

Situación Madrid

Primer Semestre 2012
Análisis Económico

- **Continúa el crecimiento mundial** pero se incrementa la incertidumbre.
- **Europa, a la espera de una hoja de ruta creíble** de crecimiento y ajuste fiscal, se descuelga del crecimiento mundial.
- **España: se confirma la recesión** pero no se acelera.
- **Madrid: menores desequilibrios y más rapidez** en el ajuste facilitan un menor impacto de la crisis
- **Mantener los esfuerzos en el sistema educativo, clave** para reforzar la posición de liderazgo.

Índice

1. Editorial.....	3
2. Perspectivas de crecimiento del entorno.....	5
3. Comunidad de Madrid: comportamiento diferencialmente positivo, pero con riesgos a la baja.....	10
4. Desempleo y crecimiento en la Comunidad de Madrid.....	19
5. El desempeño educativo de las comunidades autónomas: el caso de la Comunidad de Madrid.....	24
6. Cuadros.....	31

Fecha de cierre: 8 de junio de 2012

1. Editorial

El crecimiento económico mundial se redujo de manera intensa durante los últimos trimestres de 2011, como resultado de una Europa que se resiente por la persistencia de las tensiones financieras, y de unas economías emergentes que llevan a cabo políticas más restrictivas diseñadas para evitar su sobrecalentamiento. Pese a ello, se seguirá observando un dinamismo relevante en estas últimas y, por tanto, la economía mundial seguirá mostrando un crecimiento sólido, en el entorno del 3,5%. No obstante, los riesgos sobre el comportamiento de la economía europea se han incrementado, debido, en primer lugar, a la incertidumbre sobre la efectividad de los mecanismos de defensa constituidos para los soberanos europeos; en segundo lugar, a las dudas sobre el crecimiento ante una agenda de reformas estructurales con un impacto incierto en el corto plazo y un proceso de consolidación fiscal procíclico; y en tercer lugar, a la falta de nuevos avances significativos en la gobernanza europea. Todo ello ha supuesto que, en la fecha de cierre de esta publicación, la incertidumbre se encuentre en máximos, afectando especialmente a las economías europeas y, en concreto, a las periféricas de este continente.

A la incertidumbre externa, la economía española debe sumar la corrección en marcha de sus desequilibrios estructurales, además del impacto coyuntural relacionado con la caída de la confianza, la desaceleración del crecimiento de las exportaciones, la expectativa de un ajuste fiscal más intenso en 2012 como consecuencia del incumplimiento de los objetivos fiscales en 2011 o el deterioro de la actividad y, especialmente, del empleo. Así, en 2011 la economía española logró un crecimiento anual promedio del 0,7%, pero durante 2012 sufrirá una contracción del 1,3%.

En el corto plazo, el debate con mayor relevancia es el de la financiación necesaria para llevar adelante el proceso de recapitalización de una parte del sector financiero español. Al respecto, España y el Eurogrupo han acordado un programa de asistencia financiera que podría llegar a alcanzar hasta los 100 mM€. Este acuerdo despeja varias incertidumbres ya que se anticipa a los resultados que vendrán por parte de los evaluadores independientes respecto a las necesidades de capital del sector, establece una cantidad de recursos suficientemente holgada como para afrontar el potencial coste de esta fase definitiva del proceso, y le otorga una mayor credibilidad. No obstante, el papel del Estado como intermediario en el proceso implica que no se rompe el círculo vicioso entre la deuda de las entidades financieras y la deuda soberana. En este contexto, la eurozona sigue pendiente del diseño de una hoja de ruta clara a medio y largo plazo, que sirva para avanzar hacia una mayor integración fiscal, financiera y económica.

Por tanto, la credibilidad y la potencia de las reformas en marcha serán clave para poder cambiar hacia mejor el actual escenario macroeconómico. En la medida en que estas reformas sean percibidas como cambios estructurales positivos, podrían facilitar que la recuperación futura sea más potente y sostenible.

La situación observada a nivel nacional afecta también, aunque de un modo diferenciado, a Madrid. La posición de partida de esta comunidad en lo referente a los desequilibrios internos es relativamente ventajosa frente a otras comunidades autónomas, en particular en cuanto a las dificultades por las que pasa el sector público autonómico, la corrección del desequilibrio inmobiliario y factores más estructurales, como la productividad o la dotación de capital humano. Ello está permitiendo que Madrid esté experimentando un ajuste menor que otras comunidades a lo largo de la crisis, y que las perspectivas, tanto para este año como para el próximo sean algo más positivas que para el conjunto nacional. Este resultado se obtiene no solamente a partir de los indicadores de coyuntura; sino también de los diversos análisis realizados por BBVA Research. Especialmente, el Indicador de Actividad Económica de Madrid (IA-BBVA) señala que la economía madrileña habría comenzado el año con un ajuste menor del PIB que el conjunto de España, y la Encuesta de Actividad Económica realizada a la red de oficinas de BBVA en la comunidad señala que las perspectivas para el segundo trimestre serían de un comportamiento similar al primero.

La revista se completa con dos análisis específicos sobre la Comunidad de Madrid. En primer lugar, se analiza la relación entre crecimiento y desempleo a nivel regional, y las diferencias que se observan con el conjunto de España. Una primera conclusión es que, a lo largo del ciclo presente, se observa un menor deterioro del desempleo en Madrid, que se ha visto favorecido porque la

caída del PIB también ha sido menor. Pero abstrayéndose de este efecto, lo que también se detecta es una menor sensibilidad de la tasa de paro a la evolución del PIB, incluso teniendo en cuenta que la población activa sí reacciona en mayor medida que en otras comunidades. Los resultados, por tanto, indican que el mercado laboral madrileño podría estar resultando más flexible.

En segundo lugar, se analiza el desempeño del sistema educativo en Madrid, como base para continuar mejorando la dotación de capital humano y garantizar la recuperación del potencial de crecimiento de la comunidad. Los resultados muestran que, aunque el nivel de gasto por estudiante es inferior, se obtienen buenos resultados a nivel académico, en los que cobra una especial relevancia -frente a otras CCAA- el mayor nivel educativo de los familiares. Corrigiendo de estos factores, los resultados del sistema educativo madrileño no se sitúan lejos de la media, lo que podría requerir una atención específica a medio plazo si se pretende mantener el diferencial de capital humano en esta región.

2. Perspectivas de crecimiento del entorno

El crecimiento global se recuperará gradualmente, con mayores diferencias entre las principales áreas. Sin embargo, los riesgos están sesgados a la baja

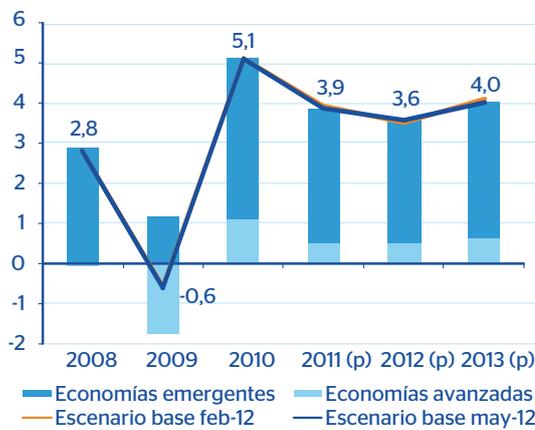
Tras la desaceleración gradual del 2011, la economía global está empezando a mostrar signos de mayor dinamismo. Se espera que el crecimiento mundial en el primer trimestre del 2012 haya sido mayor que en el precedente por la mayor contribución de Asia (excepto China) y América Latina, y el sostenido -pero modesto- dinamismo de los Estados Unidos. En los próximos trimestres, el crecimiento mundial previsiblemente continuará acelerándose, superando el 1% trimestral a finales del 2012. Sin embargo, esta recuperación seguirá siendo heterogénea, lo que incrementará la divergencia en tasas de crecimiento entre las principales áreas económicas. El crecimiento en 2012 será más evidente en Asia, dado el repunte experimentado tras los desastres naturales en Tailandia y Japón, que afectaron a las cadenas de suministro regionales, y la reversión parcial de las políticas restrictivas aplicadas hasta mediados del 2011. EE.UU. continuará exhibiendo tasas de crecimiento en torno al 0,6% t/t en el 2012 y el 2013 que, en todo caso son significativamente inferiores a las registradas en recuperaciones anteriores. Por el contrario, la actividad se estancará en la UEM debido al deterioro cíclico de los países periféricos provocado por una consolidación fiscal agresiva y unas tensiones financieras persistentemente elevadas. Como resultado, esperamos un crecimiento mundial del 3,6% en el 2012 y del 4,0% en el 2013, con una contribución de alrededor del 80% proveniente de las economías emergentes (véase el Gráfico 1). Sin embargo, este escenario está condicionado por la evolución de la crisis en Europa, por lo que los riesgos están todavía sesgados a la baja.

En este contexto, la política monetaria en las economías avanzadas seguirá siendo acomodaticia durante un periodo prolongado, sirviendo de puente para superar la debilidad de la actividad en el medio y largo plazo. En los países emergentes, los bancos centrales tendrán que sopesar la presión de los flujos de entrada de capitales y la incertidumbre externa frente a los riesgos inflacionistas (en parte, presionados por los precios del petróleo) y la fuerte demanda interna.

Europa necesita una hoja de ruta para salir de la crisis

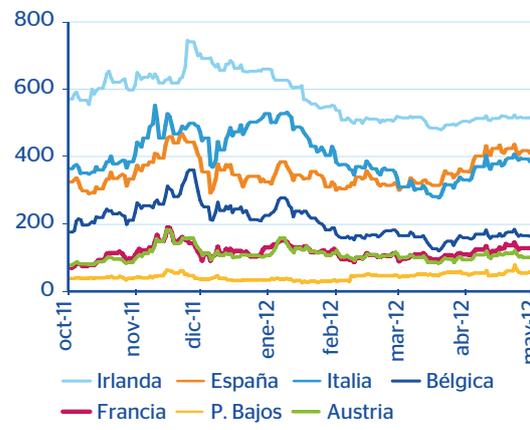
En los últimos meses, ha habido algunos avances hacia la solución de la crisis europea, pero todavía hay numerosas cuestiones importantes pendientes. En primer lugar, se ha reestructurado la deuda soberana griega en manos de los agentes privados, a pesar de lo que persisten las dudas sobre su sostenibilidad a largo plazo como consecuencia, entre otros factores, de la fatiga reformadora y de una posible recesión más profunda de lo previsto. En segundo lugar, se ha avanzado en la implementación de un cortafuegos que aisle a Grecia con la aprobación del Mecanismo de Estabilización Europeo (MEDE), cuya capacidad para otorgar nuevos préstamos asciende a 500 mil millones (mM) de euros, lo que se añade a los 200mM ya comprometidos por el Fondo Europeo de Estabilidad Financiera (FEEF). En tercer lugar, se ha implementado un mecanismo de ayuda al sector financiero español, a través del FEEF y el FROB, que involucra solamente a las entidades necesitadas y por importe de hasta 100 mM€, lo que debería cubrir holgadamente las necesidades del sistema. Sin embargo, eso podría no ser suficiente para calmar la preocupación de los mercados, al menos por tres motivos. En primer lugar, porque no se ha planteado un cortafuegos suficiente entre el sector financiero y la deuda soberana y aunque se afronta el problema España, sigue pendiente garantizar las necesidades de financiación de Italia durante los próximos tres años son superiores a esa cifra. En segundo lugar, por la presunción de que los préstamos del MEDE tendrían prelación frente a los actuales tenedores de bonos privados. En tercer lugar, no está claro qué parte del aumento de los recursos del Fondo Monetario Internacional (FMI) por 430mM de dólares (aproximadamente, 330mM de euros) podría utilizarse para ayudar a países europeos. Por último, el tratado fiscal europeo, pendiente de aprobación nacional, compromete a los gobiernos a déficits estructurales no mayores que el 0,5% del PIB. Este es un cambio significativo hacia el control de los presupuestos nacionales, pero la posibilidad de desviaciones de la norma en "circunstancias excepcionales" podría interpretarse como una relajación de los objetivos que podría dificultar la implementación de acciones más enérgicas por parte del BCE o de los países centrales en Europa. Además, no ha habido avances hacia una unión fiscal. En definitiva, seguimos sin tener una hoja de ruta lo suficientemente clara hacia dónde se dirige Europa.

Gráfico 1
Crecimiento del PIB mundial (%)



Fuente: BBVA Research

Gráfico 2
Prima de riesgo soberano en Europa
(diferencial del bono a 10 años con Alemania, pb)



Fuente: Datastream y BBVA Research

El recrudescimiento de la crisis europea representa el principal riesgo global

Sin lugar a dudas, una de las acciones más importantes en los últimos cuatro meses fue la provisión de liquidez a largo plazo por el BCE. Esto permitió, al menos hasta marzo, una reducción significativa del riesgo de liquidez en los bancos europeos, una tímida apertura de los mercados de financiación mayorista y una compresión de los diferenciales soberanos en los países periféricos (véase el Gráfico 2). Pero estos efectos positivos resultaron temporales, ya que los mercados: (i) detectaron cierta complacencia por parte de los políticos a medida que las primas de riesgo se reducían en el primer trimestre de 2012, y (ii) dudan de la capacidad de muchos países de la periferia para cumplir sus objetivos de déficit y, al mismo tiempo, temen los efectos negativos sobre el crecimiento de alcanzarlos. De este modo, las primas de riesgo han vuelto a incrementarse rápidamente en Italia y España; en éste último caso, superando los niveles alcanzados durante el periodo de mayor tensión en noviembre del 2011.

El efecto transitorio de las inyecciones de liquidez a largo plazo y el dilema entre la consolidación fiscal y restaurar el crecimiento dan lugar a dos conclusiones. En primer lugar, que las acciones del BCE sólo pueden solucionar las dificultades de corto plazo, ganando tiempo mientras se abordan los problemas económicos e institucionales de fondo. Esto significa que no se debería discutir todavía acerca de posibles estrategias de salida para el BCE, pero también que deben acelerarse las reformas económicas al mismo tiempo que se reequilibra la demanda en la zona euro mediante un estímulo de la misma en los países centrales. En segundo lugar, que es necesario revisar los planes de consolidación fiscal de manera coordinada, concentrándose en objetivos de déficit estructural -en consonancia con el espíritu del tratado fiscal- y con una trayectoria de ajuste más gradual. A cambio de este mayor gradualismo, los Estados miembros deben elaborar planes de consolidación integrales, explícitos, detallados y plurianuales. De esta manera, unas finanzas públicas saneadas se pueden lograr sin grandes daños sobre el crecimiento en el corto plazo. Al mismo tiempo, esto permitirá cosechar los beneficios de largo plazo de las reformas estructurales que se están implementando en los países periféricos.

