

# Situación Madrid

2º semestre 2019



## Índice

1. Editorial.....	3
2. Perspectivas para la economía de la Comunidad de Madrid .....	5
Análisis de la situación económica a través de la Encuesta BBVA de Actividad Económica en Madrid. Tercer trimestre de 2019 .....	25
4. Tablas.....	28

Fecha de cierre: 25 de noviembre de 2019

# 1. Editorial

**En 2018, el PIB de la Comunidad de Madrid creció un 3,7% en 2018**, acelerándose 0,4 p.p. con respecto al año anterior por la mayor contribución del sector agregado de comercio, transporte y hostelería y, en menor medida, de los servicios públicos. Este avance permitió que la economía madrileña cerrara un quinquenio con un crecimiento medio del 3,1% anual, tres décimas por encima del promedio nacional<sup>1</sup>. Hacia delante, se prevé que el **PIB regional aumente en un 2,6% en promedio durante 2019 y en un 2,2% en 2020. Entre 2019 y 2020 se espera que se puedan crear unos 128.000 puestos de trabajo, y reducir la tasa de paro hasta el 10,0% en promedio en 2020, de forma que el empleo se situará al final del bienio un 1% por encima del nivel máximo pre-crisis.**

**La última información disponible apunta a que la actividad económica se estaría desacelerando, si bien su dinamismo sigue siendo superior al del conjunto nacional.** Así, en el primer semestre de 2019 el PIB regional podría haber aumentado en torno al 0,5% trimestral CVEC<sup>2</sup>, frente al 0,8% promedio del año pasado. Los resultados de la Encuesta BBVA de Actividad Económica en la Comunidad de Madrid del tercer trimestre de 2019 también señalan un menor crecimiento en adelante.

**Diversos factores están contribuyendo a un debilitamiento del crecimiento en la Comunidad de Madrid.** En primer lugar, la revisión de la Contabilidad Nacional revela que la economía española muestra un impulso algo más débil de lo previamente asumido. En particular, se observa una mayor desaceleración de la demanda interna, explicada principalmente por la ralentización del gasto en consumo de las familias, que se está produciendo también en la Comunidad de Madrid. Sin embargo la pérdida de dinamismo del consumo en la región estaría siendo menos acusada que en el resto de España. Respecto a la inversión, la construcción de edificios no residenciales se ha estancado tras el dinamismo mostrado en 2018, mientras que los visados de vivienda nueva y las ventas de vivienda apuntan a una pérdida de dinamismo del sector. Asimismo, este deterioro en la demanda interna podría estar trasladándose hacia la generación de empleo, ya que los de afiliación muestran una ralentización a lo largo de 2019. Finalmente, hay dos tendencias que van contra esta corriente de desaceleración. La primera tiene que ver con el buen comportamiento de la inversión en maquinaria y equipo. La segunda con el dinamismo que muestra la entrada de viajeros, ayudada por el buen comportamiento del turismo extranjero.

**La incertidumbre sobre la política económica vuelve a aumentar influenciada en gran medida por un entorno exterior volátil.** En primer lugar, parece que las tensiones arancelarias están teniendo un impacto sobre el comercio mundial superior y más prolongado en el tiempo del que se esperaba, a lo que se suma la incertidumbre sobre el *brexit* y el retraso en la aprobación del acuerdo con la UE. En este contexto, Madrid está menos expuesta al Reino Unido (en términos de turismo y comercio) que el promedio nacional. La incertidumbre global resultante de estas y otras cuestiones ha traído ajustes significativos en los mercados financieros y en algunas economías más abiertas, lo que podría acercar a Europa a una recesión. Las medidas recientemente anunciadas por el Banco Central Europeo podrían aliviar la situación, pero los rendimientos de la política monetaria son decrecientes y se están agotando. Si se considera el elevado endeudamiento del sector privado madrileño, esto podría suponer un riesgo adicional a futuro. La caída de la demanda europea podría afectar también al turismo, un sector que recientemente se ha mostrado muy dinámico en la región.

