de variaciones estacionales para, posteriormente, convertir las series en estacionarias y estandarizarlas.

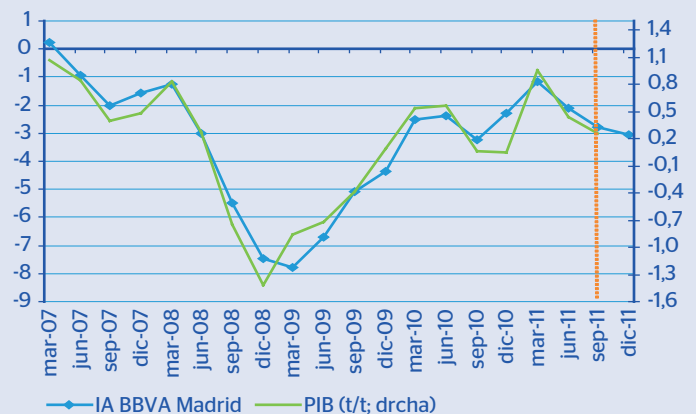
A continuación, a través de la metodología basada en el Análisis de Componentes Principales desarrollada por Stock y Watson<sup>5</sup> que pretende aprovechar la existencia de una relación estable entre las distintas variables económicas, se calculan los autovalores y autovectores de las series.

Finalmente, el indicador se obtiene como agregación de las combinaciones lineales obtenidas a partir de los autovalores. Posteriormente se trimestraliza para poder compararlo con el PIB trimestral.

El resultado obtenido es un indicador de actividad que resume la información extraída de una batería de indicadores parciales, que replica la evolución del PIB trimestral pero con frecuencia mensual (Gráfico 33).

Gráfico 33

**Madrid: PIB (t/t) e IA-BBVA Madrid y previsiones**



Fuente: INE, Datacomex, Ministerio de Trabajo, DGT, Datastream y BBVA Research

Incorporando la última información disponible al IA BBVA- Madrid, la economía madrileña, tras haber crecido un 0,3% en el tercer trimestre del año respecto al trimestre anterior - según los datos del Instituto de Estadística de Madrid - podría continuar creciendo en el último trimestre del año y alcanzar un crecimiento positivo cercano al 0,2%. A pesar de esto, la incertidumbre existente, la escasa información disponible hasta la fecha - algo más del 4% de la información del cuarto trimestre - y las perspectivas negativas para la economía española que, con un porcentaje mayor de información conocida, presenta una previsión negativa de crecimiento para el cuarto trimestre, generan riesgos crecientes sobre el crecimiento. A pesar de esto, y de mantener esta evolución, la Comunidad de Madrid podría crecer en el entorno del 1,6% durante 2011, tomando como referencia la información publicada por el Instituto de estadística de Madrid. Nuestras previsiones, que toman como referencia la información publicada por el INE en la Contabilidad Regional, y en Base 2000, se orientarían hacia un crecimiento del 1,3%, como puede observarse en la tabla de previsiones publicada en el apartado 3.

4: Este indicador está elaborado para tratar de replicar la evolución trimestral del PIB que publica el Instituto de Estadística de la Comunidad de Madrid. Por tanto, las cifras aquí expuestas no son comparables con las previsiones que toman como base los datos publicados por el Instituto Nacional de Estadística y que se presentan en otros apartados de esta revista.

5: James H. Stock and Mark W. Watson. "Forecasting Using Principal Components From a Large number of Predictors" Journal of the American Statistical Association Dec. 2002, Vol.97, No. 460, Theory and Methods.

## Recuadro 2. El ahorro de los hogares en las comunidades autónomas

En el contexto actual de crisis y con un escenario de dificultades para la financiación, el desapalancamiento de los sectores privado y público se ha convertido en uno de los retos a los que se enfrenta la economía española. El nivel de apalancamiento alcanzado por el sector privado a lo largo de la expansión y posterior crisis (ver Gráfico 34) pone de manifiesto la existencia de desigualdades regionales relevantes, como consecuencia del impacto diferencial del sector inmobiliario (en el que se han dado los mayores niveles de apalancamiento). Pero también se ve afectado por las diferencias existentes en el mercado laboral (tasa de temporalidad o peso del sector público en la economía) o estructuras demográficas (edad media de la población, peso de la inmigración) y niveles de renta. Todo ello puede también afectar al comportamiento de los demandantes de crédito y al nivel de apalancamiento buscado voluntariamente en la situación inicial.

Las capacidades de desapalancarse, invertir, o suavizar la evolución del consumo ante choques negativos de renta dependen del ahorro interior y de la acumulación del mismo en el pasado, es decir, de la riqueza del sector privado y, especialmente, en un contexto como el actual, en el que el acceso al crédito se ve dificultado y el crecimiento de la renta es limitado. Por tanto, disponer de información que permita conocer cual es el nivel de ahorro del sector privado es primordial. Las diferencias regionales en todas las variables planteadas anteriormente para el comportamiento del crédito aconsejan, además, poder disponer de información regionalizada, dado que, en un contexto de mercados financieros cerrados y de dificultades para el acceso a la financiación como el actual, un menor nivel de ahorro es un factor limitativo más de la capacidad de crecimiento de la inversión. La información disponible no permite analizar la situación del ahorro en las empresas a nivel regional, por lo que los resultados que aquí se obtienen son parciales, al adentrarse exclusivamente en el sector de hogares. No obstante, los datos señalan la existencia de grupos de comunidades, con distinta propensión a ahorrar que muestran reacciones heterogéneas ante una misma situación y que posibilitan diferentes ritmos de salida de las mismas.

Partiendo de la definición que considera el ahorro bruto de los hogares como la diferencia entre la renta familiar bruta disponible (RFBD) y el gasto en consumo final de las familias (C)<sup>6</sup>, se han elaborado series de ahorro bruto de los hogares a nivel autonómico que cubren el periodo 1967 - 2010. A efectos de la modelización, a partir de los datos de C y RFBD del INE para el período 2000-2007<sup>7</sup>, se reconstruyen las series hacia atrás utilizando la base de datos BD MORES<sup>8</sup>, actualmente enlazada con la Contabilidad Regional Base 2000 -BDMORES b.2000 (dic2010). Hacia adelante (hasta 2010), la RFBD se estima mediante regresiones lineales que tienen en cuenta la variación en el PIB de la Comunidad Autónoma, la evolución de la renta nacional de España y, si son necesarios, retardos de las mismas<sup>9</sup>, por lo que dichos resultados deben ser interpretados como estimaciones. En las comunidades con un mayor nivel de renta, el poder adquisitivo de sus hogares depende de las rentas generadas en la propia economía (v.g., PIB de la comunidad). En cambio, en las regiones con un menor nivel de renta, las transferencias adquieren una mayor relevancia, siendo la evolución de la renta de sus hogares relativamente menos dependiente de lo que ocurra en la economía a nivel local, y más dependiente de lo que se observa en el conjunto nacional<sup>10</sup>.

En esta proyección, un caso especial es el de Baleares: aquí, las dificultades para estimar las rentas procedentes del extranjero (típicamente, las pensiones o rentas percibidas por residentes extranjeros, estén estos empadronados o no) dan lugar a una subestimación de la renta<sup>11</sup> que si bien no tiene impacto sobre el conjunto nacional dado el reducido tamaño de esta comunidad, sí desvirtúa los resultados que se pueden obtener en cuanto a la tasa de ahorro, que resultarían muy cercanos a cero, haciendo aconsejable eliminar Baleares del análisis<sup>12</sup>. Por el contrario, en las regiones peninsulares los resultados pueden verse menos distorsionados por este efecto (ver Gráfico 35).

6: No se toman en consideración las variaciones en el ajuste por las reservas de pensiones, cuya cuantía es mínima.

7: 2000-2008 en el caso de la RFBD.

8: Disponible aquí: <http://www.sgpg.pap.meh.es/sitios/sgpg/es-ES/Presupuestos/Documentacion/paginas/basesdatos estudios regionales.aspx>

9: Dado que ello implica una estimación no conjunta de los datos por CC.AA., los resultados obtenidos se consolidan y ajustan a los datos para el conjunto de la economía española, repartiendo los errores de modo proporcional al tamaño de cada una de las economías.

10: En este sentido, el papel de las transferencias afecta, como mínimo, a través de tres variables: los ingresos públicos autonómicos, los locales y los sistemas de reparto de prestaciones por desempleo y pensiones, en los que el cambio en el nivel de prestación percibido individualmente se determina a nivel nacional.

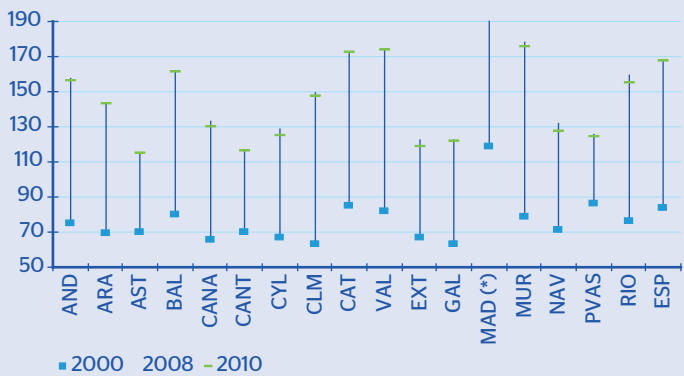
11: La mayor diversificación de la economía del resto de CC.AA. (incluida Canarias), frente a la fuerte especialización en turismo de Baleares, da lugar a que la renta de los hogares de las restantes regiones pueda ser mejor estimada. Por tanto, aunque esta subestimación podría reproducirse en otras comunidades con residentes extranjeros perceptores de renta, como las del arco Mediterráneo o las Islas Canarias, la incidencia de este aspecto puede considerarse reducida en las demás.