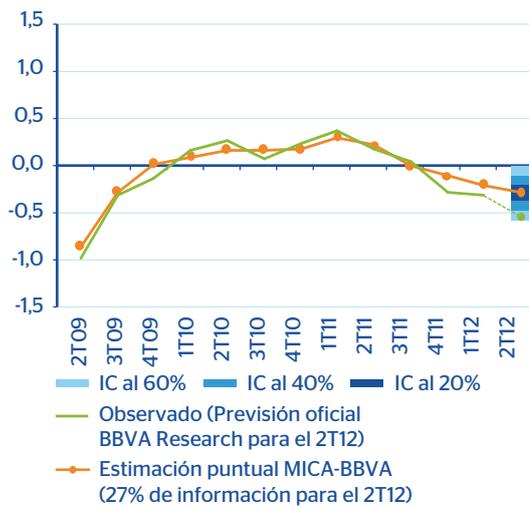
Se mantiene nuestro diagnóstico sobre la economía española a pesar de que se han despejado algunas dudas inherentes a la política económica

Durante los últimos meses, la incertidumbre que pesaba sobre algunos de los factores que condicionaban la evolución de la economía española ha disminuido. En Europa, los datos macroeconómicos evidencian un deterioro de la economía real algo menos pronunciado de lo que se anticipaba. A su vez, la prolongación del tono acomodaticio de la política monetaria y de

las medidas no convencionales de liquidez llevadas a cabo por el BCE, junto con los paulatinos avances en la gobernanza, la reestructuración de la deuda griega y, finalmente, los esfuerzos de consolidación fiscal y la puesta en marcha de reformas estructurales en algunos de sus Estados miembros, contribuyeron a moderar temporalmente la inestabilidad en los mercados de deuda soberana, aunque no a eliminarla completamente. En el entorno doméstico, la incertidumbre sobre la política económica también ha disminuido, como reflejan la adopción de medidas que aumentan la credibilidad sobre el cumplimiento de los objetivos fiscales, la aprobación de una reforma laboral ambiciosa y la puesta en marcha de una nueva reforma del sector financiero, junto con la dotación de fondos acordada con Bruselas para la recapitalización de las entidades con problemas.

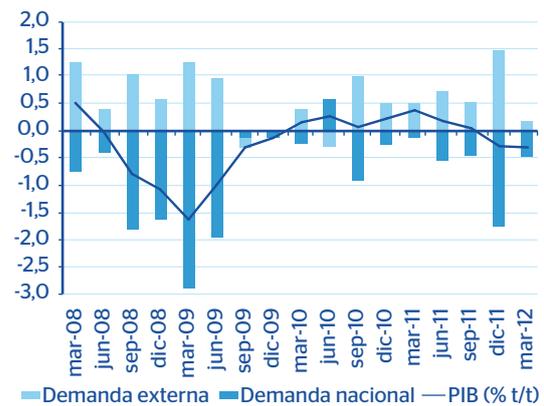
A pesar de lo anterior, se mantiene nuestro diagnóstico sobre la precariedad de los fundamentales de la economía española. Tras el retroceso registrado en el trimestre precedente, la actividad volvió a contraerse un 0,3% en el 1T12, lo que supone la entrada en recesión técnica. Así, la evolución coyuntural entre enero y marzo se situó en línea con nuestras expectativas, que ya de forma temprana alertaban que el crecimiento para el conjunto del trimestre se situaría en terreno negativo, y que nuevamente advierten de un incremento en la probabilidad de que se vuelva a producir un deterioro de la actividad durante el trimestre actual (véase el Gráfico 3). Adicionalmente, el desglose de los datos de la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR) del 1T12 confirmó que, en línea con nuestras previsiones, la composición del crecimiento continuó estando marcada por el avance de la demanda externa neta y la contribución negativa de la demanda interna, si bien de una forma menos acusada que lo observado en el trimestre precedente (véase el Gráfico 4).

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



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, el empeoramiento de los determinantes de la evolución de la economía española hace prever que el tono recesivo probablemente se prolongará hasta finales del año y que la recuperación a partir del 2013 será lenta, con tasas de crecimiento del PIB positivas, pero moderadas. Sin embargo, es necesario volver a resaltar que, en todo caso, los riesgos se encuentran concentrados a la baja y, dadas las necesidades de financiación externa de la economía española, el contexto actual supone un incremento de la probabilidad de escenarios de riesgo.

Factores externos: Europa y el petróleo

Empezando por los factores externos que condicionan la evolución de la economía española, la inestabilidad en los mercados de capitales y de deuda soberana en Europa seguirá pesando sobre el coste de financiación a medio y largo plazo, aunque la política monetaria y las medidas no convencionales de liquidez del BCE previsiblemente continuarán actuando como contrapeso en el corto plazo. Asimismo, las perspectivas de contracción de la economía europea limitarán el crecimiento de la demanda externa, a pesar de que dicha contracción será algo menor de lo que se esperaba a finales del 2011 y que el crecimiento global, junto con un euro algo más débil, actuarán como soporte.

A los anteriores se suma el reciente incremento de los precios del petróleo, que supone una presión adicional a la baja sobre el crecimiento y al alza sobre la inflación. No obstante, ante la ausencia de tensiones inflacionistas de demanda interna en el conjunto de la UEM, no se espera una reacción contractiva de la política monetaria ante la mayor inflación importada, lo que unido a la naturaleza transitoria del shock, acotará significativamente el impacto sobre el crecimiento de la economía española. En particular, si bien es cierto que dentro de las causas que subyacen al episodio actual se encuentra la restricción sobre la oferta por el recorte parcial del suministro de crudo de Irán, también se observa una presión alcista en la demanda, tanto por motivos precautorios ante el aumento de la incertidumbre, como por unas expectativas de crecimiento elevado en las economías emergentes. Así, mientras que el impacto sobre la inflación será sustancial, el último factor mencionado compensará, al menos parcialmente, el efecto negativo sobre el PIB¹.

Factores internos: consolidación vs. reformas

En el plano doméstico, el principal factor que incide sobre nuestro escenario es la continuidad de la corrección de los desequilibrios acumulados antes y durante la actual crisis económica que, en suma, suponen un lastre significativo sobre el crecimiento. La política fiscal mantendrá un tono contractivo, cuyos efectos no podrán ser contrarrestados por una demanda doméstica privada que sigue lastrada por el proceso de desapalancamiento y la debilidad de sus fundamentales.

Como se descontaba en el último número de Situación España², el Gobierno ha presentado las medidas discrecionales necesarias para corregir la desviación de la senda de consolidación fiscal registrada en el 2011 que, a la luz del escenario macroeconómico, se saldará con la reducción del déficit de 3,6pp hasta el 5,3% del PIB durante el presente año. Aunque las medidas anunciadas sugieren que el ajuste fiscal del conjunto de AA.PP. es factible, que los objetivos del Estado son creíbles y que los últimos planes presentados por las CC.AA. recogen actuaciones concretas, existe incertidumbre acerca de la suficiencia de estas últimas para alcanzar la meta de déficit. La magnitud de la desviación del objetivo de déficit del 2011, el posible impacto del ciclo sobre las cuentas autonómicas y los incrementos de deuda y déficit derivados del rescate a parte del sistema financiero español podrían hacer necesarias medidas adicionales a las ya contempladas. De hecho, los datos de ejecución del 1T12 (abril para el Estado) muestran que los presupuestos de ingresos están siendo difíciles de cumplir. Las dudas sobre el tamaño de la consolidación fiscal en el 2012, su velocidad de implementación y el coste final de la reforma del sistema financiero han redundado en una diferenciación negativa de la deuda pública española. Ello limita la mejora en la confianza que puedan provocar los anuncios de política económica, intensificando el impacto negativo del ajuste fiscal sobre la economía. Asimismo, la composición de las medidas presupuestarias que han sido anunciadas se concentra, de forma más pronunciada a lo que anticipábamos, en la imposición directa y en el gasto en inversión, lo que no contribuirá a minimizar el impacto negativo del ajuste.

A pesar de lo anterior, existen elementos de carácter doméstico que pueden influir positivamente sobre nuestro escenario. En primer lugar, y en lo que respecta al corto plazo, el Gobierno central ha puesto en marcha el programa de pago a proveedores de las comunidades autónomas y corporaciones locales, que movilizará recursos en torno al 2,5% del PIB. Dicho programa de inyección de liquidez tendrá un impacto positivo en la actividad, aunque su magnitud final dependerá del porcentaje de las obligaciones que ya haya sido descontado por los acreedores, así como de su grado de liquidez². En segundo lugar, la reforma del mercado de trabajo, aprobada en febrero³ podría facilitar el necesario reequilibrio entre el ajuste del margen extensivo (empleo) y el intensivo (horas de trabajo y remuneración) y reducir la segmentación si se ejecuta de forma inmediata y efectiva, si bien no evitará que la economía continúe destruyendo empleo en el corto plazo⁴. De este modo, se sientan las bases para que se produzca una recuperación más robusta en el medio plazo e incrementar el crecimiento potencial de la economía en el largo plazo⁵.

1: Los detalles sobre el VAR estructural con restricciones de signo del que se derivan las previsiones del impacto del incremento del precio del petróleo sobre la economía española pueden encontrarse en el Recuadro 1 de la revista Situación España correspondiente al segundo trimestre del 2011, disponible en: http://www.bbvaesearch.com/KETD/fbin/mult/1105_Situacionespana_tcm346-256519.pdf?ts=1742012.

2: Véase el Recuadro 3 de la revista Situación España correspondiente al segundo trimestre de 2012.

3: Real Decreto-ley 3/2012, de 10 de febrero, de medidas urgentes para la reforma del mercado laboral, disponible en: <http://www.boe.es/boe/dias/2012/02/11/pdfs/BOE-A-2012-2076.pdf>.

4: Las rigideces a las que se enfrentan empresas y trabajadores para modificar sus condiciones de trabajo -en particular, la jornada- han provocado que el ajuste en el mercado laboral español se concentre en el empleo en lugar de hacerlo en el número de horas trabajadas. Véase el número de febrero de 2012 de Situación España, disponible en: http://www.bbvaesearch.com/KETD/fbin/mult/1202_Situacionespana_tcm346-286235.pdf?ts=942012.

5: En el Recuadro 4 de la revista Situación España correspondiente al segundo trimestre de 2012 se realiza una evaluación de la reforma laboral y se sugieren algunas líneas de mejora y medidas complementarias.

Una vez descontados los anteriores factores se prevé que la economía española registre una contracción del PIB en torno al -1,3% para el conjunto del 2012. Asimismo, se espera que el avance coyuntural se salde con un crecimiento moderado en el 2013, próximo al 0,6% (véase el Cuadro 1). A pesar de la reforma laboral, las perspectivas de contracción de la economía provocarán un deterioro adicional del mercado de trabajo durante el año actual: el empleo disminuirá durante el 2012 y la primera mitad del 2013, lo que provocará un repunte de la tasa de desempleo, que se situará en el entorno del 25% a pesar de la caída esperada de la población activa.

En lo que respecta a la composición del crecimiento, los factores contemplados en nuestro escenario económico 2012-2013 suponen, en balance, una presión a la baja tanto para la demanda externa como, sobre todo, para la demanda interna y las importaciones.

Estas perspectivas de crecimiento para la economía española seguirán estando profundamente marcadas por una elevada heterogeneidad en la evolución de las economías regionales, producto tanto de la distinta incidencia de los factores que condicionan el escenario macroeconómico, como del distinto punto de partida.

Cuadro 1

España: previsiones macroeconómicas

(% a/a salvo indicación contraria)	2008	2009	2010	2011	2012 (p)	2013 (p)
Gasto en Consumo Final Nacional	1,0	-2,3	0,6	-0,7	-3,6	-2,1
G.C.F Privado	-0,6	-4,3	0,8	-0,1	-2,0	-0,9
G.C.F Hogares	-0,6	-4,4	0,7	-0,14	-2,0	-0,9
G.C.F AA.PP	5,9	3,8	0,2	-2,2	-8,0	-5,6
Formación Bruta de Capital	-4,2	-16,4	-6,0	-5,2	-7,5	-1,0
Formación Bruta de Capital Fijo	-4,7	-16,5	-6,2	-5,1	-7,4	-1,0
Activos Fijos Materiales	-5,0	-17,1	-6,3	-5,4	-7,8	-1,2
Equipo, Maquinaria y Activos Cultivados	-2,8	-22,0	5,3	1,5	-4,5	2,9
Equipo y Maquinaria	-3,1	-22,6	5,5	1,6	-4,6	2,8
Construcción	-5,7	-15,4	-10,1	-8,1	-9,2	-3,2
Vivienda	-9,1	-22,0	-9,8	-4,9	-6,6	-1,6
Otros edificios y Otras Construcciones	-1,6	-7,7	-10,4	-11,2	-11,8	-4,9
Activos Fijos Inmateriales	2,4	-3,9	-4,8	0,0	-2,3	2,4
Demanda nacional (*)	-0,5	-6,5	-1,0	-1,8	-4,5	-1,8
Exportaciones	-1,0	-10,2	13,5	9,1	4,0	8,9
Importaciones	-5,1	-16,9	8,9	-0,1	-6,2	1,6
Saldo exterior (*)	1,4	2,8	0,9	2,5	3,1	2,4
PIB pm	0,9	-3,7	-0,1	0,7	-1,3	0,6
Pro-memoria						
PIB sin inversión en vivienda	2,3	-1,5	0,8	1,2	-0,9	0,7
PIB sin construcción	2,8	-0,8	2,0	2,3	0,0	1,1
Empleo total (EPA)	-0,5	-6,8	-2,3	-1,9	-4,6	-2,0
Tasa de Paro (% Pob. Activa)	11,3	18,0	20,1	21,6	24,6	24,8
Empleo total (e.t.c.)	-0,2	-6,4	-2,6	-2,0	-4,3	-2,0

(*) Contribuciones al crecimiento
 Fuente: BBVA Research a partir de INE

3. Comunidad de Madrid: comportamiento diferencialmente positivo, pero con riesgos a la baja

De acuerdo con la Contabilidad Regional de España, el PIB de Madrid se incrementó en 2011 en un 0,9%. Ello supone que Madrid logró un diferencial de crecimiento positivo con la media española de 2 décimas, después de haber adelantado a la economía española en 1 décima en 2010. Dado que en 2009 el diferencial ya había sido favorable para la región capitalina (en esa ocasión de un punto, al caer un -2,7% frente al -3,7% del conjunto nacional) puede afirmarse que Madrid se ha diferenciado de forma positiva respecto a otras CCAA a lo largo de esta crisis. Como en ocasiones anteriores, las estimaciones de crecimiento del PIB realizadas por la Contabilidad Regional del INE (CRE) y por el Instituto de Estadística de Madrid discrepan, siendo esta vez la diferencia entre ambas de medio punto. Como consecuencia, de acuerdo con la información disponible en las cuentas trimestrales realizadas por la institución autonómica, el aumento del PIB madrileño en 2011 fue del 1,4% (tras un aumento del 0,7% en 2010)⁶.

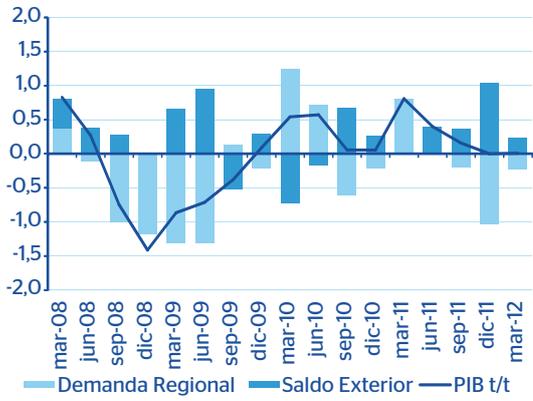
La información del Instituto de Estadística de Madrid (IE Madrid), que cuenta con la ventaja de ofrecer información trimestral, refleja que tras un primer trimestre de 2011 fuerte, la economía madrileña fue disminuyendo el ritmo de actividad de forma paulatina, hasta estancarse en el cuarto y el primer trimestre de 2012 (véase el Gráfico 5). La senda dibujada para la economía madrileña, por tanto, es similar a la mostrada por el conjunto nacional, si bien con crecimientos algo más elevados, ya que la economía española cayó un 0,3% en los dos últimos trimestres.