**A nivel doméstico, la incertidumbre podría estar afectando las decisiones de gasto de empresas y familias, condicionada tanto por las elecciones como por los disturbios en Cataluña.** La ralentización en el avance del consumo privado podría estar reflejando además otras razones, como algunos cambios estructurales en los

1: Para facilitar la comparabilidad los datos para España son los de la Contabilidad Regional publicada en marzo, y no incorporan la actualización de la Contabilidad Nacional Anual publicada en septiembre.

2: CVEC: Datos corregidos de variación estacional y calendario.

patrones de consumo por las tendencias demográficas, por la incertidumbre regulatoria en algunos sectores -como el de automoción o la vivienda- o como consecuencia de cambios tecnológicos. En cuanto a las empresas, la inversión podría mostrar un debilitamiento en los próximos trimestres consistente con un entorno de creciente desconfianza. Esto se da al mismo tiempo que se aceleran los salarios, lo que también podría estar detrás de la ralentización en la creación de empleo, y que está afectando más a colectivos y sectores donde la incidencia en el uso de contratos ligados al salario mínimo es mayor o a aquellos donde comenzaría a hacerse cada vez más evidente la carencia de mano de obra cualificada. Finalmente, la falta de consensos en el Parlamento español supone una fuente más de incertidumbre, precisamente ahora que la vulnerabilidad de la economía va en aumento.

**Sin embargo, la economía madrileña se encuentra mejor preparada que en otros episodios para enfrentar un entorno de menor crecimiento.** Los niveles de endeudamiento de empresas y familias se han reducido, el sistema financiero presenta adecuados niveles de liquidez y capitalización y no se percibe que se hayan generado desequilibrios en algunos sectores o mercados, como el inmobiliario o el laboral. Además, las ganancias de competitividad se mantienen y el cambio hacia una economía más abierta se ha consolidado.

**Hay que reforzar estos patrones y proteger a la economía con un plan integral de reformas que ayuden a reducir más rápidamente la brecha existente en empleo y salarios con el resto de la UEM, y aprovechar las oportunidades que ofrece la revolución digital.** Más aún, es necesario fomentar una recuperación inclusiva, que modere las diferencias que se van produciendo entre tipos de trabajadores, entre regiones o entre el ámbito urbano y el rural. Para ello, resulta clave la reducción de la estructuralmente elevada tasa de paro y la disminución de la temporalidad laboral. Finalmente, esto tiene que lograrse en un entorno que asegure estabilidad, para lo que el sector público debe contribuir garantizando la sostenibilidad de sus finanzas.

## 2. Perspectivas para la economía de la Comunidad de Madrid

**La economía de la Comunidad de Madrid creció un 3,7% en 2018, según el INE<sup>3</sup>, cuatro décimas más que el año anterior y 1,3 p.p. por encima de la media de España.** Dicha cifra está 0,6 p.p. por encima de la última previsión de BBVA Research<sup>4</sup> de febrero. Con estos datos, la economía madrileña cerró un quinquenio con un crecimiento medio del 3,1% anual, cinco décimas por encima del promedio nacional.

**Con respecto a la evolución trimestral del crecimiento en 2018, el modelo MICA-BBVA<sup>5</sup> apunta a que la actividad se habría desacelerado a lo largo del año.** La economía habría continuado avanzando alrededor del 0,9% t/t en la primera parte de 2018, para crecer un 0,8% en la segunda mitad de ese año y descendiendo progresivamente en 2019, hasta el 0,5% en el tercer trimestre, acercándose al promedio nacional (véase el Gráfico 2.1).

**De la misma forma, la Encuesta de Actividad Económica que BBVA realiza en la región trimestralmente confirma la pérdida de dinamismo de la actividad desde mediados de 2018.** Los resultados señalan un deterioro del saldo neto de respuesta en lo que se refiere a la evolución sobre la actividad a lo largo del trimestre, concentrado sobre todo en la segunda parte del año. A lo largo de 2019 la ralentización del crecimiento habría continuado y de cara a finales de este año la situación de desaceleración se mantendría (véase el Gráfico 2.2 y el Recuadro 1).