12: Ver Situación Consumo, BBVA Research (primer semestre 2010). Puede descargarse [aquí](#).

El Servicio de Estudios del Grupo BBVA

Gráfico 34

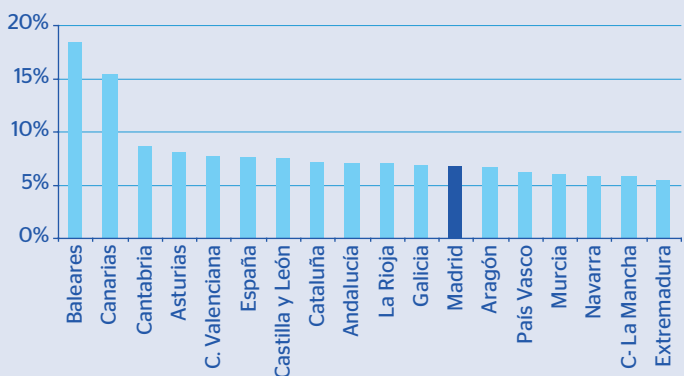
**Crédito a Otros Sectores Residentes (% del PIB)**



Nota: en Madrid el ratio se eleva hasta el 230% en 2008 y 2010, pero cabe considerar un efecto sede relevante en este ratio, dado que se incluye también el crédito empresarial  
Fuente: BdE, INE y BBVA Research

Gráfico 35

**Peso del sector turístico en los afiliados a la Seguridad Social. 2010**



Fuente: MTIN, IET y BBVA Research

Para las proyecciones del consumo, algunas comunidades autónomas disponen de Contabilidad Trimestral Regional realizada con una metodología similar a la utilizada por el INE<sup>13</sup>, por lo que se utiliza la evolución del consumo privado facilitado por la Comunidad como referencia para la estimación del consumo de los hogares de la Contabilidad Regional<sup>14</sup>. En aquellas CCAA en las que no se dispone de esta información, se ha modelizado la evolución del consumo

tomando como variables relevantes la renta de la comunidad autónoma, y la renta y el consumo del conjunto de España de los hogares. A partir de estos datos, se calcula el ahorro que, a efectos del análisis, se expresa como porcentaje de la renta bruta disponible de los hogares.

**En los últimos 30 años, la tasa de ahorro de los hogares españoles muestra una reducción continua, excepto en los periodos de crisis**

Para el conjunto de España, y también para cada una de las comunidades autónomas, se observa una evolución común de la tasa de ahorro de los hogares: una ligera tendencia de caída prácticamente en todo el periodo 1967-2007, aunque se ve truncada con la crisis de los años 90 para retomar la senda descendente hasta el año 2008. Esto podría justificarse, al menos en parte, por diversas razones como podrían ser la caída de los tipos de interés reales hasta niveles negativos, por el aumento de la bancarización, o por la incorporación de la mujer al mercado de trabajo. Este comportamiento del ahorro se ve también reproducido en las comunidades autónomas. (los resultados de la serie 2000-2010 pueden observarse en el cuadro del Anexo) si bien en algunas de ellas de un modo claramente más marcado<sup>15</sup>.

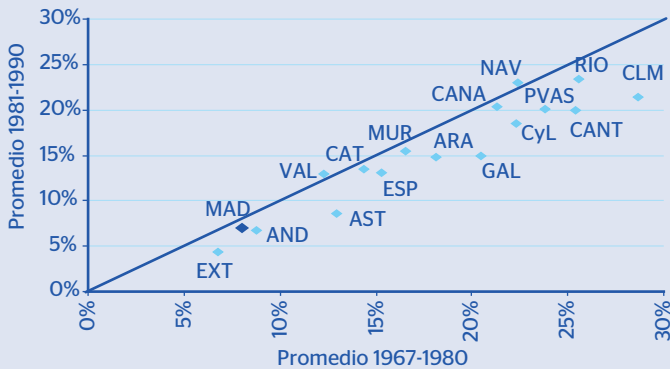
Un análisis temporal revela que, en la década de los ochenta, la tasa de ahorro fue inferior a la alcanzada en el periodo inmediatamente anterior en todas las comunidades autónomas, si bien esta caída es moderada. El cambio es más acusado cuando se compara el periodo 1981-1990 con el periodo 2000-2007, lo que se explica tanto por el periodo de expansión como por la transformación seguida por el sector financiero, con la ampliación de plazos en los créditos y los tipos de interés reales negativos. En este caso, solamente dos comunidades autónomas (Madrid y Extremadura) que partían de niveles de ahorro relativamente bajos en la década de los ochenta, incrementan su ahorro. En el periodo más reciente de crisis, en cambio, se observa un comportamiento distinto, y todas las comunidades autónomas (exceptuando el caso de Canarias donde, como ya se ha expuesto, podrían existir problemas de medición) muestran un incremento de la tasa de ahorro hasta tal punto que, en 2009, esta se sitúa en los máximos históricos de las series.

13: Ver al respecto Estimaciones en tiempo real del PIB regional: un análisis de los resultados de Galicia. Situación Galicia (mar 11), BBVA Research. Se puede descargar [aquí](#).  
14: La aproximación no es exacta, dado que el consumo privado incluye también el de las Instituciones sin Fines de Lucro al Servicio de los Hogares (ISFSLH), pero dado el bajo peso de estas, puede considerarse una buena proxy de la evolución del consumo de los hogares.  
15: Los determinantes del ahorro a nivel regional forman parte de una de las líneas de análisis en marcha en BBVA Research, cuyos resultados se irán ofreciendo en próximas publicaciones.

El Servicio de Estudios del Grupo BBVA

Gráfico 36

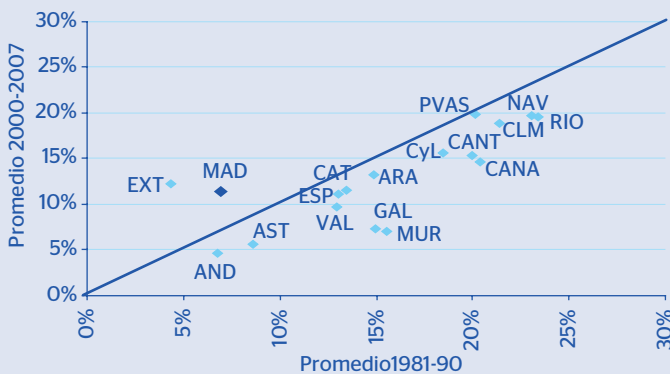
**Tasa de ahorro de los hogares (% de la RFBD) 1967-80 vs. 1981-90**



Fuente: INE BD Mores y BBVA Research

Gráfico 37

**Tasa de ahorro de los hogares (% de la RFBD) 1981-1990 vs. 2000-2007**



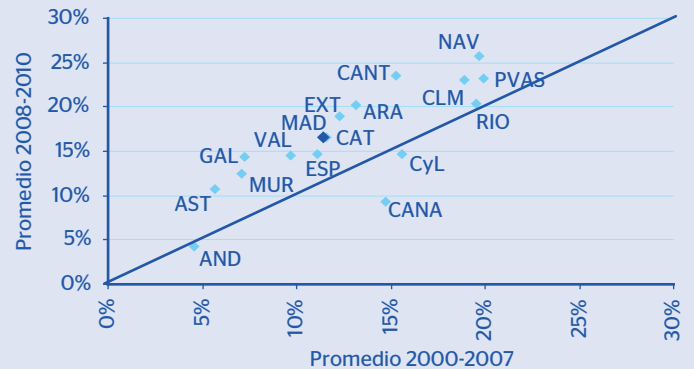
Fuente: INE BD Mores y BBVA Research

Otra de las cuestiones que se puede observar es una fuerte inercia en el comportamiento ahorrador si se analiza por comunidades autónomas. Así, las comunidades del norte de España tienden a tener una mayor propensión ahorradora, mientras que las del Sur, y a lo largo de todo el periodo analizado, tienden a mostrar un comportamiento menos ahorrador.

Finalmente, también se observa que el incremento del ahorro, medido como el cambio en la tasa, no siempre muestra un comportamiento similar, siendo -en general- más elevado en aquellas regiones en las que el choque experimentado es mayor. Así, un mayor aumento en la tasa de paro ha inducido a un mayor aumento de la tasa de ahorro. Los casos específicos de Canarias y Andalucía, en las que no se produce dicho aumento, podrían estar mostrando que la relación no es lineal: la magnitud del deterioro del mercado laboral ha sido tal que ha hecho imposible incrementar dicha tasa de ahorro.