El empeoramiento de las tensiones financieras, la desconfianza y, en definitiva, las dudas sobre el crecimiento que se extendieron por Europa a finales de 2011, poniendo el foco en la incertidumbre sobre el comportamiento de la economía española, hicieron mella sobre la demanda interna de la economía madrileña, que restó un punto al crecimiento en el cuarto trimestre de 2011. Una demanda que, por demás, ya se veía relativamente afectada por la atonía con que venía caracterizándose la economía local y el conjunto de la nacional, afectadas ambas por la necesidad de corregir los desequilibrios acumulados durante el periodo de expansión y los generados a lo largo de la crisis.

De acuerdo con el cuadro macroeconómico presentado por el Instituto de Estadística de Madrid, la caída de la demanda interna madrileña en el cuarto trimestre de 2011 es debida a la caída histórica del consumo público (-4,2% t/t) y, en menor medida, a una corrección en el resto de la inversión (-1,4% t/t) (véase el Gráfico 7). Tanto el consumo privado (con una décima), como el sector exterior neto (con un punto), e incluso la inversión en vivienda (con tres décimas) habrían contribuido positivamente al comportamiento de la economía, lo que daría una señal, nuevamente, de la mayor fortaleza relativa de la economía madrileña, que tarda más en entrar nuevamente en recesión. No obstante, deben tenerse en cuenta dos cuestiones. En primer lugar, las cifras publicadas por el IE Madrid están elaboradas con Base 2002, frente a la Base 2008 que se utiliza ya en las nuevas estadísticas de la CRE. Por otro lado, desde la publicación de las cifras correspondientes al 1T12 por el IE Madrid se han conocido nuevas informaciones referentes al déficit público en la Comunidad de Madrid. Ambos cambios podrían dar lugar a revisiones en las cifras que, no obstante, tampoco deberían ser de mayor entidad.

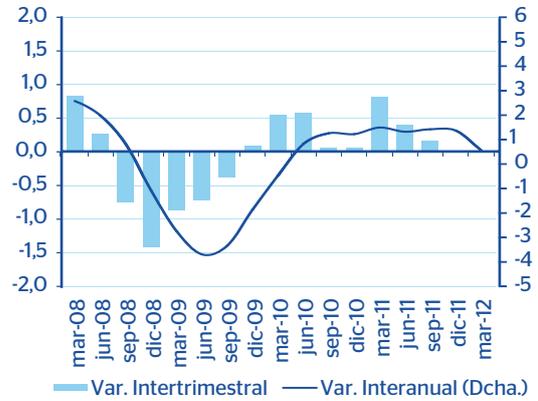
6: Más allá de la discrepancia en el valor final, que puede venir explicada, entre otras cosas, por la distinta base con la que operan ambas instituciones (2008 en el caso del INE y 2002 en el caso del Instituto de Estadística de Madrid), lo relevante es que ambas instituciones ofrecen información relativamente complementaria, y de cuyo análisis se pueden obtener resultados que, por lo menos en los referente a tendencias, dan lugar a resultados similares. Así, en este análisis será oportuno utilizar ambas fuentes de información. El INE ofrece información comparable tanto con los resultados de la economía nacional como con el resto de regiones, además de un mayor detalle en lo referente a la oferta. El Instituto de Estadística de Madrid, por su parte, ofrece un mayor detalle del comportamiento de la demanda e información trimestral, una menor desagregación de la oferta y, como consecuencia de la utilización de una base distinta, información no que no es estrictamente comparable con la publicada por el INE u otros institutos de estadística regionales.

Gráfico 5
Madrid: contribución al crecimiento del PIB (t/t ; pp)



Fuente: IE de Madrid y BBVA Research

Gráfico 6
Madrid: crecimiento del PIB (%)

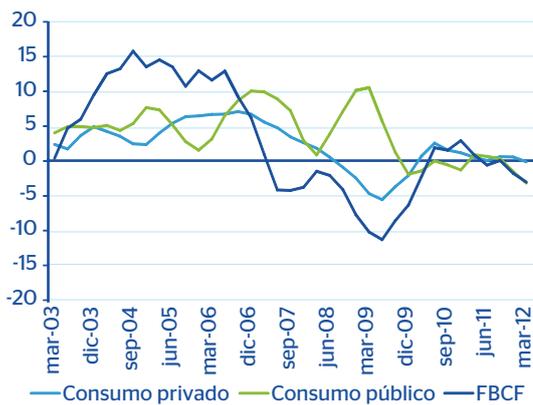


Fuente: IE de Madrid y BBVA Research

Contribución menos negativa del sector público

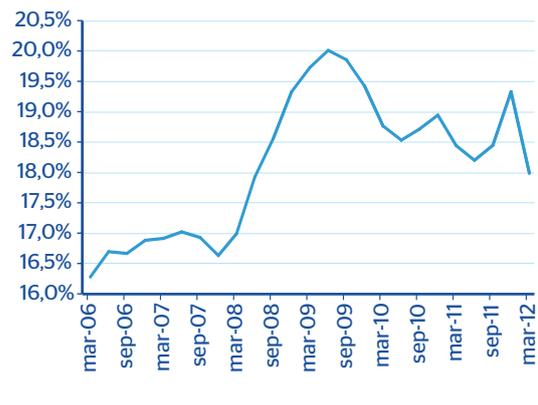
En todo caso, durante 2011 las instituciones madrileñas habrían continuado con su proceso de consolidación fiscal iniciado en 2010, lo que se refleja en la pérdida de peso prácticamente continuada del consumo público en el PIB desde el máximo alcanzado en el momento más profundo de la crisis. Con todo, el peso del sector público en la economía se encuentra todavía entre 1,5 y 2 puntos por encima del que tenía durante el periodo de expansión (véase el Gráfico 8). Ello indica que, en ausencia de un cambio en la política de ingresos que aumente el papel del sector público autonómico, el proceso de consolidación fiscal por la vía del gasto debería continuar todavía en años venideros, lo que dará lugar a una contribución negativa al crecimiento tanto en 2012 como, posiblemente, en 2013.

Gráfico 7
Comunidad de Madrid: PIB demanda (a/a %)



Fuente: IE de Madrid y BBVA Research

Gráfico 8
Madrid: peso del consumo público sobre el PIB



Fuente: IE de Madrid y BBVA Research

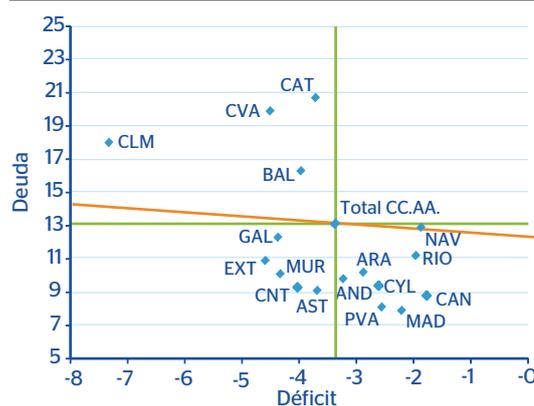
La Comunidad de Madrid cerró finalmente el año 2011 con un sorprendente déficit del 2,2% de su PIB, situándose por debajo de la media de comunidades autónomas, pero superando el objetivo del -1,3% fijado para dicho año. Esta desviación de 0,9pp del PIB sobre el objetivo de déficit ha exigido a la Comunidad de Madrid la necesidad de intensificar las medidas de ajuste previstas para 2012, a fin de poder alcanzar el objetivo del -1,5% acordado para este año. De esta forma, en el Plan económico financiero de la Comunidad de Madrid se contemplan medidas adicionales por importe de unos 0,35pp del PIB regional, concentradas principalmente en el recorte del gasto, gran parte del cual proviene de la adecuación de las tasas y precios públicos al coste real del transporte y de la educación universitaria. No obstante, dado el moderado nivel de deuda de la Comunidad

de Madrid, del 7,9% del PIB madrileño –por debajo del 13,1% del conjunto de las regiones- Madrid se mantiene entre las comunidades con mejor posición relativa para encarar el ajuste de este año (véase Gráfico 9).

Como puede observarse en el Gráfico 10 la Comunidad de Madrid cerró el primer trimestre de 2012 con un déficit del 0,1% del PIB –que ajustado de los anticipos de recursos realizado por la administración central se sitúa en el -0,48%, ligeramente superior al equilibrio registrado en media por el conjunto de comunidades autónomas. Pese a que la información del primer trimestre no tiene por qué ser representativa del comportamiento del conjunto del año, ya en la ejecución presupuestaria publicada recientemente por el Ministerio de Hacienda y Administraciones Públicas se observan los primeros efectos del ajuste fiscal, mostrando cierta contención en el gasto de personal y en el gasto corriente de bienes y servicios. Sin embargo, los ingresos –incluyendo los anticipos de la administración central- se mantienen estancados respecto al mismo periodo del año anterior, con lo que se si quiere alcanzar el objetivo de final de año, la Comunidad de Madrid debería de intensificar el ajuste del gasto.

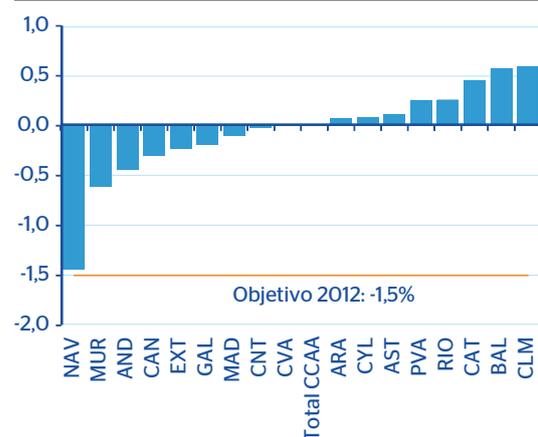
En reacción a este reto, el gobierno de Madrid presentó el día 7 de junio un nuevo plan de medidas de recorte del gasto y aumento de los ingresos, en el que se incluye una rebaja de salarios en el sector público o una revisión generalizada de las tasas, que pretende reducir el gasto en 1.045 millones. Es decir, medio punto adicional del PIB de recorte, que debería disipar las dudas sobre el logro del objetivo en este año.

Gráfico 9
CC.AA.: déficit y deuda a 4T2011 (% PIB regional)



Fuente: BBVA Research a partir de MINHAP y Bde

Gráfico 10
CC.AA.: déficit a 1T12 (% PIB regional)



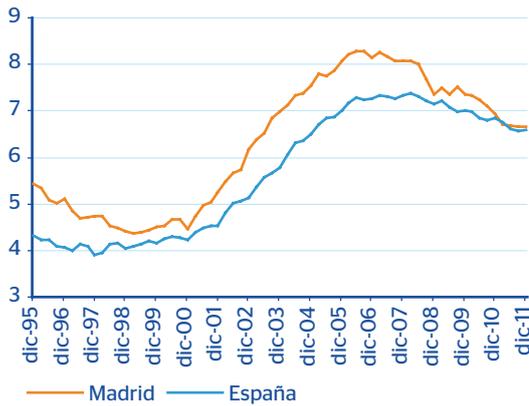
Fuente: BBVA Research a partir de MINHAP

Posición menos negativa de la inversión. El ajuste está siendo más rápido en el sector inmobiliario

El empeoramiento de la confianza, además del impacto de la consolidación fiscal, se está notando también en el comportamiento de la inversión pública que, desde el 4T11, vuelve a mostrar caídas, apoyadas en el empeoramiento de la evolución del resto de componentes de la inversión. Por su parte, la inversión en vivienda experimenta caídas desde el 2T07 hasta el 1T12, solamente con dos excepciones: el segundo semestre de 2010 y el cuarto trimestre de 2011, en ambos casos vinculadas a cambios fiscales. Así, si a finales del año 2010 se produjo el cambio en la deducción por compra de vivienda en el IRPF, que adelantó operaciones de compra en agosto de 2011 se puso en marcha una rebaja del IVA para las transacciones de vivienda nueva que debía durar solo cinco meses, y que, por tanto, podría haber contribuido a cerrar algunas operaciones antes de acabar el año, facilitando el ligero repunte de la inversión en vivienda en el 4T11 (+0,3% t/t CVE). Pese a que con el cambio de gobierno se ha mantenido el IVA superreducido para la compra de vivienda nueva en 2012, la falta de capacidad de compra y el empeoramiento de la confianza han vuelto a primar sobre este mercado, habiéndose recuperado la senda negativa de este componente de la demanda apoyada por la necesidad de continuar con el proceso de desapalancamiento. En todo caso, nuevamente, la posición de Madrid es ventajosa en este punto. La fuerte corrección de los precios de la vivienda desde el máximo hasta 1T12 (es la comunidad donde más han caído los

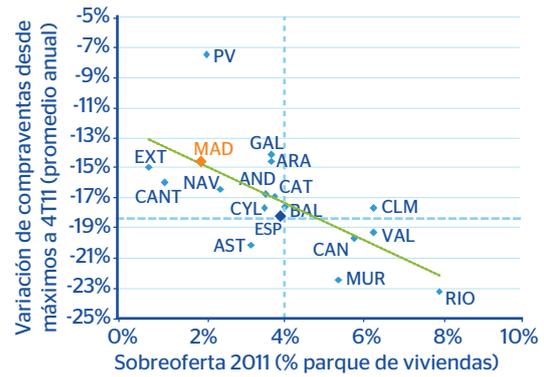
precios) junto a un salario medio que no ha corregido tanto en términos relativos, dan lugar a una reducción de la ratio de accesibilidad suficiente para que, en el inicio de 2012, Madrid se sitúe al mismo nivel que la media española, lo que no había sucedido desde que se dispone de datos. Todo esto, junto una sobreoferta de vivienda que también alcanza un nivel menor que la media permite pensar que la corrección del desequilibrio inmobiliario podría producirse antes en Madrid.

Gráfico 11
Número de años necesarios para pagar una vivienda con la renta salarial



Fuente: BVA Research a partir de fuentes nacionales

Gráfico 12
España corrección del número de compraventas y sobreoferta en 2010

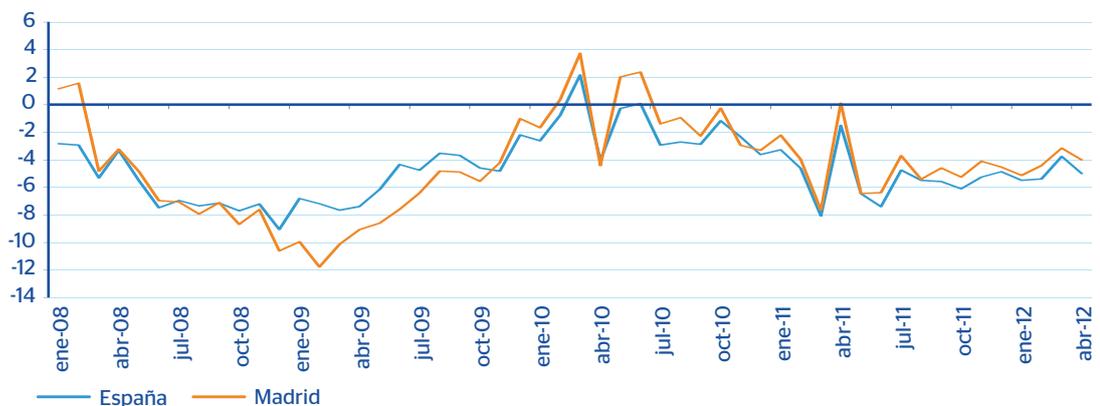


Fuente: BBVA Research a partir de MFOM

El consumo también refleja la atonía general de la demanda interna

Finalmente, el comportamiento algo mejor de la demanda interna se ha visto también beneficiado por la evolución del consumo privado. En el conjunto de España la recuperación de principios de 2011 permitió crecimientos trimestrales del consumo en el segundo y tercer trimestres pero, a finales de año, el empeoramiento de las condiciones se tradujo en un nuevo freno del consumo (-1% t/t). En la Comunidad de Madrid, de acuerdo con la información del IE Madrid, este ajuste del consumo se habría retrasado hasta el 1T12, si bien este comportamiento diferencial no se estaría observando, por ahora, en el comercio minorista.