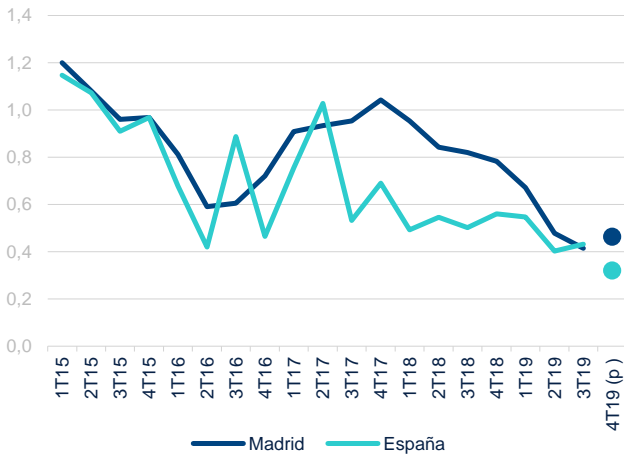
**Para el próximo bienio se prevé que el crecimiento continúe, aunque a tasas menores que en los últimos años. El PIB podría crecer un 2,6% este año (siete décimas por encima del promedio nacional) y desacelerarse hasta el 2,2% en 2020. Ello permitiría crear unos 128.000 empleos entre el fin de 2018 y el de 2020, y reducir la tasa de paro promedio en 2,3 p.p. hasta el 10,0%.** Entre los factores que están detrás de esta desaceleración cabe destacar un crecimiento de la demanda interna menor que lo esperado hace unos trimestres, especialmente en relación con el gasto de los hogares y a la inversión. Además, el contexto externo continúa débil. La menor demanda europea, junto a la incertidumbre ligada al *brexit* y a las tensiones comerciales, podrían limitar el ritmo de avance de las exportaciones de bienes y servicios turísticos. En todo caso, el crecimiento en el periodo 2018-2020 permitirá aumentar el PIB per cápita un 2,8% anual y superar el nivel de 2008 en 14,7 p.p.. Por su parte, el nivel de empleo se situará al final de 2020 estará un 1% por encima del nivel de 2008, pero la tasa de paro seguirá 3,7 p.p. por encima de su nivel promedio de 2007, el mínimo alcanzado antes de la crisis.

3: El 29 de abril de 2019 el INE publicó la primera estimación del crecimiento de las CC.AA. según la Contabilidad Regional de España de 2018. Véase <http://www.ine.es/daco/daco42/daco4214/cntr0119a.pdf> Sin embargo, aún no se dispone, a nivel de CCAA, de los datos regionales consistentes con los últimos datos revisados de la Contabilidad Nacional Anual de España, que el INE publicó el 16 de septiembre de 2019. Véase: [http://www.ine.es/prensa/cna\\_pa\\_2018.pdf](http://www.ine.es/prensa/cna_pa_2018.pdf) Los nuevos datos revisados y consistentes con lo anterior, se publicarán en la Contabilidad Regional de España, en diciembre.

4: Véase la comparativa con las previsiones de febrero aquí: <https://www.bbvarsearch.com/publicaciones/espana-crecimiento-del-pib-regional-de-2018>

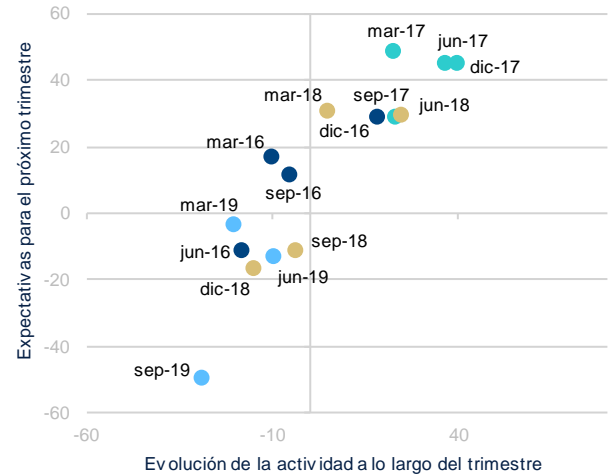
5: Véase MICA-BBVA: A Factor Model of Economic and Financial Indicators for Short-term GDP Forecasting disponible aquí: <https://www.bbvarsearch.com/en/publicaciones/mica-bbva-a-factor-model-of-economic-and-financial-indicators-for-short-term-gdp-forecasting/>