Gráfico 38

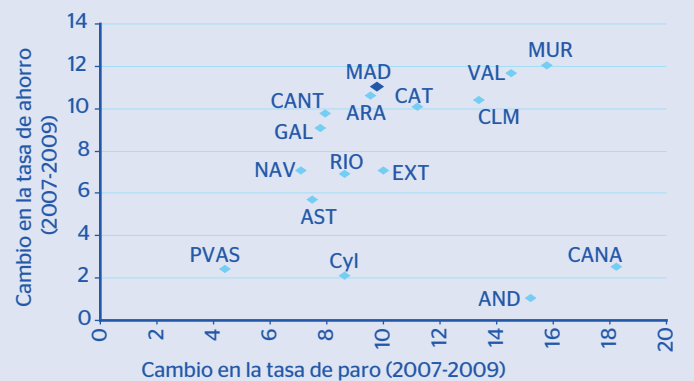
**Tasa de ahorro de los hogares (% de la RFBD) 2000-2007 vs. 2008-2010**



Fuente: INE BD Mores y BBVA Research

Gráfico 39

**Cambios en la tasa de ahorro y la de paro**



Fuente: INE BD Mores y BBVA Research

**El caso de Madrid**

Desde 1987, la renta de los hogares madrileños se ha incrementado a un ritmo del 6,9% anual, dos décimas más de crecimiento al año que la media nacional. No obstante, el distinto comportamiento demográfico, con una mayor atracción de población en el caso de Madrid, condujo a un crecimiento de la de la renta bruta disponible per cápita ligeramente menor (5,5% de media anual en Madrid, frente a un 5,8% en el conjunto de España). Pese a ello, Madrid muestra una evolución del ahorro distinta a la que se observa en la mayoría de las comunidades autónomas y en la media de España. Partiendo de niveles muy inferiores a la media en la década de los ochenta, Madrid muestra una tendencia creciente continuada, gracias a la que durante la primera década del siglo XXI los hogares madrileños muestran una tasa de ahorro similar a la media española. Y durante la crisis, superan claramente el nivel alcanzado por el conjunto de España, estimándose que la ratio de ahorro sobre Renta

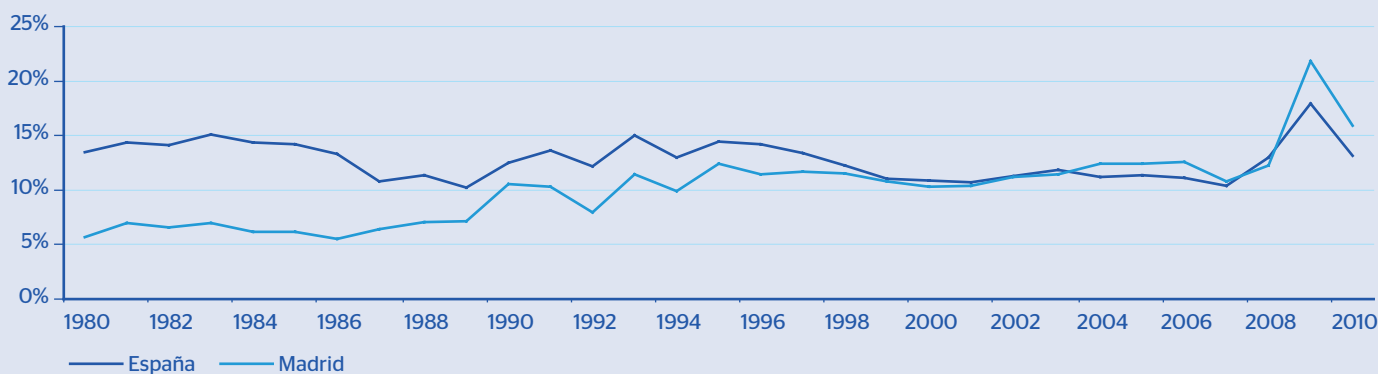
Familiar Bruta Disponible (RFBD) de los hogares madrileños se situó en 2009 en el 21,8% de la RFBD (4 p.p., por encima de la media nacional) y en el 15,8% en 2010 (2,3 p.p. más que el conjunto de España).

Con todo ello, aunque como se ha indicado al principio de este recuadro, la proporción de crédito sobre PIB del sector privado de Madrid es mayor que la media, también lo está

siendo tanto la corrección de esta ratio como la tasa de ahorro de los hogares, lo que justifica una corrección más rápida del desequilibrio. Junto a una mejor posición de las variables macroeconómicas (menor tasa de paro, mayor renta per capita) ello supone una ventaja para abordar posibles dificultades adicionales a las que se vea sometida la economía, o para lograr una mejor recuperación.

Gráfico 40

Tasa de ahorro bruto de los hogares



Fuente: INE BD Mores y BBVA Research

Cuadro 4

Tasa de ahorro de los hogares (% de la renta disponible)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008e	2009e	2010e
Andalucía	4,1	4,3	5,1	5,7	4,8	5,7	3,9	3,2	3,5	4,3	5,1
Aragón	12,6	11,6	13,3	13,4	12,8	13,6	14,4	13,8	17,9	24,4	18,4
Asturias	4,5	3,7	4,3	4,6	4,3	6,6	8,4	9,0	11,2	14,7	6,5
Canarias	20,9	18,8	16,5	15,9	12,8	11,3	11,5	9,9	11,2	12,5	4,3
Cantabria	11,0	11,5	14,0	16,0	15,8	17,6	18,8	17,6	21,5	27,4	21,5
C. y León	15,6	16,2	15,3	15,4	15,1	15,5	16,1	15,4	15,9	17,5	10,7
C. - La Mancha	18,1	18,2	20,3	21,4	19,7	18,9	18,0	16,6	20,8	26,9	21,3
Cataluña	11,0	10,5	11,2	12,6	12,1	12,4	11,8	10,8	14,8	20,9	14,2
Valencia	11,2	10,5	11,0	11,4	9,7	8,0	8,0	7,4	12,1	19,1	12,5
Extremadura	10,0	10,7	11,5	12,5	12,4	13,6	13,5	13,8	18,3	20,9	17,7
Galicia	6,1	5,5	6,7	8,0	7,2	7,3	8,4	8,8	11,9	17,9	13,4
Madrid	10,3	10,4	11,2	11,5	12,4	12,4	12,6	10,8	12,3	21,8	15,9
Murcia	4,8	6,1	10,7	9,3	6,7	8,0	5,8	5,3	9,9	17,3	10,3
Navarra	17,7	18,2	19,6	19,9	19,8	21,0	20,2	20,9	25,1	28,0	24,0
País Vasco	17,9	18,4	19,3	20,4	20,3	20,5	21,3	21,3	22,7	23,7	23,4
La Rioja	22,2	20,5	20,3	20,2	19,4	18,4	18,8	16,6	19,5	23,5	18,3
<b>España</b>	<b>10,9</b>	<b>10,7</b>	<b>11,3</b>	<b>11,8</b>	<b>11,2</b>	<b>11,4</b>	<b>11,1</b>	<b>10,4</b>	<b>13,0</b>	<b>18,0</b>	<b>13,1</b>

(e) Estimación BBVA Research

Fuente: BBVA Research a partir de INE y BD Mores



### Recuadro 3. Encuestas de Actividad Económica y Tendencias de Negocio y Gasto en Madrid

#### Las encuestas de Actividad Económica y de Tendencias de Negocio y Gasto de BBVA, una herramienta de análisis económico

En el segundo trimestre de 2010, BBVA Research inició en varias comunidades autónomas – entre las que se encontraba la Comunidad de Madrid – la elaboración de una serie de encuestas a su red de oficinas. La puesta en marcha de las Encuestas de Análisis Económico y de Tendencias de Negocio y Gasto pretende dar continuidad a uno de sus proyectos más relevantes de análisis regional. Estas encuestas, que en la actualidad ya se realizan en 13 Comunidades Autónomas, pretenden ofrecer una herramienta de análisis actual y recurrente tanto de la evolución de los principales indicadores económicos de las distintas regiones como de las principales tendencias del sector financiero que afectan a los agentes de esta región.

La experiencia acumulada en otras regiones hasta la fecha – más de 20 años en Cataluña, y más de 4 en Andalucía y Extremadura – confirma la eficacia de estas herramientas como un indicador temprano del comportamiento de la economía regional que, además, se caracteriza por presentar tres cualidades destacables para cualquier indicador:

- **Actualidad:** la encuesta permite conocer en “tiempo real” y de manera trimestral el pulso económico de la región.
- **Utilidad Predictiva:** Los resultados de las encuestas en otras comunidades avalan la utilización de los resultados que se obtienen como predictor de la situación actual y futura de la economía.
- **Especificidad:** las encuestas permiten recabar una información cada vez mayor sobre la evolución de la actividad económica y las tendencias de negocio y gasto de los hogares, no sólo en el conjunto de la economía regional y para cierto detalle sectorial, sino también en ámbitos geográficos más reducidos.

Entre los principales objetivos de las encuestas está la obtención de una información detallada a la que difícilmente se podría acceder de otra forma sobre la evolución y perspectivas de los principales indicadores de la zona de influencia de cada oficina. A través de un sencillo cuestionario que consta de entre tres y cinco opciones de tipo cualitativo en cada pregunta, se consulta a cerca de la evolución de algunos indicadores tales como la actividad, el empleo, la inversión por sectores, la demanda de crédito o la situación general y personal de los clientes de la zona.

#### Las Encuestas de Actividad y Tendencias de Negocio y Gasto señalan que el recrudecimiento de la crisis financiera ha impactado negativamente en la actividad en Madrid

La actividad económica en el tercer trimestre del año podría estar ralentizándose, según los encuestados, y en línea con nuestras perspectivas. Tras un primer trimestre que registró un crecimiento excepcionalmente elevado (que no pudo ser captado por las encuestas), la economía de la Comunidad de Madrid se mantuvo en niveles relativamente estables. Sin embargo, los últimos acontecimientos internacionales habrían limitado la actividad económica en el tercer trimestre del año, según la percepción de los encuestados. Además, las expectativas de actividad para el siguiente trimestre continúan en terreno negativo, aunque son ligeramente mejores que las existentes en el trimestre anterior. Sin embargo, este peor comportamiento en relación al trimestre anterior no es generalizado, y la heterogeneidad tanto regional como sectorial es la principal característica de la encuesta en este tercer trimestre del año.