Gráfico 13
Índice de comercio al por menor (CVE, a/a %)



Fuente: INE y BBVA Research

Por el lado de la demanda externa, la no disponibilidad de información coyuntural y rápida para la mayoría de las exportaciones de servicios dificulta el análisis, lo que es particularmente importante en una economía mayoritariamente especializada en este sector, como la madrileña. No obstante, sí se conoce que la contribución positiva de la demanda externa fue capaz de compensar el negativo

comportamiento de la demanda interna en los dos últimos trimestres. Por otro lado también se dispone de información relativa al comercio de bienes de la comunidad con el extranjero y del comportamiento del sector turístico. Respecto del primero, las exportaciones de bienes mostraron, al igual que en España, un comportamiento positivo en el primer semestre de 2011 que se truncó en el segundo, siguiendo la evolución de la economía europea. Dado el tamaño relativamente reducido del sector exportador de bienes (las exportaciones de bienes de la región representan sólo el 11% del total) y que el 60% de estas ventas al exterior se concentran en los sectores de semimanufacturas y bienes de equipo, se explica la elevada volatilidad mostrada por las mismas.

Comportamiento algo mejor del turismo en 2011, aunque se frena en el inicio de año

Por el lado del turismo, los resultados en la Comunidad de Madrid fueron muy positivos en el conjunto de 2011, de acuerdo con las estadísticas publicadas por el INE. Las cifras de entrada de viajeros en hoteles (ver Cuadro 2) mostraron mejores registros tanto en el crecimiento del número total de visitantes como de extranjeros. Además, las cifras se vieron beneficiadas por la Jornada Mundial de la Juventud (JMJ), que posibilitó que Madrid fuera de las pocas comunidades en las que, pese a la atonía de la demanda interna nacional, se incrementaran las visitas de residentes en España. Esto llevó a que los viajeros en hoteles de la comunidad se incrementaran por encima de la media.

Las cifras publicadas por el Instituto de Estudios Turísticos, en cambio, reflejan un comportamiento algo distinto. La entrada de turistas en frontera con la Comunidad de Madrid como destino principal disminuyó en un 1,2%, frente al 7,2% de crecimiento en media. Este factor explica que, pese a que se produjo un incremento del gasto medio por turista superior a la media (particularmente, por el aumento del gasto medio diario) el incremento del gasto total de los turistas extranjeros en Madrid fue algo inferior a la media.

En el primer trimestre de 2012, los impactos de la crisis parecen volverse a notar en el sector turístico, observándose una desaceleración de los visitantes residentes en España y, además, una caída de los visitantes extranjeros que, dada la época, podría estar parcialmente vinculada con la disminución del turismo de negocios asociada a la vuelta a la recesión de buena parte de las economías europeas. No obstante, aún con este condicionante, Madrid estaría captando un turismo con un poder adquisitivo relativamente elevado lo que, en el primer trimestre, permitió que el crecimiento del gasto medio por turista y del gasto total realizado por los turistas extranjeros fuera superior a la media española.

Gráfico 14
Exportaciones reales (CVE; t/t; %, mm3)



Fuente: Datacomex, INE y BBVA Research

Cuadro 2
Entrada de viajeros en el territorio

	Madrid	Cataluña	España
Crecimiento en 2011 (a/a,%)			
Total	7,6	5,1	4,3
Residentes en España	4,8	-2,2	-1,1
Extranjeros	11,4	10,5	11,3
Crecimiento en el 1er trimestre de 2012 (a/a,%)			
Total	-0,5	2,0	0,1
Residentes en España	1,1	-0,1	-1,1
Extranjeros	-2,9	3,8	2,0
Peso en 2011			
Extranjeros	45,0	60,3	46,4
Residentes en España	55,0	39,7	53,6

Fuente: BBVA Research a partir de INE

Posición relativa ventajosa de Madrid en términos de riesgos

En definitiva, el mejor comportamiento y los menores riesgos a corto plazo de la economía madrileña suponen una ventaja para la superación de la crisis, lo que permite un menor deterioro de la economía regional hasta el momento (Véase el Cuadro 3). Adicionalmente, Madrid cuenta también con una mejor posición de largo plazo, facilitando la recuperación de su economía cuando ésta comience a producirse. A pesar de que existen riesgos a la baja en la comunidad madrileña, la capacidad de reacción podría ser algo mejor por la existencia de menores desequilibrios internos.

Cuadro 3
Mapa de indicadores de riesgo por Comunidades Autónomas

	MAD	PVAS	NAV	ARA	CANT	AST	RIO	GAL	CYL	CAT	BAL	CANA	MUR	EXT	AND	CLM	VAL
Indicador sintético de corto plazo	0,9	0,9	1,2	1,3	1,2	1,4	1,4	1,4	1,5	1,5	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	2,0
Exceso de oferta en vivienda	1	1	1	2	1	1	3	2	2	2	2	2	2	0	2	2	2
Ajuste en el precio de la vivienda desde máximos	1	3	2	0	2	2	1	2	2	1	2	2	2	3	1	2	2
Diversificación sectorial exterior	2	2	3	3	1	1	1	2	3	2	1	1	1	2	1	1	2
Apalancamiento en el sector privado	1	1	2	1	1	1	1	1	1	2	2	2	2	2	2	2	2
Tasa de desempleo	1	0	1	1	1	2	2	1	1	2	2	3	2	2	3	2	2
Deuda autonómica (% PIB)	1	1	2	2	1	1	2	2	1	3	2	1	2	2	1	3	3
PIB per cápita relativo	0	0	0	2	2	2	2	2	2	1	2	2	2	2	2	2	2
Apertura comercial (bienes y turismo)	2	1	0	2	2	2	2	1	2	1	1	1	1	3	2	2	2
Tasa de ahorro de los hogares	2	1	0	1	1	2	1	2	2	2	3	3	2	1	2	1	2
Índice de libertad económica	0	1	1	2	2	2	1	2	1	2	1	1	2	3	3	2	2
Capital humano	0	0	1	1	1	1	2	2	2	2	2	2	2	3	2	3	2
I+D / PIB	0	0	0	2	2	2	2	2	2	1	3	2	2	2	2	2	2
Infraestructuras / PET	2	1	1	1	1	1	2	2	1	2	3	2	3	2	3	2	2
Indicador sintético de largo plazo	0,4	0,4	0,6	1,1	1,2	1,3	1,3	1,9	1,1	1,3	2,3	1,7	2,3	2,4	2,0	2,0	2,0

(*) Un valor mayor (o un color más claro) indican un mayor nivel de riesgo. 3 señala que el valor se encuentra por encima de 1,5 desviaciones típicas frente a la media española. 2 y 1 señalan que el valor se encuentran entre 0 y 0,75 desviaciones típicas por encima o por debajo de la media española. 0 implica que el valor de la variable se encuentra más de 1,5 desviaciones típicas por debajo de la media española. Para el PIB per cápita relativo, la apertura comercial y la tasa de ahorro los valores están invertidos. Los indicadores globales se computan por promedio de los indicadores parciales.

Fuente: BBVA Research

El crecimiento de Madrid, apoyado en los sectores que le permiten marcar diferencias

Por el lado de la oferta, el comportamiento de Madrid confirma nuevamente, hasta cierto punto, las ventajas relativas con las que cuenta esta comunidad.

Frente a lo ocurrido en otras comunidades -como las turísticas-, en Madrid no se puede considerar la existencia de un choque asimétrico, más allá del incremento de visitas que supusieron las jornadas de la JMJ y cuyo impacto no resultó ser tan elevado. Por el contrario, incluso con este factor de apoyo, el sector del comercio y la hostelería redujo su actividad en 2011 contribuyendo negativamente en una décima al crecimiento, lo que supone un comportamiento diferencial negativo. En cambio, aquellos sectores en los que el peso del PIB es mayor en Madrid (información y comunicaciones, actividades financieras y de seguros, y actividades profesionales, científicas, técnicas y administrativas) fueron capaces de experimentar un crecimiento por encima de la media nacional (véase el Cuadro 4).

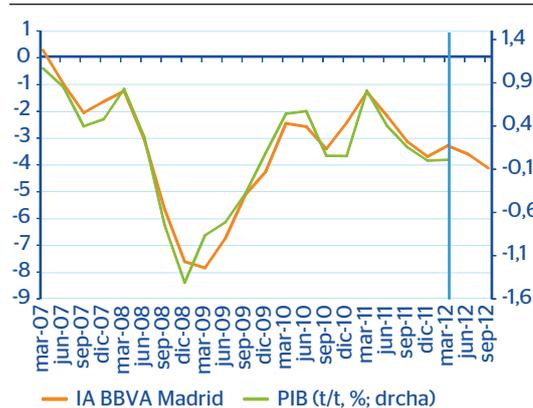
Cuadro 4
Crecimiento del PIB de Madrid en 2011

	Crecimiento en 2011 (%)	Peso en el PIB de 2011 (%)	Contribución al crecimiento en 2011 (p.p)	Diferenciales con España	
				Crecimiento en 2011 (%)	Peso en el PIB de 2011 (%)
Agricultura, ganadería, silvicultura y pesca	-6,2	0,1	0,0	-6,7	-2,3
Industria	2,5	9,9	0,2	0,6	-5,6
De la que: Industria manufacturera	3,8	7,1	0,3	1,4	-5,2
Construcción	-1,6	8,9	-0,1	2,2	-1,7
Comercio al por mayor y al por menor; reparación de vehículos de motor y motocicletas; transporte y almacenamiento; hostelería	-0,5	23,5	-0,1	-2,0	0,9
Información y comunicaciones	1,6	8,7	0,1	0,9	5,2
Actividades financieras y de seguros	0,6	5,5	0,0	1,5	1,7
Actividades inmobiliarias	2,8	4,8	0,1	1,6	-2,2
Actividades profesionales, científicas y técnicas; actividades administrativas y servicios auxiliares	3,3	12,0	0,4	0,7	5,2
Administración pública y defensa; seguridad social obligatoria; educación; actividades sanitarias y de servicios sociales	0,7	14,7	0,1	-0,3	-1,8
Actividades artísticas, recreativas y de entretenimiento; reparación de artículos de uso doméstico y otros servicios	-1,5	3,8	-0,1	0,3	0,6
Valor añadido bruto total	0,8	91,9	0,7	0,1	0,0
Impuestos netos sobre los productos	1,9	8,1	0,2	0,1	0,0
Producto interior bruto a precios de mercado	0,9	100,0		0,1	

Fuente: BBVA Research a partir de INE, Contabilidad Regional

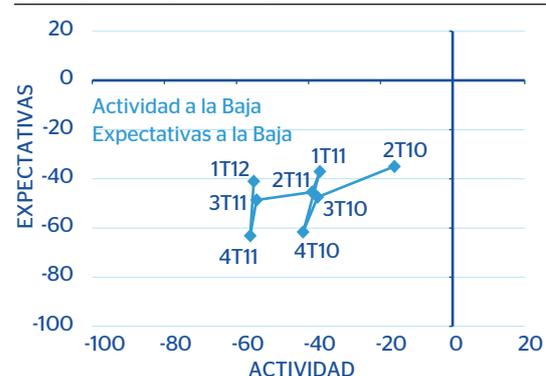
Desde un punto de vista más coyuntural, la economía madrileña no es ajena a las tensiones a las que se está viendo sometida la economía española. Tal y como reflejaba ya el consumo, con una caída en el primer trimestre de 2012, el resto de la actividad estaría también mostrando señales de freno, lo que se refleja en nuestro indicador sintético de actividad, el IA BBVA Madrid (véase el Gráfico 15). De acuerdo con este indicador, el PIB madrileño podría reducirse en una décima en el segundo trimestre, tras haber permanecido estancada en el primer trimestre del año. De hecho, la industria y el comercio están mostrando ya comportamientos más negativos que a principios de año. Por otro lado, la información recogida en la Encuesta de Actividad Económica en la Comunidad de Madrid realizada a las oficinas de BBVA muestra también que las tensiones financieras estarían haciendo mella en la actividad económica. Tras el ajuste del primer trimestre, las expectativas para el segundo sólo son algo mejores (véase el Gráfico 16).

Gráfico 15
Madrid: PIB (t/t, %) e IA-BBVA Madrid



Fuente: IE Madrid y BBVA Research

Gráfico 16
Encuesta de actividad económica BBVA. Madrid: actividad económica y perspectivas para el siguiente trimestre



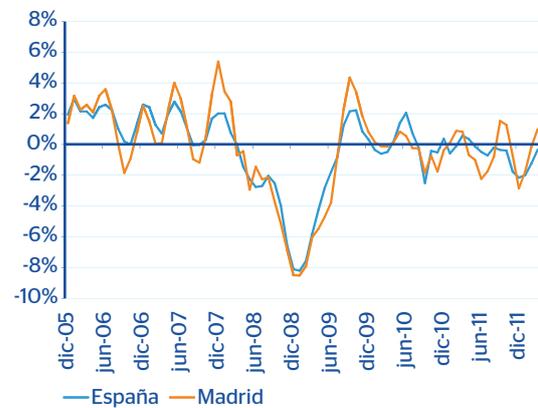
Fuente: BBVA

Gráfico 17
Índice de producción industrial
(crecimiento trimestral, datos CVE)



Fuente: INE y BBVA Research

Gráfico 18
Índice de actividad del sector servicios (t/t,%. Datos CVEC)



Fuente: BBVA Research a partir de datos INE

Cuadro 5
Principales indicadores de coyuntura de la economía madrileña

%	Crecimiento medio desde principio de año (a/a)				Último dato (m/m, cve)		
	2011		(a/a)		Madrid		Último mes
	Madrid	España	Madrid	España	Madrid	España	
Importaciones	3,6%	8,7%	-0,3%	1,7%	0,2%	4,9%	feb-12
Exportaciones Reales	6,4%	8,3%	11,1%	2,2%	4,2%	0,5%	feb-12
Afiliación a la SS	-0,9%	-1,5%	-1,6%	-2,9%	-0,2%	-0,1%	abr-12
Paro Registrado	2,0%	4,8%	9,8%	9,8%	1,0%	1,0%	abr-12
IASS	-2,0%	-1,1%	-2,6%	-3,4%	-4,0%	0,1%	mar-12
Ventas Minoristas	-4,9%	-5,8%	-4,2%	-4,1%	-0,4%	-0,7%	mar-12
Matriculaciones	-5,6%	-18,7%	-0,7%	-10,9%	-8,2%	-0,9%	abr-12
Visados de Viviendas	20,5%	-14,9%	-63,9%	-37,9%	-15,5%	-13,0%	feb-12
IPI	0,6%	-1,8%	-13,1%	-5,6%	-2,9%	-0,2%	mar-12
Pernoctaciones	7,8%	7,3%	-1,5%	-0,7%	-5,1%	-4,0%	mar-12
Viajeros	5,8%	4,3%	-0,5%	0,1%	-2,7%	-1,7%	mar-12

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

En perspectiva

El entorno de elevadísima incertidumbre en el que se está moviendo actualmente la economía española dificulta el planteamiento de escenarios a futuro en los que se pueda afirmar, con una cierta seguridad, que el comportamiento de una región específica puede ser superior al de las demás. No obstante, la base sobre la que se apoya la economía madrileña en la actualidad refleja menores desequilibrios, una diversidad sectorial relevante y la orientación hacia aquellos sectores que, dentro de la economía española, pueden llegar a mostrar una mayor rapidez de reacción cuando se produzca la recuperación de la economía. Además, con un enfoque más estructural, la productividad de Madrid por persona en edad de trabajar es de las más elevadas de España, apoyada en mayores niveles de capital humano. Con esta base, por tanto, es de esperar que la economía madrileña continúe mostrando crecimientos superiores a la media. Ello se traduce en nuestro escenario base para 2012 en una caída inferior a la del conjunto de la economía española, y una recuperación algo más decidida en 2013.