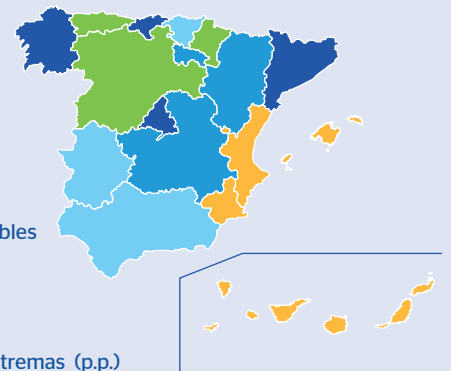
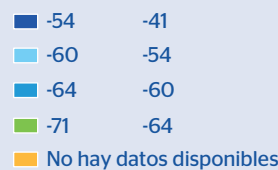
Desde el punto de vista regional, las encuestas muestran un comportamiento diferenciado entre las distintas CCAA en las que se realizan las consultas<sup>16</sup>. Así, los encuestados sitúan la CCAA de Madrid en el grupo de CCAA con una menor percepción de ralentización en la actividad económica junto a Galicia, Cantabria y Cataluña.

Por su parte, en términos de expectativas Madrid se encuentra, de nuevo, en el grupo que muestra un menor pesimismo junto a Cantabria, Andalucía y Cataluña.

Gráfico 41

#### Mapa 1: encuesta de Actividad Económica. Situación en el tercer trimestre de 2011

Actividad económica en el trimestre



\* Saldo de respuestas extremas (p.p.)

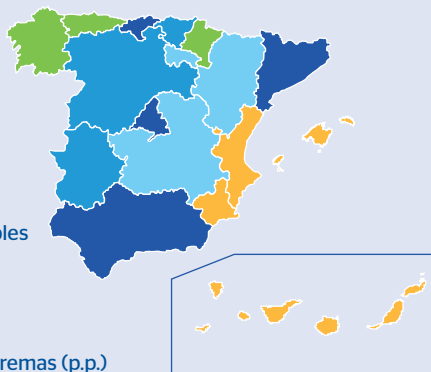
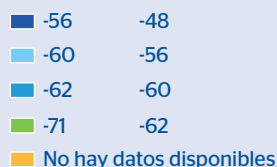
Fuente: BBVA

<sup>16</sup>: Para solucionar el posible problema en las comparaciones interregionales derivado de la diferente visión positiva o negativa de una situación similar entre CCAA, se normalizarán los resultados de cada área (Territorial, Comunidad o territorio relevante de análisis) cuando se dispongan de una historia suficientemente larga para poder realizar esta depuración estadística

Gráfico 42

**Mapa 2: Encuesta de Actividad Económica.  
Perspectiva para el cuarto trimestre de 2011**

**Perspectivas para el próximo trimestre**



\* Saldo de respuestas extremas (p.p.)

Fuente: BBVA

**Buen comportamiento de las exportaciones y el turismo, tras un segundo trimestre que ya había sido bueno**

Adicionalmente, esta misma heterogeneidad regional se observa en los distintos sectores e indicadores económicos por los que se cuestiona. Así, la negativa percepción de los encuestados sobre la actividad se materializa en un crecimiento considerable de las letras impagadas, en la negativa evolución de los indicadores de empleo y en unos niveles de inversión que se mantienen reducidos. Estos resultados son consistentes con nuestra visión de una economía que se desacelera y que, por tanto, aún se muestra incapaz de crear empleo de manera sostenida. Sin embargo, en el lado positivo, esta heterogeneidad también supone que los encuestados observan un buen comportamiento de algunos sectores durante el tercer trimestre del año. Entre estos sectores destaca el buen comportamiento de las exportaciones y del turismo. Además, esta percepción de los encuestados también se ve confirmada por la información extraída de las estadísticas oficiales y, particularmente, por la entrada de viajeros y el aumento del gasto medio por turista durante el tercer trimestre del año, que confirman que el tercer trimestre del año fue positivo para estos sectores.

Cuadro 5

**Resumen de la Actividad Económica Madrid (% de respuestas)**

	Aumenta	Estable	Baja	Saldo(*)
Actividad Económica	3	39	58	-54
Perspectiva para el próximo trimestre	6	39	55	-49
Producción industrial	1	50	49	-48
Cartera de pedidos	5	34	62	-57
Nivel de estocs	1	67	32	-31
Inversión en el sector primario	1	81	19	-18
Inversión industrial	3	67	30	-27
Inversión en servicios	8	42	50	-42
Nueva construcción	4	21	76	-72
Empleo industrial	1	42	56	-55
Empleo en construcción	8	40	52	-44
Empleo en servicios	2	25	73	-72
Precios	21	64	16	5
Ventas	1	39	61	-60
Turismo	36	50	14	22
Exportaciones	9	64	27	-18

(\*) Saldo de respuestas extremas.

Fuente: BBVA Research

Los empleados de BBVA consultados en la encuesta de Tendencia de Negocio y Gasto consideran que la demanda de crédito continuó cayendo en este trimestre respecto al trimestre anterior. A pesar de que la evolución ha sido negativa, las perspectivas para el próximo trimestre son menos pesimistas que las existentes para el trimestre actual y aunque se mantienen en terreno negativo, se aproximan a la neutralidad (10% frente a 17% en el 2T11).

Por su parte, uno de los resultados más destacables de la Encuesta de Tendencias de Negocio y Gasto apunta a que

los empleados de BBVA consultados, consideran que la demanda de crédito continuó cayendo en este trimestre respecto al trimestre anterior. A pesar de que la evolución ha sido negativa, las perspectivas para el próximo trimestre son menos pesimistas que las existentes para el trimestre actual y aunque se mantienen en terreno negativo, se aproximan a la neutralidad (-10% frente a -17% en el 2T11). Estos resultados son consistentes con el rally en las primas de riesgo observado desde el mes de agosto y el progresivo tensionamiento de los mercados financieros que se ha producido desde entonces.

## 4. Evolución reciente de la financiación de las comunidades autónomas. El caso de Madrid<sup>17</sup>

Este apartado resume los resultados obtenidos en de la Fuente (2011), donde se construyen series homogeneizadas de financiación autonómica con criterios de caja y de devengo para las comunidades autónomas de régimen común durante el período 2002-2009<sup>18</sup>. Con el fin de facilitar las comparaciones entre regiones, la financiación se calcula "a competencias homogéneas" -esto es, incluyendo sólo los recursos destinados a financiar un nivel común y uniforme en el tiempo de competencias que incluye la gestión de la sanidad y de la educación pero no algunas competencias singulares (como las instituciones penitenciarias o la policía) que sólo han sido asumidas hasta el momento por determinadas comunidades. Por la misma razón, los ingresos correspondientes a Canarias incluyen los recursos adicionales que esta región obtiene fuera del sistema ordinario de financiación, gracias al peculiar Régimen Económico y Fiscal del que disfruta (los llamados Recursos REF), y los ingresos tributarios de las comunidades autónomas se contabilizan de una forma que intenta aproximar la recaudación que se habría obtenido de haberse aplicado una normativa común en todas ellas.

Las series distinguen entre la financiación definitiva que corresponde a cada comunidad autónoma en un año determinado con un criterio de devengo y los ingresos reales que ésta percibe "por caja" con cargo al sistema durante dicho ejercicio. En el caso de los tributos gestionados directamente por las comunidades autónomas, ambos conceptos coinciden, al menos, aproximadamente. En el caso de las transferencias estatales (ligadas por ejemplo al Fondo de Suficiencia) y de los impuestos gestionados por la Agencia Tributaria estatal (incluyendo el IRPF y el IVA), sin embargo, existe una diferencia que puede llegar a ser importante entre ambos conceptos. Lo que las comunidades ingresan realmente a lo largo del año  $t$  son una serie de entregas a cuenta basadas en las previsiones recogidas en los Presupuestos Generales del Estado que se pagan por doceavas partes mensuales así como, en algunos años, ciertos anticipos a cuenta de la financiación definitiva. La diferencia entre los ingresos definitivos que corresponden a cada región en el año  $t$  y las entregas a cuenta y anticipos percibidas por ésta a lo largo del ejercicio se calcula (y generalmente, aunque no siempre, se abona) dos años más tarde, una vez se dispone de todos los datos necesarios para realizar la liquidación del sistema. En ese momento es también cuando se abonan los Fondos de Convergencia, para los que la ley no prevé la existencia de entregas a cuenta. Por lo tanto, en el año  $t$  las regiones ingresan las entregas a cuenta correspondientes al ejercicio en curso y, en principio, la liquidación de  $t-2$ , mientras que la liquidación de  $t$  se realiza en  $t+2$ .

### La evolución de la financiación agregada

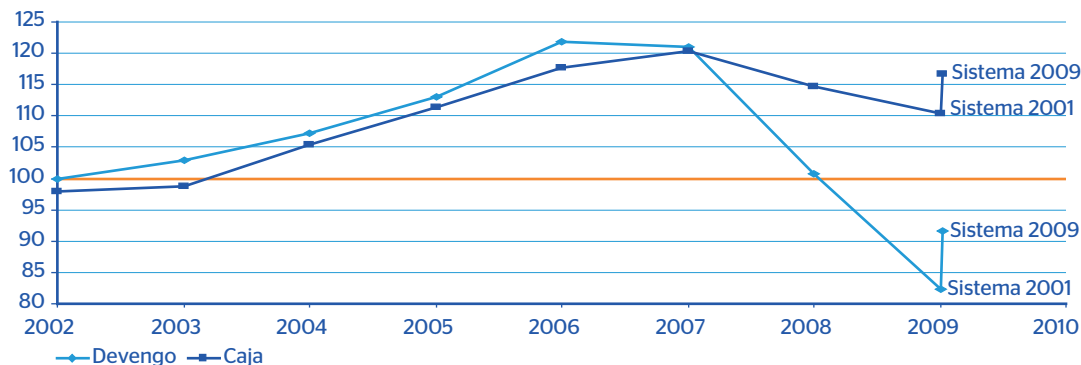
El Gráfico 43 resume la evolución de la financiación agregada a competencias homogéneas de las comunidades autónomas de régimen común entre 2002 y 2009. Para 2009 se muestran tanto los recursos por habitante a precios constantes que estos territorios habrían recibido con el anterior sistema de financiación (sistema 2001) como los que realmente han percibido con el nuevo modelo que comenzó a aplicarse en dicho año (sistema 2009).

17: Angel de la Fuente Instituto de Análisis Económico (CSIC)

18: de la Fuente, A. (2011). "La evolución de la financiación de las comunidades autónomas de régimen común, 1999-2009." BBVA Research, documento de Trabajo de próxima publicación. El trabajo y las series que en él se construyen están disponibles en: <http://ideas.repec.org/p/aub/autbar/88411.html>

Gráfico 43

**Índice de financiación por habitante a competencias homogéneas a precios constantes financiación devengada por habitante en 2002 = 100**



Fuente: de la Fuente, A. (2011) "El nuevo sistema de financiación de las comunidades autónomas de régimen común: un análisis crítico y datos homogéneos para 2009." Mimeo, Institut d'Anàlisi Econòmica, CSIC, setembre de 2011. <http://ideas.repec.org/p/aub/autbar/88411.html>

El gráfico ilustra dos hechos importantes. El primero es la gran sensibilidad de la financiación autonómica al ciclo económico. Y el segundo es que se ha retrasado durante dos años la caída de los ingresos autonómicos en términos de caja, lo que tiene su explicación tanto en la mecánica del sistema como en los errores de previsión del Gobierno Central<sup>19</sup>. Lo anterior ha permitido a los gobiernos regionales posponer el inicio de los ajustes exigidos por la crisis actual más de lo que habría sido prudente.

Durante el período de expansión comprendido entre 2002 y 2006, la financiación definitiva a competencias homogéneas por habitante, medida a precios constantes de 2002, aumentó en un 22%. Esto fue posible gracias a una especie de burbuja fiscal que ha tenido mucho que ver con el *boom* de la vivienda, pero no sólo con él. Durante el mismo período, los componentes más volátiles de la base tributaria (incluyendo no sólo las rentas gravadas sino también el gasto sujeto a tributación, como la compra de vivienda) se dispararon al alza en más de 15 puntos del PIB, con el consiguiente aumento de los ingresos tributarios autonómicos y estatales.

Tras 2007, sin embargo, cambiaron las tornas. La relación entre la base tributaria y el PIB vuelve de golpe a niveles más normales y la recaudación tributaria se desploma. También lo hace, lógicamente, la financiación autonómica, que está ligada a los ingresos tributarios estatales y regionales, aunque la disminución se difiere en dos años cuando se considera la financiación por caja porque el descenso de la recaudación tarda en trasladarse a las entregas a cuenta a las regiones. De no haber sido por los recursos adicionales que el Estado inyectó en 2009 con motivo del cambio de sistema, la financiación definitiva por habitante se habría reducido en un 32% en términos reales entre 2007 y 2009. La inyección de recursos que ha supuesto el nuevo acuerdo de financiación reduce esta caída en unos ocho puntos porcentuales. Aún así, la pérdida de recursos por habitante se sitúa por encima del 20% en sólo dos años en términos de devengo - pero sólo en el 3% en términos de caja, lo que implica que el grueso del *shock* de ingresos derivado de la crisis actual no había llegado a las finanzas autonómicas en 2009.

**La financiación relativa por habitante ajustado**

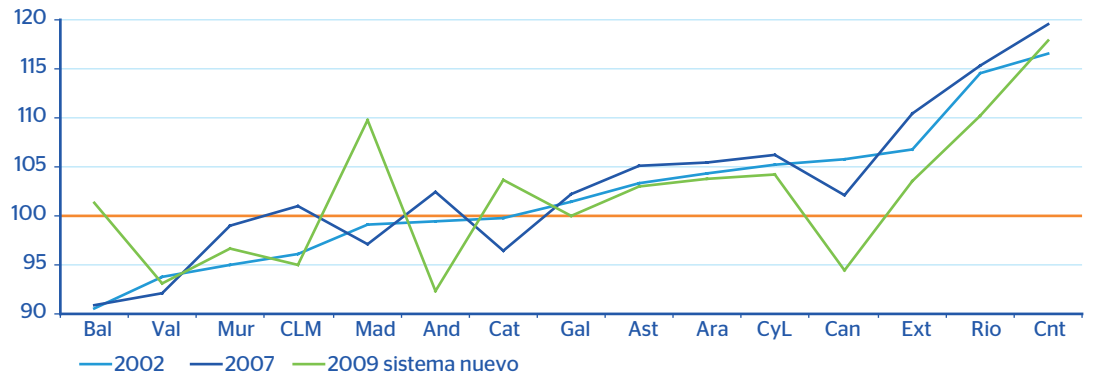
El Gráfico 44 muestra la distribución de la financiación a competencias homogéneas por habitante ajustado o por unidad de necesidad en 2002, 2007 y 2009<sup>20</sup>.

19: Las entregas a cuenta a las regiones se fijan en base a las previsiones de recaudación recogidas en el proyecto de presupuestos generales del Estado. Por lo tanto, las caídas inesperadas de ingresos tributarios no afectan a la financiación por caja durante el ejercicio en curso sino dos años más tarde, cuando se practica la liquidación del sistema.

20: En el nuevo modelo de financiación se calcula un indicador de necesidades de gasto regionales, la llamada población ajustada, ponderando las poblaciones regionales por un factor que recoge (la estimación que hace el sistema de) el coste por habitante de prestar en cada región los servicios públicos de titularidad autonómica a un nivel uniforme de calidad. De esta forma se introduce una corrección por el hecho de que los costes por habitante de los servicios públicos serán mayores en las regiones más envejecidas o más extensas, por citar sólo dos de los factores relevantes. Al dividir la financiación por la población ajustada en vez de por la población real, se obtiene un indicador que recoge lo bien o mal financiada que está cada región mejor que la financiación por habitante.

Gráfico 44

**Índice de financiación a competencias  
homogéneas por habitante ajustado 2002 vs. 2009 con el nuevo sistema**



Notas: Financiación con criterio de devengo. La población ajustada se calcula en todos los años con los criterios del sistema 2009. Fuente: de la Fuente A. (2011) "El nuevo sistema de financiación de las comunidades autónomas de régimen común: un análisis crítico y datos homogéneos para 2009". Mimeo, Instituto de Análisis Económico, CSIC, septiembre de 2011. <http://ideas.repec.org/p/aub/autbar/884.11.html>

La comparación entre los resultados del nuevo modelo en 2009 y los de su antecesor en 2007 es particularmente relevante porque esta última referencia es seguramente la que ancla las expectativas con las que los gobiernos regionales abordaron las negociaciones para la última reforma del sistema, dado que la liquidación de 2007 era la última disponible en ese momento. Desde esta perspectiva, los cambios que observamos en la posición relativa de algunas regiones resultan preocupantes y sugieren que las presiones para una nueva reforma del sistema no tardarán mucho en intensificarse. Así, mientras que Cataluña, Baleares y Madrid ganan entre 7 y 13 puntos en estos dos años y pasan a situarse por encima de la media, Castilla la Mancha, Canarias y Andalucía pierden entre 6 y 10 puntos y caen desde niveles superiores a la media hasta las últimas posiciones del *ranking* de financiación por unidad de necesidad. En el caso de Galicia no se observan diferencias significativas entre el nuevo modelo de 2009 y los resultados de su antecesor en 2002 o 2007.

Es importante observar que los bruscos cambios en las posiciones relativas de algunas regiones que se observan entre 2007 y 2009 en el Gráfico 44 no se deben únicamente al desigual impacto territorial de la actual crisis y al reparto de los recursos adicionales inyectados por la Administración Central en el nuevo modelo, sino también a la interacción de la propia crisis con algunos elementos "técnicos" del sistema de financiación que seguramente convendría revisar.

El primer problema en este sentido es que el agregado de ingresos estatales netos al que están referenciadas las transferencias del Fondo de Suficiencia (el llamado ITEn) refleja de una forma perversa los errores de previsión que pueda cometer el Gobierno central a la hora de elaborar los Presupuestos Generales del Estado (PGE). La razón es que el ITEn se calcula en términos de caja, sustrayendo de los ingresos totales por IRPF, IVA e IIEE no los rendimientos definitivos de los tramos autonómicos de estos impuestos, sino la suma de las entregas a cuenta del año en curso y la liquidación abonada en el mismo, que generalmente es la correspondiente a dos años atrás. Si el Gobierno central es demasiado optimista, esto es, si sobrevalora los ingresos tributarios autonómicos y se excede en las entregas a cuenta, el ITEn será menor de lo que lo habría sido en ausencia del error de previsión, lo que se traducirá en una reducción del Fondo de Suficiencia que tendrá efectos muy desiguales sobre las distintas regiones dependiendo del peso de este Fondo en los ingresos de cada una. En principio, el error se corrige por sí solo dos años más tarde. Cuando las comunidades devuelven al Estado el exceso de entregas a cuenta del año t en la liquidación que se practica en t+2, el ITEn de este último año se incrementará en la misma cuantía en la que se había reducido el ITEn del año t como resultado del error de previsión.