Cuadro 6

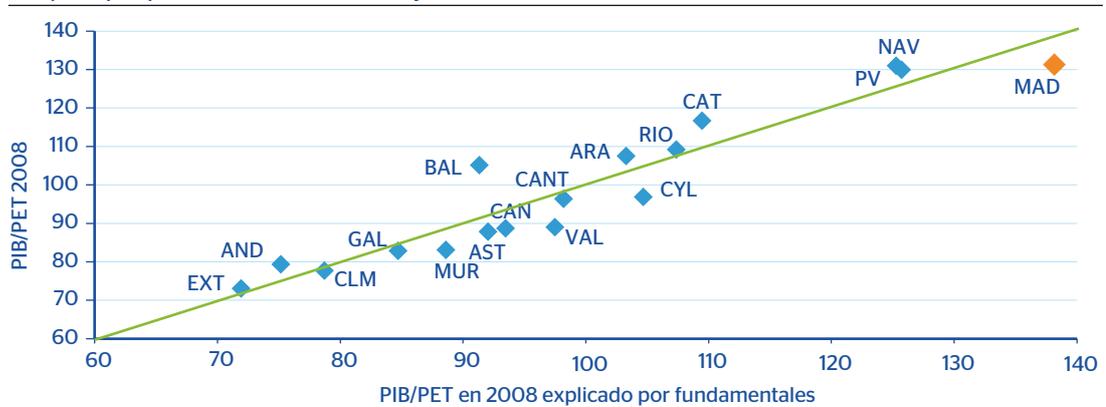
España: crecimiento del PIB por CC.AA. (%)

	2011	2012(p)	2013(p)
Andalucía	0,2	-1,8	0,3
Aragón	0,3	-1,6	0,5
Asturias	0,3	-1,4	0,9
Baleares	1,8	-0,4	1,0
Canarias	2,1	-0,5	0,5
Cantabria	0,7	-1,2	0,6
Castilla y León	1,2	-0,7	1,0
Castilla-La Mancha	0,8	-2,3	0,2
Cataluña	0,8	-1,6	0,8
Extremadura	-0,3	-1,8	0,5
Galicia	0,2	-1,1	0,7
Madrid	0,8	-0,6	1,0
Murcia	-0,1	-1,7	0,5
Navarra	1,4	-0,5	0,7
País Vasco	1,3	-0,6	0,7
Rioja (La)	0,8	-1,4	0,7
C. Valenciana	0,4	-2,2	0,2
España	0,7	-1,3	0,6

Fuente: BBVA Research

Gráfico 19

PIB y PIB por persona en edad de trabajar (euros)



Fuente: BBVA Research a partir de INE y A. de la Fuente

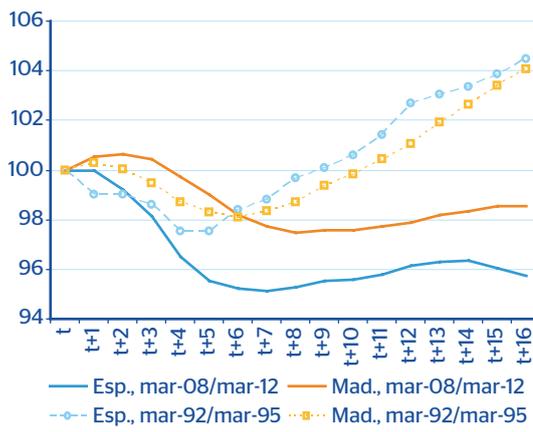
4. Desempleo y crecimiento en la Comunidad de Madrid

La crisis económica en la que España, en general, y la Comunidad de Madrid, en particular, se encuentran inmersas ha tenido repercusiones extraordinariamente negativas sobre el mercado de trabajo. En particular, la tasa de desempleo en España aumentó 16 puntos porcentuales (pp) y la de Madrid 12,7pp desde el mínimo del ciclo expansivo precedente (7,9% y 5,9%, respectivamente). Uno de los motivos del menor incremento de la tasa de paro en la Comunidad de Madrid ha sido el deterioro menos significativo y prolongado de la actividad económica (-2,5pp frente a los -4,9pp en el conjunto de España desde máximos hasta el mínimo del ciclo), que ha provocado una contracción del empleo que, aunque notable, es menor que en el conjunto de España. Sin embargo, la mayor propensión a participar en el mercado laboral en Madrid mayor que en el conjunto de España, ha compensado parcialmente el efecto derivado de la mayor actividad dificultando la mayor contención de la tasa de paro.

La mejor evolución de la tasa de paro en la Comunidad de Madrid es un rasgo relativamente novedoso del actual ciclo recesivo puesto que, en la crisis de los años 90, la evolución del desempleo fue muy similar (ver Gráfico 21). Esta circunstancia puede venir explicada, al menos parcialmente, por la evolución diferencial del PIB regional en relación con el nacional en ambos ciclos recesivos. Por un lado, en la crisis de los 90, el PIB de Madrid y del conjunto de España evolucionaron de manera similar - Madrid comenzó a caer antes que el de España, pero lo hizo con una intensidad ligeramente menor en el agregado del periodo recesivo: -2,2 pp frente a -2,5 pp del total nacional. Esto generó un deterioro del mercado laboral de magnitudes similares: el desempleo se incrementó en 7,9 pp en Madrid frente a 7,7pp en España. En cambio, en la recesión actual, la caída del PIB madrileño (-2,5 puntos desde el máximo cíclico) es muy inferior a la del PIB español (-4,9 puntos) lo que ha facilitado que también el desempleo hubiera mostrado un mejor comportamiento. Mientras la tasa de paro se ha incrementado en 16 puntos porcentuales en España, en Madrid lo ha hecho en 12,7.

Gráfico 20

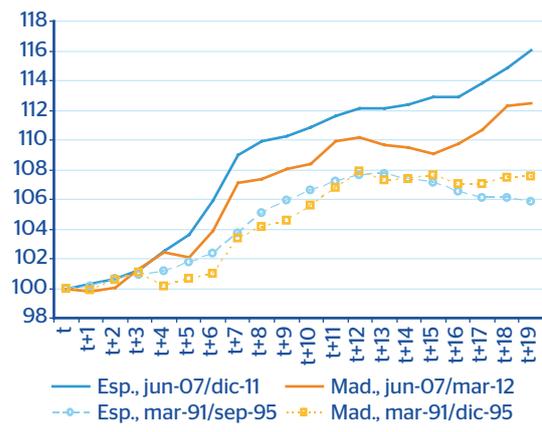
Evolución del PIB (100=Max. Cíclico España) (Datos CVEC)



Fuente: INE y BBVA Research

Gráfico 21

Tasa de desempleo (100= Min. Cíclico España)



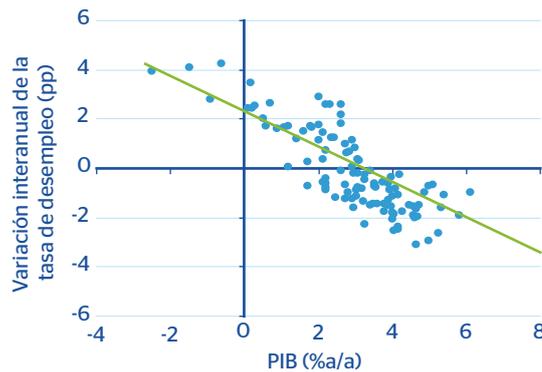
Fuente: INE y BBVA Research

Con todo, además del mejor comportamiento del PIB podría haber otros factores que hayan contribuido a este mejor comportamiento del desempleo. En concreto, podrían existir motivos más estructurales, como la distinta respuesta de la tasa de paro a la actividad económica, que expliquen este comportamiento relativamente mejor. Así pues, conocer la respuesta del desempleo a cambios en la actividad económica resulta fundamental para comprender la evolución de la

tasa de desempleo y qué lleva a que ésta permanezca en cifras elevadas en el corto y medio plazo. Atendiendo a esta relación entre desempleo y crecimiento⁷, conocida como Ley de Okun, y tomando un periodo suficientemente largo para el análisis que cubra tanto etapas recesivas como expansivas, puede observarse que existe una relación contemporánea entre ambas variables: como se observa en los Gráficos 22 y 23, la correlación contemporánea entre desempleo y crecimiento es 0,9 en España, mientras que en Madrid la correlación es ligeramente menor (0,8).

Gráfico 22

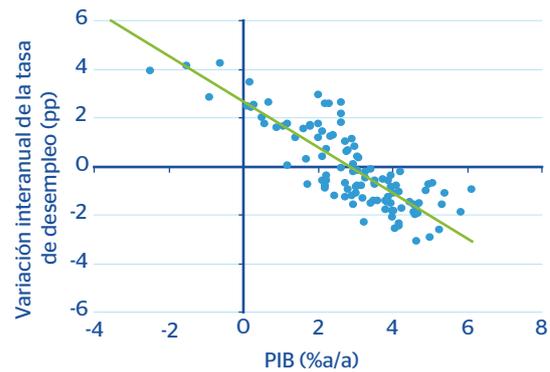
C. de Madrid: crecimiento del PIB y variación de la tasa de desempleo (1T81-1T12). Madrid Ley de Okun



Se ha reconstruido la tasa de desempleo entre 1981 y 2000 debido al cambio en la definición de parado en 2001
Fuente: INE y BBVA Research

Gráfico 23

España: crecimiento del PIB y variación de la tasa de desempleo (1T81-1T12): España Ley de Okun



Se ha reconstruido la tasa de desempleo entre 1981 y 2000 debido al cambio en la definición de parado en 2001
Fuente: INE y BBVA Research

La distinta dispersión que aparece reflejada en los Gráficos 22 y 23 muestra cómo la relación entre la tasa de paro y el crecimiento económico no ha sido constante a lo largo del tiempo ni en la Comunidad de Madrid, ni en España. Para ver en qué medida ha cambiado la respuesta del desempleo a la evolución de la economía se ha estimado la elasticidad de la tasa de paro a la actividad económica durante un periodo móvil de 60 trimestres. Los resultados del Gráfico 24 muestran cómo la elasticidad de la tasa de desempleo al PIB permaneció relativamente estable en la Comunidad de Madrid -en torno a -0,7%- a excepción del periodo de mayor incidencia de la crisis actual mientras que, en España, ésta ha ido aumentando (en valor absoluto) desde comienzos de la década de los 90. En ambas economías, la respuesta de la tasa de desempleo a la evolución de la actividad económica aumentó (en valor absoluto) desde comienzos de 2008, fundamentalmente, por la intensa destrucción de empleo. Sin embargo, desde mediados de 2010, la elasticidad se ha estabilizado en el entorno del 0,7% en valor absoluto, 0,3pp menos que la media nacional con los últimos datos disponibles.

Esta versión estática de la Ley de Okun que se acaba de mostrar también permite aproximar el umbral de crecimiento económico a partir del cual la tasa de paro comenzaría a disminuir⁸. Así, el Gráfico 25 muestra cómo el crecimiento económico que permitiría reducir la tasa de paro en la Comunidad de Madrid habría ido disminuyendo desde la década de los 80 hasta comienzos del año 2000 hasta alcanzar un crecimiento mínimo del 2,7% para reducir la tasa de desempleo, momento en el que habría vuelto a crecer hasta situarse en el entorno del 3,2% en la actualidad. Tomando en consideración la última década - momento en el que se alcanzó el umbral mínimo de crecimiento en los últimos 30 años - la estimación de esta Ley de Okun estática señala que el aumento del crecimiento de un 1pp cuando se sobrepasa el umbral del 3,1% reduciría la tasa de desempleo 0,8pp en Madrid (frente a 2,6% de España).

7: Con la finalidad de obtener resultados comparables, se ha optado por enlazar los datos de Contabilidad Regional de España (CRE) base 1986 con la serie homogénea 1995-2009, elaborada por el INE. A continuación, se han trimestralizado las cifras anuales, a partir del modelo factorial dinámico descrito en la Sección 5 de BBVA Research (2011): Situación Galicia, Marzo 2011, preservando la consistencia agregada tanto en términos de la CRE como de la Contabilidad Nacional Trimestral (CNT). De este modo se dispone de series de PIB que comprenden los últimos dos ciclos recesivos de la economía madrileña. Las cifras de desempleo, disponibles desde finales de la década de los 70, proceden de la EPA.

8: Sea Δy_t la tasa de crecimiento interanual del PIB en el trimestre t , Δu_t la variación interanual de la tasa de desempleo en t y ϵ_t una perturbación aleatoria. A partir de la estimación de la versión estática de la ley de Okun ($\Delta u_t = \alpha + \beta \Delta y_t + \epsilon_t$), el crecimiento económico que haría cero el aumento de la tasa de desempleo ($\Delta u_t = 0$) vendría dado por $-\frac{\alpha}{\beta}$.

Gráfico 24

Madrid y España: evolución de la elasticidad contemporánea de la tasa de desempleo al PIB (% a/a; ventana de 60 trimestres)



Fuente: BBVA Research

Gráfico 25

Madrid y España: umbral de crecimiento necesario para reducir la tasa de desempleo (% a/a; ventana de 60 trimestres)



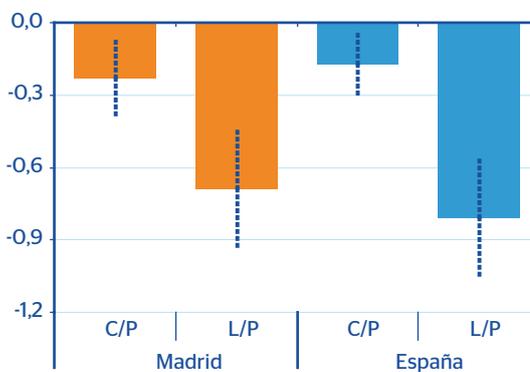
Fuente: BBVA Research

La versión estática de la Ley de Okun asume que los cambios en el crecimiento se transmiten contemporáneamente a la tasa de desempleo. Sin embargo, la posibilidad de que ocurran shocks tanto de oferta como de demanda, así como la existencia de expectativas por parte de los agentes, generan efectos temporales que pueden persistir en el tiempo, de forma que los efectos sobre el desempleo no tienen por qué ser exclusivamente contemporáneos. Por ello, se procede a estimar una versión dinámica de la Ley de Okun, lo que significa tratar de recoger tanto los efectos que la persistencia del desempleo pueda tener sobre la tasa de paro del presente como del efecto que el crecimiento económico observado en trimestres anteriores pueda tener sobre el desempleo en la actualidad.