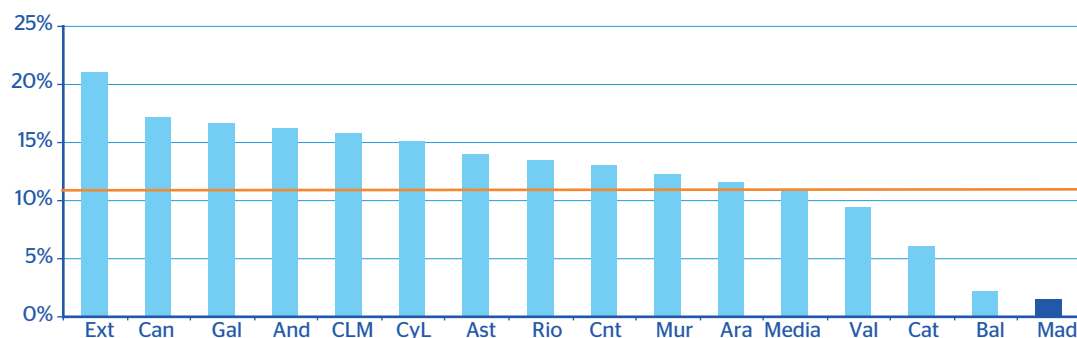
En condiciones normales, por tanto, el problema que esto supone no es grave porque los errores de previsión suelen ser relativamente reducidos excepto en los momentos de cambio de ciclo y se compensan automáticamente en el plazo de dos años. Sin embargo, en 2009 concurren dos circunstancias que hacen que las cosas sean muy distintas. La primera es que el error de previsión ha sido enorme (la recaudación por los impuestos que integran el ITEn se ha quedado casi 35.000 millones por debajo de lo previsto en los PGE). Y la segunda es que se trata del año

base efectivo de un nuevo sistema muy distinto en algunos aspectos de su antecesor. Puesto que las transferencias del Fondo de Suficiencia tendrán un peso muy inferior en el nuevo sistema, la distorsión generada por el error de previsión de 2009 no desaparecerá en dos años sino que tendrá un efecto permanente sobre la financiación de las regiones afectadas, que en algunos casos iniciarán su andadura en un nuevo sistema dotado de una considerable inercia en una posición relativa muy distinta de la esperada en el momento de la negociación del mismo.

Una segunda complicación con implicaciones similares a las del problema que se acaba de describir surge porque los ingresos autonómicos son también sensibles a ciertas medidas de estímulo fiscal que el Gobierno central adoptó o mantuvo durante 2009, incluyendo la deducción de 400 euros en el IRPF para las rentas del trabajo y asimiladas y las pérdidas de recaudación del IVA debidas a la agilización de las devoluciones y a las mayores facilidades ofrecidas para conceder aplazamientos. El problema no es, ciertamente, que el Gobierno central pueda adoptar medidas de impulso fiscal en un período recesivo, sino que la estructura del sistema de financiación y el cambio en su año base hacen que tales medidas tengan efectos digamos accidentales sobre toda la senda futura de la financiación regional.

Gráfico 45

**Reducción de los ingresos autonómicos a competencias homogéneas en 2009 debida a causas técnicas como % de la financiación total a competencias homogéneas con el nuevo sistema de financiación**



Fuente: de la Fuente, A. (2011). "El nuevo sistema de financiación de las comunidades autónomas de régimen común: un análisis crítico y datos homogéneos para 2009." Mimeo, Instituto de Análisis Económico, CSIC, septiembre de 2011. <http://ideas.repec.org/p/aub/autbar/88411.html>

El Gráfico 45 resume el impacto conjunto de estas medidas y de los errores de previsión sobre la financiación de las distintas comunidades autónomas en 2009 bajo el antecesor del sistema actual - un efecto que se traslada directamente al nuevo sistema a través de su cláusula de *statu quo*, que garantiza que ninguna comunidad pierda recursos con el cambio de modelo. En su conjunto, estos factores redujeron la financiación total de las comunidades de régimen común en 2009 en 9.822 millones de euros, o un 10,86% de su financiación total a competencias homogéneas con el nuevo sistema. Casi tres cuartas partes de esta cantidad provienen de la reducción del Fondo de Suficiencia y afectan por tanto a las distintas comunidades en proporción a sus respectivas participaciones en ese Fondo. Por consiguiente, las comunidades más dependientes del mismo, que son generalmente las de menor renta, han sido las más perjudicadas por los efectos que estamos analizando. Así, Extremadura, Canarias, Galicia, Andalucía y las dos Castillas han visto reducida su financiación en más de un 15%, mientras que Madrid, Baleares y Cataluña sólo han perdido entre un 1,5% y un 6% de sus recursos a competencias homogéneas.

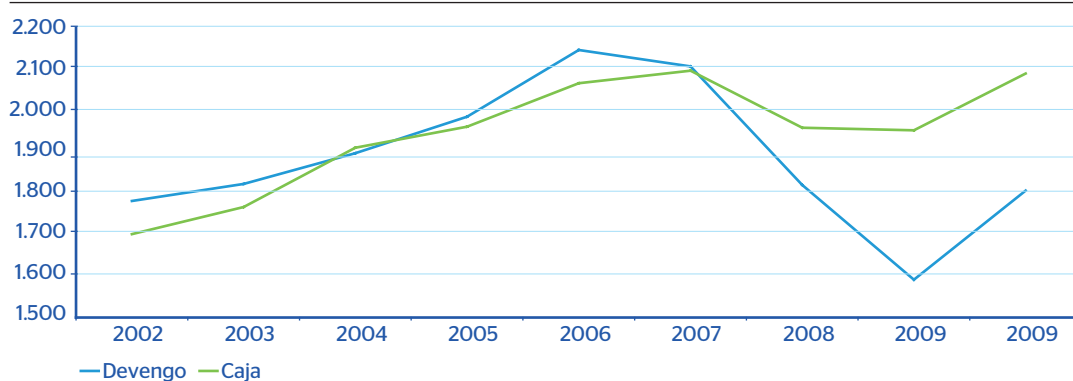
En algún sentido, el efecto neto de las distorsiones cuantificadas en el Gráfico 45 sobre las dos colas de la distribución de la financiación por habitante ajustado que se describe en el Gráfico 44 ha de considerarse positivo pues éstas han contribuido a acercar a la media algunas de las regiones mejor y peor financiadas bajo el sistema anterior (como Extremadura, Cantabria, la Rioja y Castilla y León en la parte alta de la distribución y Baleares y Valencia en la parte baja). En la zona central de la distribución, sin embargo, las distorsiones acentúan la caída de Canarias, Castilla la Mancha, Murcia y Andalucía hasta niveles claramente inferiores a la media. En cualquier caso, lo que no parece muy razonable es que la posición inicial de las regiones en el nuevo sistema se vea afectada por factores digamos accidentales que en buena medida constituyen una externalidad asociada a decisiones del Gobierno central y que difícilmente podían haber sido previstos durante la negociación del Acuerdo para la reforma del sistema.

## El caso de Madrid

Los Gráficos 46 y 47 resumen la situación de la comunidad autónoma de Madrid. El primero de ellos muestra un patrón similar al observado en el conjunto de las regiones de régimen común: una fuerte caída de la financiación devengada por habitante ajustado medida en términos reales entre 2007 y 2009 que sólo se ha trasladado mínimamente a la financiación por caja en este último año. En el caso madrileño, sin embargo, la caída de ambos agregados de financiación durante este período es sensiblemente inferior al promedio nacional: el descenso de la financiación devengada por habitante ajustado es diez puntos menor (el 14,4% frente al 24,3%) mientras que el de la financiación por caja es de sólo el 0,3% frente a una media nacional del 3,1%. Así pues, el shock de ingresos ligado a los primeros años de la crisis en curso ha sido bastante más suave en Madrid que en el conjunto del país.

Gráfico 46

### Financiación a competencias homogéneas por habitante ajustado a precios constantes de 2002



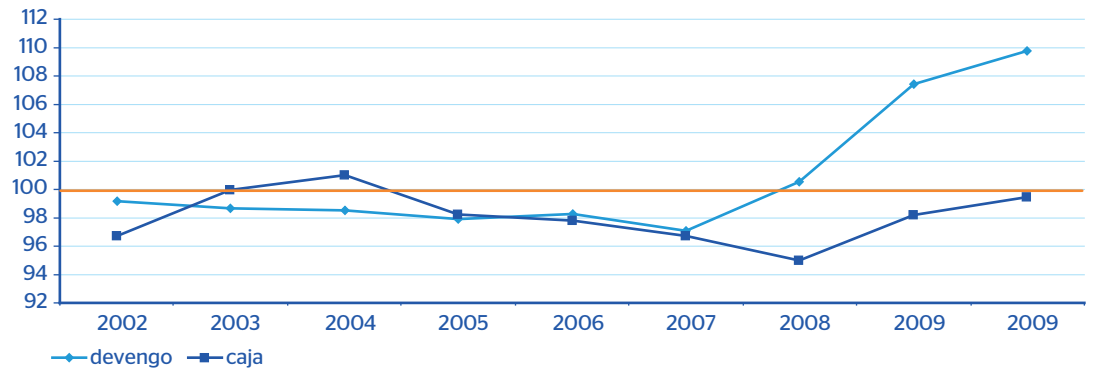
Notas: Financiación con criterio de devengo. La población ajustada se calcula en todos los años con los criterios del sistema 2009.  
Fuente: de la Fuente A. (2011) "El nuevo sistema de financiación de las comunidades autónomas de régimen común: un análisis crítico y datos homogéneos para 2009." Mimeo, Instituto de Análisis Económico, CSIC, septiembre de 2011. <http://ideas.repec.org/p/aub/autbar/884.11.html>

Mirando hacia atrás, el Gráfico 47 muestra que la financiación madrileña se ha situado ligeramente por debajo de la media nacional, presentando también una suave tendencia a la baja, durante la mayor parte del período analizado. Tras 2007, sin embargo, la posición relativa de la comunidad mejora rápidamente y llega a situarse diez puntos por encima de la media en términos de devengo con el nuevo modelo de financiación que se implementa en 2009. Esto se debe en parte a la menor incidencia de la crisis y en parte a que, al contrario de lo que sucede en todas las demás regiones con la excepción de Baleares, el desplome del Fondo de Suficiencia del viejo sistema 2001 ha beneficiado a Madrid por ser la región contribuyente neta a este fondo. También hay que observar que Madrid ha sido una de las comunidades que han salido ganando con el cambio de sistema en 2009, aunque el grueso de su ganancia se debe al atípico criterio de reparto que se ha utilizado para repartir el Fondo de Competitividad de ese año (en base a la financiación por caja) y previsiblemente tendrá, por tanto, un carácter sólo transitorio. Eliminando éste y otros efectos atípicos del primer año de aplicación del nuevo modelo, si éste hubiese alcanzado ya su velocidad de crucero, la financiación relativa madrileña habría sido en 2009 casi seis puntos menor que la observada (104,1 en vez de 109,8). Así pues, la situación relativa de la región debería empeorar ligeramente durante los próximos años (en términos de devengo), pero manteniéndose todavía muy por encima de su media histórica. En términos de caja, las cosas deberían mejorar en términos relativos durante un par de años antes de girar a la baja.

Gráfico 47

**Índice de financiación**

por habitante a competencias homogéneas conjunto de comunidades de régimen común = 100



Nota: La población ajustada se calcula en todos los años con los criterios del sistema 2009.

Fuente: de la Fuente, A. (2011). "El nuevo sistema de financiación de las comunidades autónomas de régimen común: un análisis crítico y datos homogéneos para 2009." Mimeo, Instituto de Análisis Económico, CSIC, septiembre de 2011. <http://ideas.repec.org/p/aub/autbar/884.11.html>



## 5. Cuadros

Cuadro 6  
España y UEM: previsiones macroeconómicas

(Crecimiento anual, %)	2008		2009		2010		2011		2012	
	España	UEM	España	UEM	España	UEM	España	UEM	España	UEM
Consumo de los Hogares	-0,6	0,3	-4,3	-1,2	1,3	0,8	0,4	0,5	0,5	0,7
Consumo AA,PP.	5,8	2,3	3,2	2,5	-0,7	0,5	-0,3	0,3	-2,7	0,1
FBCF	-4,8	-1,2	-16,0	-12,0	-7,5	-1,0	-5,1	2,4	-0,6	1,7
Equipo y Otros Productos	-3,0	0,8	-21,2	-16,2	-2,1	3,1	-0,5	5,0	2,8	3,0
Construcción	-5,9	-2,6	-11,9	-8,7	-11,1	-4,1	-8,7	-0,4	-3,2	-0,4
Vivienda	-10,7	-5,3	-24,5	-11,3	-16,5	-3,6	-7,4	1,5	0,9	-0,1
Demanda nacional (*)	-0,6	0,3	-6,4	-3,5	-1,1	1,0	-1,0	1,0	-0,4	0,8
Exportaciones	-1,1	0,7	-11,6	-12,9	10,3	10,6	10,1	6,1	5,1	2,5
Importaciones	-5,3	0,7	-17,8	-11,7	5,5	8,9	3,0	4,7	-0,3	2,1
Saldo exterior (*)	1,5	0,0	2,7	-0,7	1,0	-0,8	1,8	0,7	1,4	0,3
PIB pm (% a/a)	0,9	0,3	-3,7	-4,2	-0,1	1,7	0,8	1,7	1,0	1,0
<b>Pro-memoria</b>										
PIB sin inversión en vivienda	2,0	0,6	-1,9	-3,8	0,9	2,0	1,2	1,7	1,0	1,1
PIB sin construcción	2,3	0,7	-2,1	-3,7	1,7	2,4	2,2	1,9	1,6	1,2
Ocupación total (EPA)	-0,5	0,9	-6,8	-1,8	-2,3	-0,5	-1,7	0,3	-0,8	0,6
Tasa de paro (%Activos)	11,3	7,6	18	9,4	20,1	10,4	21,5	10,6	22,1	10,7
Saldo por cuenta corriente (% PIB)	-9,6	-1,1	-5,2	-0,8	-4,5	-0,5	-4,5	0	-3	0,2
Saldo de las AA,PP. (%PIB)	-4,2	-2	-11,1	-6,3	-9,2	-6,2	-6,5	-4,5	-4,4	-3,4
IPC media anual	4,1	3,3	-0,3	0,3	1,8	1,6	3,1	2,6	1,2	1,6

Dato de cierre de previsiones: 28 de noviembre.

(\*) Contribuciones al crecimiento del PIB.

Fuente: BBVA Research a partir de organismos oficiales

Cuadro 7  
Previsiones macroeconómicas: Producto Interior Bruto

(Tasas anuales, %)	2008	2009	2010	2011	2012
Estados Unidos	-0,3	-3,5	3,0	1,6	2,3
UEM	0,3	-4,2	1,7	1,7	1,0
Alemania	0,8	-5,1	3,6	2,9	1,2
Francia	-0,2	-2,6	1,4	1,6	1,0
Italia	-1,3	-5,2	1,2	0,7	0,3
España	0,9	-3,7	-0,1	0,8	1,0
Reino Unido	-0,1	-4,9	3,4	0,9	1,3
América Latina *	5,2	-0,6	6,6	4,5	3,8
México	1,5	-6,1	5,4	3,8	3,3
EAGLES **	6,6	4,0	8,3	6,7	6,5
Turquía	0,7	-4,9	9,2	7,5	4,5
Asia-Pacífico	5,2	4,1	8,0	5,9	6,4
China	9,6	9,2	10,4	9,1	8,6
Asia (exc. China)	2,3	0,8	6,5	3,7	4,9
Mundo	2,8	-0,6	5,1	3,9	4,1

Fecha cierre de previsiones: 28 de Noviembre de 2011

\* Argentina, Brasil, Chile, Colombia, Perú, Venezuela

\*\* Brasil, China, Egipto, India, Indonesia, Corea, México, Rusia, Taiwan, Turquía

Fuente: BBVA Research

Cuadro 8

**Previsiones macroeconómicas: tipos de cambio (promedio)**

<b>Dólares (\$) por moneda nacional</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>
Estados Unidos (EUR por USD)	0,68	0,72	0,76	0,71	0,74
UEM	1,47	1,39	1,33	1,40	1,35
Reino Unido	1,82	1,56	1,54	1,60	1,57
China	6,88	6,83	6,74	6,42	6,16

Fecha cierre de previsiones: 28 de Noviembre de 2011  
 Fuente: BBVA Research

Cuadro 9

**Previsiones macroeconómicas: tipos de interés a 10 años (promedio)**

	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>
Estados Unidos	3,6	3,2	3,2	2,8	2,5
UEM	4,0	3,3	2,8	2,7	2,6

Fecha cierre de previsiones: 28 de Noviembre de 2011  
 Fuente: BBVA Research

Cuadro 10

**Previsiones macroeconómicas: tipos de interés oficiales (fin de período)**

	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>
Estados Unidos	0,61	0,25	0,25	0,25	0,25
UEM	2,73	1,00	1,00	1,00	1,00
China	5,31	5,31	5,81	6,56	6,81

Fecha cierre de previsiones: 28 de Noviembre de 2011  
 Fuente: BBVA Research

**AVISO LEGAL**

Este documento, así como los datos, opiniones, estimaciones, previsiones y recomendaciones contenidas en el mismo, han sido elaborados por Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A. (en adelante "BBVA"), con la finalidad de proporcionar a sus clientes información general a la fecha de emisión del informe y están sujetas a cambio sin previo aviso. BBVA no asume compromiso alguno de comunicar dichos cambios ni de actualizar el contenido del presente documento.

Ni el presente documento, ni su contenido, constituyen una oferta, invitación o solicitud de compra o suscripción de valores o de otros instrumentos o de realización o cancelación de inversiones, ni pueden servir de base para ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo.