La estimación de la ley de Okun dinámica desde 1T90 muestra que los cambios en el crecimiento económico de Madrid afectan a la tasa de desempleo durante el trimestre en curso y durante el siguiente⁹. De hecho, el cambio en la tasa de paro regional por efecto del crecimiento económico es relativamente más elevado en el largo plazo que en el corto plazo en Madrid (véase el Gráfico 26). Por el contrario, la persistencia del desempleo es significativamente menor en la Comunidad de Madrid, donde sólo un 64% de los movimientos pasados experimentados por la tasa de desempleo se transmiten al trimestre en curso, 16pp menos que en el conjunto de España (véase el Gráfico 27). Este resultado refleja un mayor dinamismo del mercado laboral regional que podría estar justificado, al menos parcialmente, por el mayor dinamismo de la fuerza de trabajo.

Gráfico 26

Ley de Okun dinámica*: elasticidad de la tasa de desempleo al PIB (1T90 - 1T12)

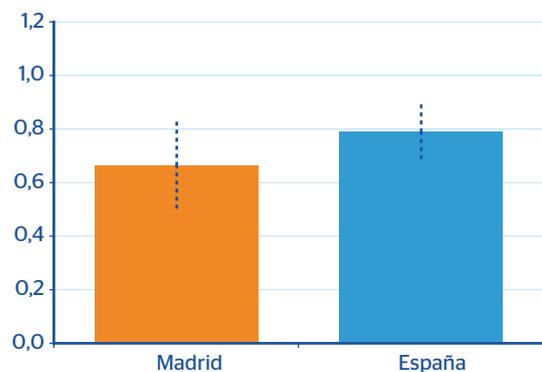


* Para Madrid incluye el retardo 1 de la variación de la tasa de desempleo y el crecimiento del PIB con 1 retardo; para España, 2 retardos de la variación de la tasa de desempleo y el crecimiento del PIB y 1 retardo.

Fuente: BBVA Research

Gráfico 27

Madrid y España: umbral de crecimiento necesario para reducir la tasa de desempleo (% a/a; ventana de 60 trimestres)



Fuente: BBVA Research

9: Los resultados detallados de las estimaciones se encuentran en el Anexo.

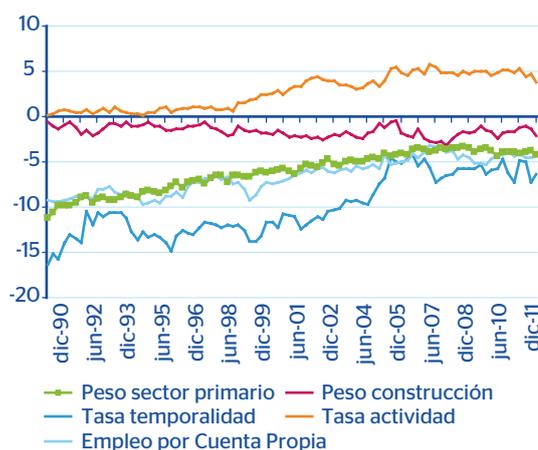
A la hora de analizar los efectos de la evolución de la economía sobre la tasa de paro, centrarse exclusivamente en la elasticidad del desempleo al PIB podría conducir a conclusiones erróneas, dada la existencia de otras variables cuyo efecto sobre la evolución de la tasa de paro estaríamos obviando. Para tratar de minorar el sesgo provocado por la omisión de variables relevantes en estos resultados, se han incluido en la estimación dos grupos que pueden condicionar la dinámica de la tasa de desempleo en Madrid y sus diferencias con la del conjunto de España: por un lado, indicadores demográficos (población nativa en edad de trabajar y tasa de dependencia) y por otro laborales (tasa de actividad, de asalarización, de temporalidad y de composición sectorial del empleo).

Como se puede observar en los Gráficos 30, 31 y 32 del Anexo, la relevancia de estos dos grupos de variables cuando se trata de explicar los movimientos en la tasa de paro es limitada. Así, en la estimación de esta Ley de Okun dinámica ampliada se incluyen la tasa de actividad, el peso del empleo por cuenta propia, el peso del empleo en construcción y el peso del empleo en agricultura pues ayudan a mejorar la capacidad explicativa del modelo¹⁰. Sin embargo, tan sólo la tasa de actividad, considerablemente mayor en la Comunidad de Madrid que en el conjunto de España, parece jugar un papel relevante a la hora de explicar estos movimientos aunque no se puede descartar que su efecto agregado sea distinto de cero en conjunto. Por lo tanto, a la hora de explicar los movimientos en la tasa de paro regional, la tasa de crecimiento del PIB en el periodo actual y en el trimestre precedente configuran el principal determinante de las variaciones de la tasa de paro.

Una de las preguntas más relevantes a las que pretende dar respuesta la estimación de la Ley de Okun dinámica ampliada es cómo cambia la elasticidad de la tasa de desempleo al crecimiento económico cuando se incorporan estos grupos de variables en una estimación conjunta. Los resultados muestran que estas variables contribuyen a explicar la existencia de una respuesta distinta del desempleo al crecimiento económico entre Madrid y España. Como se puede observar en el Gráfico 39, la incorporación de la tasa de actividad - mayor en la Comunidad de Madrid - y del peso de los autónomos, del peso del empleo agrícola y del peso del empleo en construcción - menores en la región - dejan la dinámica de corto plazo inalterada, pero permiten explicar un 50% de la diferencia en la elasticidad de la tasa de paro al PIB en el largo plazo entre Madrid y España¹¹.

Gráfico 28

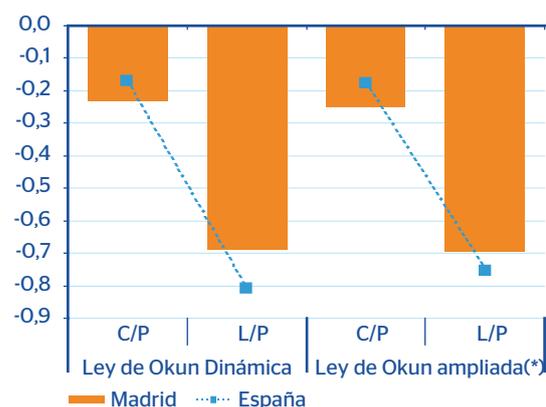
Inclusión de variables relativas al mercado laboral en la ley Okun ampliada. Diferencial Madrid - España (pp)



Fuente: BBVA Research

Gráfico 29

Madrid y España: elasticidad de la tasa de desempleo al PIB (1T90-1T12)



Fuente: BBVA Research

¹⁰: A la hora de considerar el caso español si se encuentra evidencia de la relevancia de algunas de estas variables sobre los movimientos en el desempleo (fundamentalmente la temporalidad y el peso del empleo por cuenta propia).
¹¹: Los resultados finales de la estimación están a disposición del lector interesado

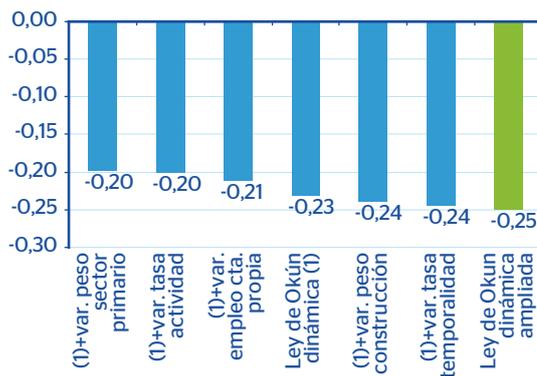
Conclusión

El deterioro comparativamente menor de la tasa de desempleo en Madrid durante el último ciclo recesivo es el resultado de dos factores: en primer lugar, la menor caída del PIB regional y, en segundo lugar, la menor elasticidad de la tasa de paro al PIB en el largo plazo – pese a que la elasticidad de corto es ligeramente menor. Detrás de esta menor elasticidad de largo plazo se encuentra la mayor propensión a participar en el mercado laboral en Madrid que en España y, en segundo lugar, el mayor peso de los autónomos en el agregado nacional que en la Comunidad de Madrid.

A pesar de que el crecimiento esperado para la economía madrileña en el corto y medio plazo será mayor que el del conjunto de España, la debilidad esperada en el comportamiento de la actividad no permitirá una recuperación significativa del empleo en los próximos trimestres. Este hecho, unido a la escasa probabilidad de que se produzcan reducciones persistentes de la población activa, mantendrá la tasa de desempleo en niveles relativamente elevados durante la fase actual del ciclo económico. No obstante, la reforma laboral, aunque todavía puede mejorar algunos aspectos durante su tramitación parlamentaria, es un paso en la dirección correcta y puede repercutir de manera diferencialmente positiva en la reducción del desempleo regional en el medio y largo plazo.

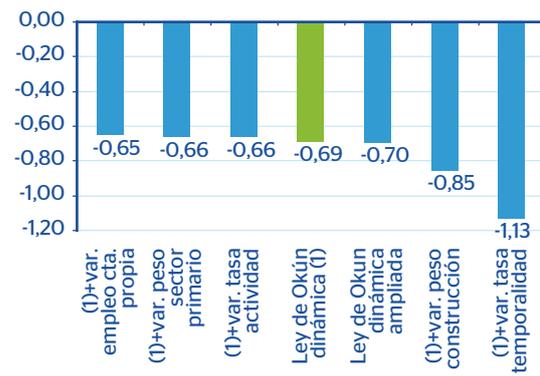
Anexo

Gráfico 30
Madrid:
elasticidad de la tasa de paro al PIB (corto plazo)



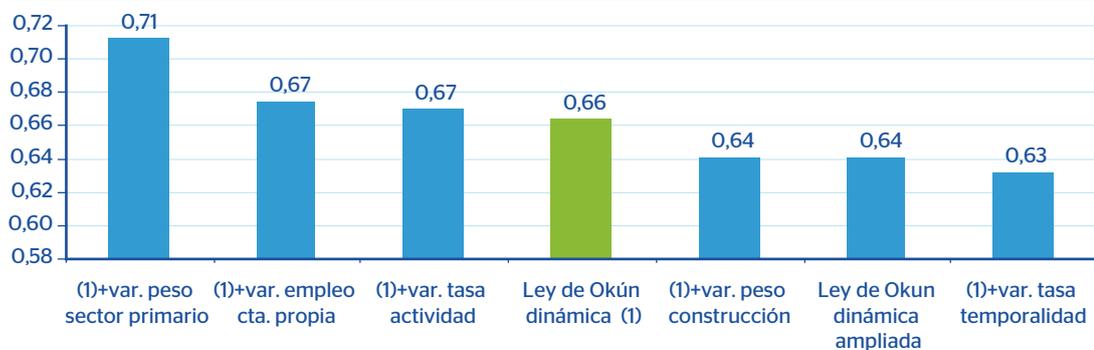
(1) Ley de Okún dinámica
Fuente: BBVA Research

Gráfico 31
Madrid:
elasticidad de la tasa de paro al PIB (largo plazo)



(1) Ley de Okún dinámica
Fuente: BBVA Research

Gráfico 32
Madrid: variación en la persistencia del desempleo con la inclusión de variables



(1) Ley de Okún dinámica
Fuente: BBVA Research

5. El desempeño educativo de las comunidades autónomas: el caso de la Comunidad de Madrid

¿Qué comunidades autónomas obtienen los mejores resultados educativos? En de la Fuente y Gundín (2012)¹² se desarrolla una serie de indicadores que puede servir para ofrecer respuestas a esta pregunta de acuerdo con criterios de desempeño claramente definidos que recogen tanto aspectos de proceso (acceso a, éxito en y duración de los distintos ciclos educativos) como de resultados medidos en términos de la adquisición de conocimientos.

Los indicadores propuestos se elaboran para cada uno de los distintos ciclos educativos no universitarios utilizando datos publicados por el Ministerio de Educación para el curso 2008-09 y pueden combinarse entre sí para construir indicadores sintéticos de resumen por niveles educativos o por criterios de desempeño, así como indicadores globales de resultados que combinan todas las dimensiones de interés. Con el fin de poder hacer comparaciones válidas entre sistemas educativos que se enfrentan a circunstancias muy diversas, para algunos de los indicadores de síntesis se construyen también índices depurados de los efectos de dos factores externos con una incidencia potencialmente importante sobre el desempeño escolar: el volumen de recursos destinado a la educación y el nivel educativo de las familias de los estudiantes, aproximado por el nivel medio de formación de la población adulta.

Construcción de los indicadores de desempeño educativo

La medición del desempeño de los sistemas educativos no es una tarea sencilla por cuanto sus actuaciones persiguen a la vez múltiples objetivos que, al menos en algunos casos, pueden resultar contradictorios entre sí. Sin ánimo de ser exhaustivos, parece claro que algunos objetivos deseables de un sistema educativo serían los de lograr que el mayor número posible de personas (que se puedan beneficiar del mismo) tenga acceso a cada nivel educativo y pueda eventualmente completarlo en un tiempo razonable y habiendo adquirido los conocimientos y competencias recogidos en el currículo. Así pues, cabe identificar al menos cuatro dimensiones o facetas de interés del desempeño educativo a las que, para abreviar, denominaremos *acceso*, *éxito*, *duración* y *competencias*.

Cuadro 7

Indicadores básicos de desempeño educativo

1. Indicadores de proceso

a. Acceso: ¿qué fracción de la población entra en cada ciclo educativo?

b. Éxito: ¿con qué probabilidad terminan?

c. Duración: ¿cuánto tardan en acabar?

d. Eficacia: años medios de trabajo por curso aprobado

2. Indicador de valor añadido o competencias

¿Cuánto saben los estudiantes?

Fuente: elaboración propia

De la Fuente y Gundín (D&G) construyen una serie de indicadores que pueden servir para valorar el funcionamiento de los sistemas educativos de las regiones españolas en términos de estos cuatro criterios. Para la mayor parte de los niveles educativos, el indicador de acceso utilizado es la tasa bruta de acceso, definida como el cociente entre el alumnado que comienza a cursar el ciclo educativo de interés, con independencia de su edad, y la población total de la edad teórica

12: 1 A. de la Fuente y M. Gundín (2012). "Indicadores de desempeño educativo regional: metodología y resultados para los cursos 2005-06 a 2008-09." Mimeo, Instituto de Análisis Económico (CSIC). Disponible en: <http://ideas.repec.org/p/aub/autbar/89912.html>.

a la que debería producirse el ingreso en dicho nivel en circunstancias normales¹³. El *éxito* en un nivel educativo dado, condicionado al acceso al mismo, se mide a través de su tasa media anual de supervivencia. Esta variable se construye utilizando la tasa de acceso ya mencionada y la tasa bruta de graduación, definida como el cociente entre el alumnado de cualquier edad que termina con éxito el nivel dado y la población total de la edad teórica a la que debería completarse el mismo. La *duración* se mide a través del inverso del tiempo medio necesario para completar un curso de cada nivel - esto es, del número medio de *cursos aprobados por año de estudios* para aquellas personas que permanecen en el sistema. Esta variable se calcula a partir de las correspondientes tasas de supervivencia y de repetición, aproximándose esta última magnitud como el cociente entre el número total de repetidores durante el curso corriente y el alumnado total del nivel y suponiendo que todos los repetidores aprueban en el primer intento y que todos los abandonos que se producen sin haber completado un ciclo educativo se producen tras un suspenso.