**El inversor que tenga acceso al presente documento debe ser consciente de que los valores, instrumentos o inversiones a que el mismo se refiere pueden no ser adecuados para sus objetivos específicos de inversión**, su posición financiera o su perfil de riesgo ya que no han sido tomadas en consideración para la elaboración del presente informe, por lo que debe adoptar sus propias decisiones de inversión teniendo en cuenta dichas circunstancias y procurándose el asesoramiento específico y especializado que pueda ser necesario. El contenido del presente documento se basa en informaciones que se estiman disponibles para el público, obtenidas de fuentes que se consideran fiables, pero dichas informaciones no han sido objeto de verificación independiente por BBVA por lo que no se ofrece ninguna garantía, expresa o implícita, en cuanto a su precisión, integridad o corrección. BBVA no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida, directa o indirecta, que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido. El inversor debe tener en cuenta que la evolución pasada de los valores o instrumentos o los resultados históricos de las inversiones, no garantizan la evolución o resultados futuros.

**El precio de los valores o instrumentos o los resultados de las inversiones pueden fluctuar en contra del interés del inversor e incluso suponerle la pérdida de la inversión inicial. Las transacciones en futuros, opciones y valores o instrumentos de alta rentabilidad (high yield securities) pueden implicar grandes riesgos y no son adecuados para todos los inversores. De hecho, en ciertas inversiones, las pérdidas pueden ser superiores a la inversión inicial, siendo necesario en estos casos hacer aportaciones adicionales para cubrir la totalidad de dichas pérdidas. Por ello, con carácter previo a realizar transacciones en estos instrumentos, los inversores deben ser conscientes de su funcionamiento, de los derechos, obligaciones y riesgos que incorporan, así como los propios de los valores subyacentes a los mismos. Podría no existir mercado secundario para dichos instrumentos.**

BBVA o cualquier otra entidad del Grupo BBVA, así como sus respectivos directores o empleados, pueden tener una posición en cualquiera de los valores o instrumentos a los que se refiere el presente documento, directa o indirectamente, o en cualesquiera otros relacionados con los mismos; pueden negociar con dichos valores o instrumentos, por cuenta propia o ajena, proporcionar servicios de asesoramiento u otros servicios al emisor de dichos valores o instrumentos, a empresas relacionadas con los mismos o a sus accionistas, directivos o empleados y pueden tener intereses o llevar a cabo cualesquiera transacciones en dichos valores o instrumentos o inversiones relacionadas con los mismos, con carácter previo o posterior a la publicación del presente informe, en la medida permitida por la ley aplicable.

Los empleados de los departamentos de ventas u otros departamentos de BBVA u otra entidad del Grupo BBVA pueden proporcionar comentarios de mercado, verbalmente o por escrito, o estrategias de inversión a los clientes que reflejen opiniones contrarias a las expresadas en el presente documento; asimismo BBVA o cualquier otra entidad del Grupo BBVA puede adoptar decisiones de inversión por cuenta propia que sean inconsistentes con las recomendaciones contenidas en el presente documento. Ninguna parte de este documento puede ser (i) copiada, fotocopiada o duplicada en ningún modo, forma o medio (ii) redistribuida o (iii) citada, sin el permiso previo por escrito de BBVA. Ninguna parte de este informe podrá reproducirse, llevarse o transmitirse a aquellos Países (o personas o entidades de los mismos) en los que su distribución pudiera estar prohibida por la normativa aplicable. El incumplimiento de estas restricciones podrá constituir infracción de la legislación de la jurisdicción relevante.

Este documento será distribuido en el Reino Unido únicamente a (i) personas que cuentan con experiencia profesional en asuntos relativos a las inversiones previstas en el artículo 19(5) de la ley de servicios y mercados financieros de 2000 (promoción financiera) de la orden de 2005, (en su versión enmendada, en lo sucesivo, la "orden") o (ii) entidades de grandes patrimonios sujetas a lo dispuesto en el artículo 49(2)(a) a (d) de la orden o (iii) personas a las que legalmente se les pueda comunicar una invitación o propuesta para realizar una inversión (según el significado del artículo 21 de la ley de servicios y mercados financieros de 2000) (en adelante, todas estas personas serán "personas relevantes"). Este documento está dirigido únicamente a las personas relevantes y las personas que no sean personas relevantes no se deberán basar en el mismo ni actuar de conformidad con él. Las inversiones o actividades de inversión a las que hace referencia este documento sólo están disponibles para personas relevantes y sólo se realizarán con personas relevantes.

Ninguna parte de este informe podrá reproducirse, llevarse o transmitirse a los Estados Unidos de América ni a personas o entidades americanas. El incumplimiento de estas restricciones podrá constituir infracción de la legislación de los Estados Unidos de América.

El sistema retributivo del/los analista/s autor/es del presente informe se basa en una multiplicidad de criterios entre los cuales figuran los ingresos obtenidos en el ejercicio económico por BBVA e, indirectamente, los resultados del Grupo BBVA, incluyendo los generados por la actividad de banca de inversiones, aunque éstos no reciben compensación basada en los ingresos de ninguna transacción específica de banca de inversiones.

BBVA no es miembro de FINRA y no está sujeta a las normas de revelación previstas para sus miembros.

**"BBVA está sometido al código de conducta de los Mercados de Valores del Grupo BBVA, el cual incluye, entre otras, normas de conducta establecidas para prevenir y evitar conflictos de interés con respecto a las recomendaciones, incluidas barreras a la información. El Código de Conducta en los Mercados de Valores del Grupo BBVA está disponible para su consulta en la dirección Web siguiente: [www.bbva.com](http://www.bbva.com) / Gobierno Corporativo".**

BBVA es un banco, supervisado por el Banco de España y por la Comisión Nacional del Mercado de Valores, e inscrito en el registro del Banco de España con el número 0182.

## Este informe ha sido elaborado por la Unidad de España:

*Economista Jefe Economías Desarrolladas***Rafael Doménech**

+34 91 537 36 72

r.domenech@bbva.com

España

**Miguel Cardoso**

+34 91 374 39 61

miguel.cardoso@bbva.com

**Anabel Arador**

+34 93 401 40 42

ana.arador@grupobbva.com

**Joseba Barandiaran**

+34 94 487 67 39

joseba.barandia@bbva.com

**Mónica Correa**

+34 91 374 64 01

monica.correa@bbva.com

**Juan Ramón García**

+34 91 374 33 39

juanramon.gl@bbva.com

**Félix Lores**

+34 91 374 01 82

felix.lores@bbva.com

**Antonio Marín**

+34 648 600 596

antonio.marin.campos@bbva.com

**Myriam Montañez**

+34 954 24 74 8

miriam.montanez@bbva.com

**Miguel Pérez**

+34 91 374 75 28

m.perezvillaseca@bbva.com

**Virginia Pou**

+34 91 537 77 23

virginia.pou@bbva.com

**Leticia Riva**

+34 91 374 62 66

leticia.riva@bbva.com

**Pep Ruiz**

+34 91 537 55 67

ruiz.aguirre@bbva.com

**Camilo Andrés Ulloa**

+34 91 537 84 73

camiloandres.ulloa@bbva.com

## BBVA Research

*Economista Jefe del Grupo***Jorge Sicilia***Economías Emergentes:***Alicia García-Herrero**

alicia.garcia-herrero@bbva.com.hk

Análisis Transversal Economías Emergentes

**Álvaro Ortiz Vidal-Abarca**

alvaro.ortiz@bbva.com

Asia

**Stephen Schwartz**

stephen.schwartz@bbva.com.hk

China

India

**Sumedh Deorukhkar**

deorukhkar@grupobbva.com

Coordinación Latam

**Joaquín Vial**

jvial@bbva.com

Argentina

**Gloria Sorensen**

gsorensen@bbva.com

Chile

**Alejandro Puente**

apuente@bbva.com

Colombia

**Juana Téllez**

juana.tellez@bbva.com

Perú

**Hugo Perea**

hperea@grupobbva.com.pe

Venezuela

**Oswaldo López**

oswaldo\_lopez@provincial.com

México

**Adolfo Albo**

a.albo@bbva.bancomer.com

Análisis Macro México

**Julián Cubero**

juan.cubero@bbva.bancomer.com

*Economías Desarrolladas:***Rafael Doménech**

r.domenech@bbva.com

España

**Miguel Cardoso**

miguel.cardoso@bbva.com

Europa

**Miguel Jiménez**

mjimenezg@bbva.com

Estados Unidos

**Nathaniel Karp**

nathaniel.karp@bbvacompass.com

*Sistemas Financieros y Regulación:***Santiago Fernández de Lis**

sfernandezdelis@grupobbva.com

Sistemas Financieros

**Ana Rubio**

arubiog@bbva.com

Pensiones

**David Tuesta**

david.tuesta@bbva.com

Regulación y Políticas Públicas

**María Abascal**

maria.abascal@bbva.com

*Áreas Globales:*

Escenarios Económicos

**Juan Ruiz**

juan.ruiz@bbva.com

Escenarios Financieros

**Sonsoles Castillo**

s.castillo@bbva.com

Innovación y Procesos

**Clara Barrabés**

clara.barrabes@bbva.com

*Market & Client Strategy:***Antonio Pulido**

ant.pulido@grupobbva.com

Equity Global

**Ana Munera**

ana.munera@grupobbva.com

Crédito Global

**Javier Serna**

Javier.Serna@bbvauk.com

Tipos de Interés, Divisas y

Materias Primas

**Luis Enrique Rodríguez**

luisen.rodriguez@grupobbva.com

## Interesados dirigirse a:

**BBVA Research**

Paseo Castellana, 81 - 7ª planta

28046 Madrid (España)

Tel.: +34 91 374 60 00 y 91 537 70 00

Fax: +34 91 374 30 25

bbvaresearch@bbva.com

www.bbvaresearch.com