Por un procedimiento similar se calcula también el número de cursos aprobados por año de estudios, teniendo en cuenta los abandonos además de las repeticiones. Esta variable constituye un indicador combinado de éxito y duración que mediría la *eficacia* con la que el sistema educativo convierte su principal *input* (el tiempo de los alumnos que ingresan en un nivel determinado) en *output* bruto, esto es, en cursos aprobados. Resulta interesante observar que este indicador juega un papel central en el cálculo de la rentabilidad de la inversión en educación puesto que los costes tanto directos como de oportunidad de la misma dependen del tiempo que los estudiantes pasan escolarizados, mientras que parece razonable esperar que sus beneficios sean proporcionales al número de cursos completados con éxito.

Los indicadores definidos hasta el momento se centran en distintos aspectos de la mecánica del *proceso* educativo: qué fracción de la población entra en cada ciclo educativo, con qué probabilidad lo termina y en cuánto tiempo. A estas tres dimensiones de proceso del desempeño del sistema educativo hay que añadir una cuarta, de importancia fundamental, que tiene que ver con sus resultados o valor añadido en términos de conocimientos: ¿cuánto han aprendido los estudiantes con su paso por las aulas?

Para medir el nivel de competencias de los alumnos de cada ciclo educativo necesitamos contar con los resultados de pruebas de evaluación objetivas y homogéneas para todo el territorio nacional. Desafortunadamente, hasta el momento en nuestro país se han realizado pocas evaluaciones de estas características. Las dos únicas que podemos utilizar para el curso 2008-09 son las pruebas de competencias básicas de PISA para estudiantes de 15 años de edad, diseñadas y organizadas por la OCDE, en cuya edición de 2009 han participado 14 de las 17 comunidades autónomas españolas con muestras representativas, y la evaluación general de diagnóstico de 2009 para el cuarto curso de educación primaria. En ambos casos, se trabaja con el promedio de los resultados medios regionales en las distintas áreas analizadas en cada prueba (lengua, matemáticas y ciencias naturales, a lo que hay que añadir un apartado de ciencias sociales en el caso de la evaluación de diagnóstico).

Las variables descritas en los párrafos anteriores se estandarizan, normalizándolas por el correspondiente promedio nacional al que se le asigna un valor de 100, y se combinan entre sí para construir una serie de indicadores sintéticos que resumen los resultados educativo de cada región dentro de cada ciclo educativo o de acuerdo con cada dimensión de interés de desempeño, así como algunos indicadores de desempeño global. A la hora de calcular promedios sobre ciclos educativos, estos se ponderan en proporción a sus duraciones teóricas respectivas de forma que el resultado se pueda interpretar como el correspondiente al "curso medio" de la enseñanza no universitaria. Los promedios sobre criterios de desempeño se calculan atribuyendo el mismo peso relativo a cada uno de los tres criterios de proceso (acceso, éxito y duración) y asignando al indicador de competencias el mismo peso que al conjunto de los indicadores de proceso.

13: Las excepciones son la educación infantil y la educación universitaria, cuyas tasas de acceso también se investigan. En el caso de la primera, se trabaja con el promedio de las tasas netas de escolarización a los dos y a los tres años, esto es, con la fracción de la población de esas edades que está escolarizada. En cuanto al acceso a la educación universitaria (que es una dimensión relevante del desempeño del sistema educativo no universitario), éste se mide a través de la tasa bruta de población que supera las pruebas de acceso a la universidad (PAU), con lo que se evitan los problemas ligados a la relativamente elevada movilidad de los estudiantes universitarios, calculándose un indicador por región de origen que es el más relevante a nuestros efectos.

Índices de desempeño educativo bruto

Los principales resultados del análisis del desempeño educativo bruto regional se resumen en los Cuadros 8 y 9. En el Cuadro 8 se muestran los indicadores de desempeño medio en proceso por niveles educativos, que se obtienen promediando los índices de acceso, éxito y duración dentro de cada nivel, ignorando el indicador de competencias por no estar disponible nada más que para la educación primaria y la ESO. El promedio de los índices de los distintos niveles educativos (ponderados por sus respectivas duraciones) nos da finalmente el indicador global de desempeño en proceso, G1, que se muestra en la última columna del cuadro y sirve para ordenar a las regiones.

En el Cuadro 9 los indicadores básicos se promedian sobre los distintos ciclos educativos para obtener indicadores resumen por facetas de desempeño, incluyendo un indicador de competencias que se basa sólo en los resultados de primaria y ESO que, como hemos visto, son los únicos disponibles. Estos índices se agregan a su vez para obtener el indicador de desempeño global que aparece en la penúltima columna del cuadro (G3), que se calcula como una media ponderada de los indicadores de acceso, éxito y duración (con pesos de 1/6 cada uno) y del indicador de competencias (con peso de 1/2). La última columna del cuadro muestra el indicador de eficacia (éxito y duración) al que se ha hecho referencia más arriba.

Cuadro 8

Indicadores resumen de proceso por nivel educativo e indicador global de desempeño en proceso (G1). Curso 2008-09

	primaria	ESO	bachillerato	FP1	FP2	G1
País Vasco	100,3	103,8	114,8	104,9	125,3	110,2
Asturias	100,1	103,5	111,5	107,2	110,5	104,6
Galicia	100,2	101,0	105,3	113,4	115,1	104,1
Cataluña	100,5	101,8	99,8	109,4	109,6	103,3
Cantabria	100,3	102,3	101,8	102,6	102,5	102,3
Aragón	99,4	100,3	101,7	106,8	101,0	102,0
Navarra	100,3	102,6	104,4	97,8	96,3	101,4
Castilla y León	99,4	100,7	103,9	99,8	100,0	100,5
Madrid	100,0	100,8	105,0	91,0	98,0	100,1
Rioja	100,3	99,9	98,3	103,3	98,6	99,1
Valencia	100,0	98,2	97,3	103,2	100,1	98,9
Canarias	99,9	99,6	98,7	101,6	96,3	98,3
Murcia	100,0	99,6	98,6	94,2	90,7	97,4
Andalucía	99,9	98,1	94,2	96,2	92,5	97,0
Extremadura	100,0	100,4	100,0	94,1	88,4	96,7
C.-La Mancha	99,7	98,9	98,9	95,9	88,2	96,3
Baleares	99,4	98,3	92,1	93,1	84,4	93,1
España	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
desv. estándar	0,3	1,7	5,5	6,1	10,2	3,9

Nota: en el cálculo de G1 se utilizan también datos de acceso a educación infantil y universitaria.
Fuente: elaboración propia

Cuadro 9

**Indicadores resumen de desempeño por criterio
 e indicador global de desempeño en proceso y en conocimientos (G3). Curso 2008-09**

	acceso	éxito	duración	competencias	G3	eficacia
País Vasco	119,6	102,7	104,9	105,2	107,1	107,0
Asturias	108,7	101,1	102,5	104,9	104,5	103,5
Aragón	104,5	99,2	101,2	104,9	103,3	100,1
Castilla y León	103,0	99,3	98,4	106,1	103,2	98,0
Cantabria	106,6	97,3	101,4	103,5	102,7	98,9
Rioja	98,8	98,3	100,2	106,1	102,6	98,9
Madrid	99,0	100,6	101,1	104,9	102,5	101,5
Galicia	105,4	103,3	103,1	101,1	102,5	105,9
Navarra	99,7	102,6	102,4	102,8	102,2	104,7
Cataluña	107,1	99,3	102,1	100,6	101,7	101,4
C.-La Mancha	92,5	98,6	99,3	101,7	99,2	98,0
Murcia	93,5	99,1	101,3	99,9	98,9	100,3
Extremadura	92,1	99,7	100,0	100,0	98,7	99,8
Andalucía	94,5	101,7	95,9	97,7	97,5	97,6
Valencia	98,0	98,5	100,4	94,5	96,7	99,0
Canarias	98,0	96,9	99,9	93,9	96,1	97,1
Baleares	85,8	97,3	99,0	94,9	94,5	96,7
España	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
desv. estándar	7,7	1,9	2,0	4,0	3,3	3,0

Fuente: elaboración propia

En la última fila de los Cuadros 8 y 9 se muestra la desviación estándar de los distintos índices de resultados medios por nivel y por criterio de desempeño. Como cabría esperar, la dispersión del indicador de desempeño por niveles es mínima en la educación primaria (donde refleja únicamente pequeñas diferencias interregionales en tasas de repetición) y aumenta según nos movemos hacia niveles educativos más elevados en los que hay diferencias más importantes en diversas dimensiones de desempeño. Atendiendo a estas últimas, las diferencias entre regiones son especialmente acusadas en términos de tasas de acceso (con un abanico de 34 puntos entre las regiones mejor y peor situadas de acuerdo con de este criterio) y sensiblemente menores en términos del nivel de competencias y, especialmente, de las tasas de supervivencia y las duraciones medias, que varían relativamente poco entre regiones.

La correlación entre los índices correspondientes a los distintos niveles educativos y a las distintas facetas de desempeño es generalmente positiva¹⁴, aunque no siempre muy elevada. Así pues, las regiones que lo hacen bien en promedio tienden a tener buenos resultados en todos los niveles y en todas las dimensiones, lo que hace que los *rankings* de desempeño que se obtienen con los distintos índices resumen no sean muy distintos entre sí. En términos generales, las comunidades del norte de España, con el País Vasco a la cabeza, copan los primeros puestos del *ranking* mientras que las regiones del sur y sureste se sitúan en los últimos lugares.

Índices de desempeño depurados

Los resultados de los sistemas educativos regionales están fuertemente condicionados por una serie de factores externos cuya influencia sería deseable eliminar en la medida de lo posible a la hora de evaluar su desempeño con el fin de centrarnos en su valor añadido. Uno de estos factores es el volumen de recursos destinado a la educación. Como se observa en el Gráfico 33, existen diferencias muy importantes en términos de gasto por estudiante entre las regiones españolas. La diferencia

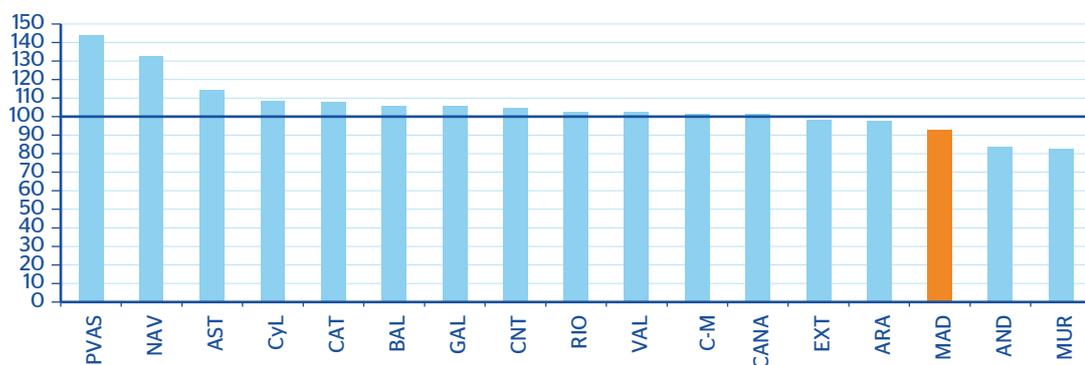
14: La excepción es la educación primaria, cuyo indicador de proceso está negativamente correlacionado con todos los demás. Esto es, aquellas regiones que tienden a hacer repetir a sus estudiantes de primaria con mayor frecuencia luego presentan mejores resultados de proceso en ciclos superiores. Si tomamos el número de repeticiones como un indicador del nivel de exigencia académica, el resultado no parece descabellado - pero resulta difícil determinar hasta qué punto es fiable dada la muy escasa variación del indicador de primaria.

entre los dos extremos de la distribución, representados respectivamente por las comunidades forales y por Andalucía y Murcia, se sitúa por encima de 60 puntos porcentuales, lo que supone unos 2.700 euros por estudiante y año. Aunque la literatura sobre el tema sugiere que más gasto no implica necesariamente mejores resultados educativos, resulta difícil evitar pensar que diferencias de medios de esta magnitud podrían tener un efecto apreciable sobre la calidad de la educación a través, por ejemplo, del nivel de atención que se puede ofrecer a los estudiantes con problemas.

Un segundo grupo de factores con un indudable impacto sobre el desempeño educativo tiene que ver con las condiciones socioeconómicas y culturales con las que los estudiantes se enfrentan en sus hogares. Como crudo indicador de tales factores a nivel agregado, D&G utilizan el nivel de formación de la población adulta, medido por el número medio de años de formación de la población mayor de 24 años, tomado de de la Fuente y Doménech (2012).

Gráfico 33

Gasto medio por estudiante y año en la enseñanza no universitaria, 2005 (España = 100)



Nota: gasto público y privado por estudiante no universitario (incluyendo los escolarizados en centros concertados y privados). Esta magnitud se calcula por separado en cada región para los estudiantes de primaria e infantil por un lado y para los de secundaria y FP por otro. Seguidamente se calcula una media ponderada de ambas variables ponderando cada nivel por su peso en el alumnado total no universitario a nivel de España en su conjunto. Los datos se refieren al año 2005, que es el último para el que se dispone de información detallada sobre el gasto privado en educación para toda España.

Fuente: de la Fuente y Boscá (2011).

Cuadro 10

Indicador global de desempeño corregido y sin corregir por el impacto de los factores externos y contribución de tales factores

	G3 depurado y reescalado	efecto del gasto	efecto de la educación 25+	G3 bruto
Andalucía	100,0	-1,2	-1,3	97,5
Aragón	102,7	-0,4	1,0	103,3
Asturias	102,6	1,4	0,5	104,5
Baleares	93,7	0,7	0,0	94,5
Canarias	96,4	0,1	-0,4	96,1
Cantabria	101,3	0,5	0,9	102,7
Castilla y León	102,5	1,2	-0,5	103,2
C.-La Mancha	100,8	0,1	-1,7	99,2
Cataluña	100,8	0,9	0,0	101,7
Valencia	96,7	0,0	0,1	96,7
Extremadura	100,8	-0,1	-2,0	98,7
Galicia	102,8	0,2	-0,4	102,5
Madrid	99,9	-0,6	3,3	102,5
Murcia	101,4	-1,3	-1,2	98,9
Navarra	98,1	2,8	1,2	102,2
País Vasco	101,5	3,7	1,9	107,1
Rioja	101,5	0,3	0,8	102,6
España	100,0	0,0	0,0	100,0

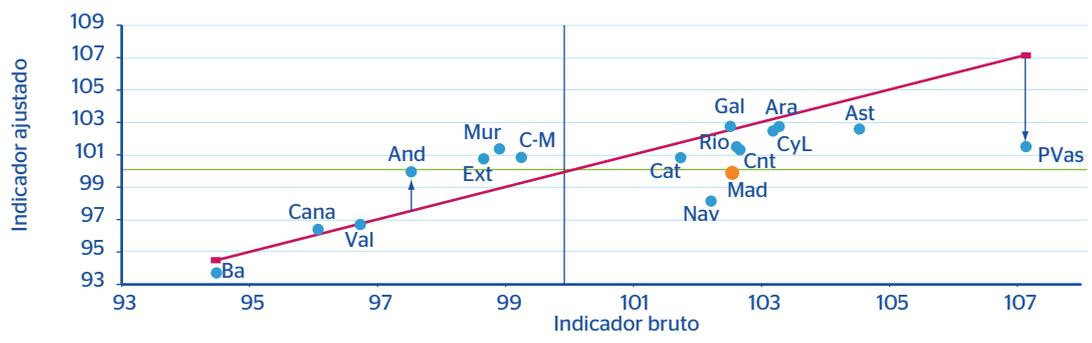
Fuente: elaboración propia

D&G estiman econométricamente la contribución de los niveles de gasto y de formación de la población adulta al desempeño bruto regional y utilizan los resultados para construir indicadores depurados del impacto de estas variables que ofrecen una imagen más correcta del valor añadido por los distintos sistemas escolares regionales que los indicadores brutos presentados en la sección anterior.

El Cuadro 10 muestra la descomposición del indicador bruto global de desempeño, G3, en la suma de tres factores: el indicador depurado y las contribuciones estimadas de las dos variables externas. El examen del cuadro revela algunos resultados interesantes. Andalucía, por ejemplo, se situaría justo en la media nacional en términos de su indicador depurado de desempeño global. Sin embargo, tanto su bajo nivel de gasto como el reducido nivel educativo de su población adulta tiran de sus resultados hacia abajo, dejando a la región con un índice de desempeño bruto 2,5 puntos por debajo de la media nacional. En el extremo opuesto, las favorables circunstancias en las que se encuentra el sistema educativo vasco explican 5,6 de los 7,1 puntos que la región se sitúa por encima de la media española. Tras corregir por el impacto de los factores externos, la comunidad vasca pasa del primer puesto del ranking global de desempeño educativo al quinto, empatada con la Rioja y por detrás de Galicia, Aragón, Asturias y Castilla y León. El Gráfico 34 compara los valores bruto y depurado del indicador de desempeño global para las distintas regiones. Como se indica con flechas en los casos de Andalucía y el País Vasco, la distancia vertical entre la diagonal y el punto que representa la posición de cada región corresponde a la corrección del indicador de desempeño por el impacto conjunto de los factores externos indicados.

Gráfico 34

Indicador global de desempeño, bruto y depurado



Fuente: elaboración propia

Examinando el Gráfico 34 vemos que a grandes rasgos se mantiene el resultado de que las regiones de la mitad noroeste del país tienden a tener mejores resultados educativos que las del sudeste, entre las que destacan por su mal desempeño las dos regiones insulares y Valencia. Sin embargo, la corrección por la influencia de factores externos reduce la dispersión de los índices de desempeño y tiene efectos muy llamativos en algunos casos. A los ya señalados de Andalucía y el País Vasco, habría que añadir los casos de Murcia, Extremadura y Castilla la Mancha, que mejoran considerablemente con la corrección, y los de Asturias, Cantabria, Madrid y, sobre todo, Navarra, en los que sucede lo contrario.

Finalmente, merece la pena destacar que las correlaciones entre los índices de desempeño por criterios (véase el trabajo original para sus valores detallados) siguen siendo positivas aún tras controlar por el volumen de gasto y por el nivel educativo de las familias con el fin de situar a los sistemas educativos regionales en una situación aproximada de "igualdad de condiciones externas." Este resultado es interesante por cuánto cabría esperar que tales correlaciones fuesen negativas si las regiones operasen de forma eficiente - porque en tales circunstancias una mejora en alguna dimensión de desempeño sería posible sólo a costa del empeoramiento de alguna otra. Otras cosas iguales, por ejemplo, cabría esperar que aquellas regiones que consiguen que una fracción mayor de la población acceda a un determinado ciclo educativo presenten después mayores tasas de repetición y de abandono en el mismo así como peores resultados en pruebas de competencias como consecuencia de contar con una fracción mayor de alumnos con dificultades. De la misma forma, un mayor nivel de exigencia tendería a traducirse tanto en una mejora del indicador de competencias como en mayores tasas de abandono y repetición.

Las estimaciones de D&G, sin embargo, revelan que éste no es el caso. Al revés, las regiones que consiguen escolarizar a más gente tienen también en promedio menores tasas de repetición y abandono, aún tras eliminar los efectos de diferencias de recursos y en el nivel educativo de la

población adulta¹⁵. Este resultado sugiere que no todas las regiones operan en la frontera eficiente, de forma que en algunas de ellas existe margen para la mejora de ciertas dimensiones de desempeño sin necesidad de que otras sufran.

La situación de Madrid

Madrid se sitúa en torno a la media nacional en términos de los indicadores brutos de desempeño en proceso, aunque con variaciones significativas entre los distintos niveles educativos. Es destacable el caso de los indicadores de acceso, que son muy elevados en el bachillerato y muy bajos en la FP, indicando que la región presenta un perfil marcadamente más “académico” que la media en términos las opciones elegidas tras completar la educación obligatoria. Por otra parte, los indicadores de competencias o conocimientos se sitúan claramente por encima del promedio nacional, especialmente en la educación primaria. La combinación de ambos factores deja a la comunidad madrileña holgadamente por encima de la media, con un índice global de desempeño bruto de 102,5 que le otorga el séptimo puesto del ranking regional.

Cuadro 11

Indicadores de desempeño educativo, Madrid, curso 2008-09

	[1] acceso	[2] éxito	[3] duración	[4] resumen proceso	[5] Conocimientos	[6] indicador global por nivel	[7] Ranking nivel
a. Primaria	100,0	100,0	99,9	100,0	105,6	102,8	5
b. ESO	100,0	100,7	101,6	100,8	103,8	102,3	7
c. Bach.	111,5	101,1	102,3	105,0			4
d. FP 1	70,9	99,3	103,0	91,0			17
e. FP 2	90,1	103,3	100,6	98,0			10
f. global	99,0/95,8	100,6/100,9	101,1/100,4		104,9/100,0	102,5/99,9	
g. Rkng criterio	9/14	6/3	9/9		6/13	7/13	

Fuente: elaboración propia

La corrección por factores externos es importante en el caso madrileño. La región presenta un nivel de gasto por estudiante sensiblemente inferior a la media pero también es, con diferencia, la comunidad que cuenta con la población adulta con un mayor nivel educativo. Las estimaciones de D&G sugieren que la positiva incidencia del segundo de estos factores sobre los resultados educativos más que compensa los efectos adversos del primero de ellos. Una vez descontado el efecto neto positivo de los factores externos, el indicador global de desempeño de Madrid cae hasta situarse prácticamente en la media nacional (99,9), lo que lleva a la comunidad desde el séptimo puesto del ranking hasta el treceavo. Algo similar sucede con el indicador de competencias, que se reduce en casi 5 puntos con la corrección por factores externos, dejando a la comunidad madrileña justo en la media nacional.

Referencias

de la Fuente, A. y J. E. Boscá (2011). Gasto educativo por regiones y niveles en 2005. Mimeo, Instituto de Análisis Económico, CSIC.

de la Fuente, A. y R. Doménech (2012). “Series regionales del nivel educativo de la población: 1960-2011.” Mimeo, Instituto de Análisis Económico, CSIC.

¹⁵: Los índices depurados de competencias también muestran una correlación positiva con otros indicadores, aunque en este caso la correlación ha de interpretarse con cuidado pues sólo se dispone de indicadores de competencias para los niveles obligatorios.

6. Cuadros

Cuadro 12

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

	2009	2010	2011	2012	2013
Actividad					
PIB real	-3,7	-0,1	0,7	-1,3	0,6
Consumo privado	-4,3	0,8	-0,1	-2,0	-0,9
Consumo público	3,8	0,2	-2,2	-8,0	-5,6
Formación Bruta de Capital	-16,4	-6,0	-5,2	-7,5	-1,0
Equipo y Maquinaria	-22,6	5,5	1,6	-4,6	2,8
Construcción	-15,4	-10,1	-8,1	-9,2	-3,2
Vivienda	-22,0	-9,8	-4,9	-6,6	-1,6
Demanda Interna (contribución al crecimiento)	-6,5	-1,0	-1,8	-4,5	-1,8
Exportaciones	-10,2	13,5	9,1	4,0	8,9
Importaciones	-16,9	8,9	-0,1	-6,2	1,6
Demanda Externa (contribución al crecimiento)	2,8	0,9	2,5	3,1	2,4
PIB nominal	-3,7	0,3	2,1	0,0	1,6
(Miles de millones de euros)	1047,8	1051,3	1073,4	1073,9	1091,5
PIB sin inversión en vivienda	-1,5	0,8	1,2	-0,9	0,7
PIB sin construcción	-0,8	2,0	2,3	0,0	1,1
Mercado de trabajo					
Empleo, EPA	-6,8	-2,3	-1,9	-4,6	-2,0
Tasa de paro (% población activa)	18,0	20,1	21,6	24,6	24,8
Empleo CNTR (equivalente a tiempo completo)	-6,4	-2,6	-2,0	-4,3	-2,0
Productividad apartente del factor trabajo	2,7	2,6	2,7	3,0	2,6
Precios y costes					
IPC (media anual)	-0,3	1,8	3,2	1,9	0,7
Deflactor del PIB	0,1	0,4	1,4	1,4	1,1
Deflactor del consumo privado	-1,2	2,4	3,2	2,1	1,0
Remuneración por asalariado	4,3	0,0	0,8	1,7	4,6
Coste laboral unitario	1,6	-2,6	-1,9	-1,3	2,1
Sector exterior					
Balanza por Cuenta Corriente (% del PIB)	-4,8	-4,5	-3,5	-1,9	-0,4
Sector público					
Deuda (% PIB)	53,9	61,2	68,5	79,8	82,3
Saldo AA.PP. (% PIB)	-11,2	-9,3	-8,5	-5,3	-3,0
Hogares					
Renta disponible nominal	0,9	-2,4	0,4	-3,1	-0,3
Tasa de ahorro (% renta nominal)	18,5	13,9	11,6	8,7	8,4

Fecha cierre de previsiones: 30 de abril de 2012

Fuente: organismos oficiales y BBVA Research

Cuadro 13

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

	2009	2010	2011	2012	2013
PIB real	-4,2	1,8	1,5	-0,2	0,9
Consumo privado	-1,2	0,8	0,2	-0,4	0,6
Consumo público	2,6	0,5	0,1	-0,6	0,3
Formación Bruta de Capital Fijo	-12,0	-0,7	1,6	-2,6	1,4
Equipo, Maquinaria y Activos Cultivados	-15,5	4,8	4,5	-2,9	2,0
Equipo y Maquinaria	-17,7	4,2	5,1	-2,5	2,2
Construcción	-9,5	-4,3	-0,4	-2,9	0,8
Vivienda	-11,7	-3,3	1,9	-1,4	1,1
Otros edificios y Otras Construcciones	-7,0	-5,4	-2,9	-4,7	0,5
V. existencias (contribución al crecimiento)	-0,8	0,5	0,0	-0,1	0,0
Demanda interna (contribución al crecimiento)	-3,5	1,0	0,5	-1,0	0,7
Exportaciones	-12,7	11,1	6,3	2,4	4,3
Importaciones	-11,6	9,4	4,0	0,6	4,1
Demanda externa (contribución al crecimiento)	-0,7	0,8	1,0	0,8	0,3
Pro-memoria					
PIB sin inversión en vivienda	-3,7	2,1	1,5	-0,1	0,9
PIB sin construcción	-3,5	2,6	1,7	0,1	0,9
Empleo total (EPA)	-1,8	-0,5	0,3	-0,5	0,0
Tasa de Paro (% Pobl. Activa)	9,6	10,1	10,2	10,9	11,0
Saldo por cuenta corriente (% PIB)	0,1	0,2	0,4	0,8	1,2
Saldo de las AA.PP (% PIB)	-6,4	-6,2	-4,1	-3,1	-2,3
IPC (media periodo)	0,3	1,6	2,7	2,4	1,5

Fecha cierre de previsiones: 30 de abril de 2012

Fuente: organismos oficiales y BBVA Research

Cuadro 14

Previsiones Macroeconómicas: Déficit Público (% PIB)

	2009	2010	2011	2012	2013
Estados Unidos	-9,9	-8,9	-8,7	-7,6	-5,0
UEM	-6,4	-6,2	-4,1	-3,0	-2,0
Alemania	-3,2	-4,3	-1,0	-0,6	-0,4
Francia	-7,5	-7,1	-5,2	-4,5	-3,0
Italia	-5,4	-4,5	-3,8	-1,6	-0,5
España	-11,2	-9,3	-8,5	-5,3	-3,0
Reino Unido	-11,5	-10,1	-8,2	-5,9	-5,8
América Latina *	-2,8	-2,0	-2,0	-1,8	-1,1
México	-2,6	-3,5	-2,8	-2,8	-2,8
EAGLES**	-3,9	-2,5	-2,2	-2,3	-2,1
Turquía	-5,5	-3,6	-1,4	-2,0	-1,7
Asia-Pacífico	-4,8	-3,7	-3,8	-3,7	-3,2
China	-2,8	-2,5	-1,1	-1,8	-1,8
Asia (exc. China)	-6,1	-4,5	-5,6	-5,0	-4,1

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

** Brasil, China, India, Indonesia, Corea del Sur, México, Rusia, Taiwán, Turquía

Fecha cierre de previsiones: 30 de abril de 2012

Fuente: BBVA Research

Cuadro 15

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

	2009	2010	2011	2012	2013
Estados Unidos	3,2	3,2	2,8	2,3	2,7
UEM	3,3	2,8	2,6	2,2	2,7

Fecha cierre de previsiones: 30 de abril de 2012

Fuente: BBVA Research

Cuadro 16

Previsiones macroeconómicas: tipos de cambio (promedio)

Dólares (\$) por moneda nacional	2009	2010	2011	2012	2013
Estados Unidos (EUR por USD)	0,72	0,76	0,72	0,78	0,77
UEM	1,39	1,33	1,39	1,28	1,30
Reino Unido	1,56	1,55	1,60	1,60	1,66
China	6,83	6,77	6,46	6,25	5,94

Fecha cierre de previsiones: 30 de abril de 2012

Fuente: BBVA Research

Cuadro 17

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

	2009	2010	2011	2012	2013
Estados Unidos	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25
UEM	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
China	5,31	5,81	6,56	6,06	6,56

Fecha cierre de previsiones: 30 de abril de 2012

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 / 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 para Economías Desarrolladas*

Rafael Doménech
+34 91 537 36 72
rdomelech@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

Ángel Gavilán
+34 91 374 52 62
angel.gavilan@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

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

Coordinación Latam
Juan Ruiz
juan.ruiz@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@bbva.com

Venezuela
Oswaldo López
oswaldolopez@bbva.com

México
Adolfo Albo
a.albo@bbva.bancomer.com

Análisis Macro México
Julián Cubero
juan.cubero@bbva.bancomer.com

Economías Desarrolladas:

Rafael Doménech
rdomelech@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 Financieros
Sonsoles Castillo
s.castillo@bbva.com

Escenarios Económicos
Juan Ruiz (I)
juan.ruiz@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 +34 91 537 70 00
Fax: +34 91 374 30 25
bbvaresearch@bbva.com
www.bbvaresearch.com