Gráfico 2.1. **CRECIMIENTO DEL PIB SEGÚN EL MODELO MICA-BBVA (T/T, %, CVEC)**



(e) Estimación.  
Fuente: BBVA Research

Gráfico 2.2. **MADRID: ACTIVIDAD Y PERSPECTIVAS SEGÚN LA ENCUESTA DE ACTIVIDAD ECONÓMICA BBVA (% SALDO DE RESPUESTAS EXTREMAS)**



Fuente: BBVA

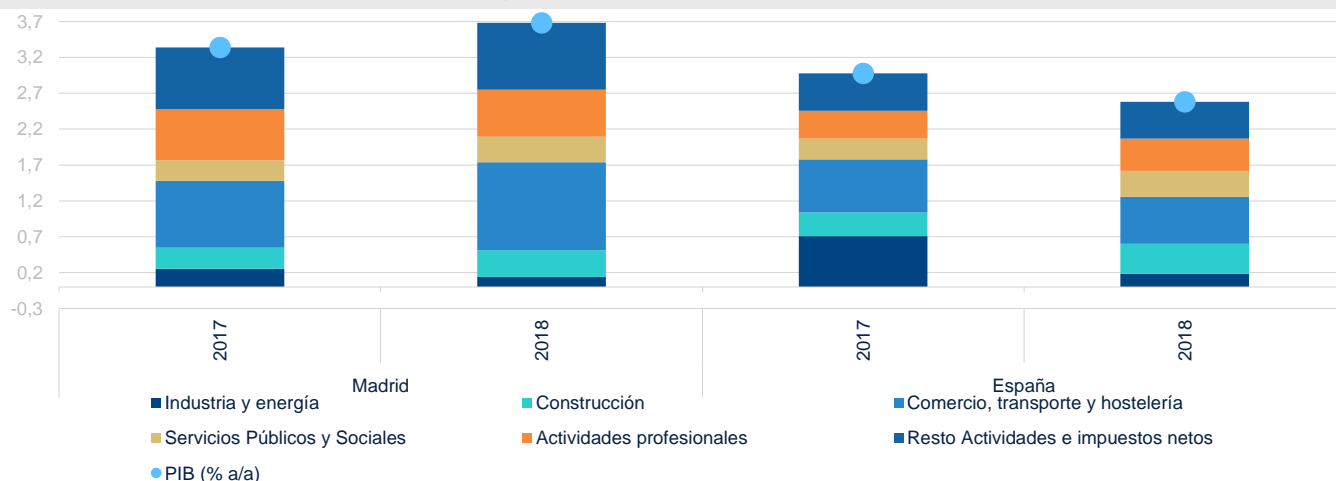
## La aceleración del comercio y, en menor medida, de la construcción y de los servicios públicos impulsó el crecimiento del PIB en 2018

El crecimiento del PIB regional de 2018 publicado por el INE señala una aceleración de la actividad madrileña el año pasado, hasta situarse 0,2 p.p. por encima del promedio observado en los últimos cuatro años. Con una tasa de crecimiento del 3,7%, la comunidad siguió creciendo por encima del conjunto nacional.

Por el lado de la oferta, la mejora de la actividad se debió básicamente a la aceleración del comercio. Así, la contribución del sector aumentó tres décimas en 2018, hasta aportar 1,2 p.p. al crecimiento total. También aumentaron su contribución la construcción y los servicios públicos (en ambos casos pasando de 0,3p.p. a 0,4 p.p.). Sin embargo, la industria redujo su contribución en dos décimas, pasando de los 0,3 p.p. a 0,1 p.p.

El diferencial positivo de crecimiento respecto a España se explicó principalmente por el sector del comercio y otras actividades profesionales, cuyas contribuciones fueron, respectivamente, cinco y tres décimas mayor en Madrid. En el resto de los sectores la aportación fue más homogénea y la contribución de la industria en la región marginalmente menor (Véase el Gráfico 2.3).

Gráfico 2.3. **CRECIMIENTO DEL PIB EN 2017 y 2018 Y CONTRIBUCIONES SECTORIALES (% A/A EN P.P.)**(\*)



(\*) Para facilitar la comparabilidad los datos para España son los de la Contabilidad Regional, y no incorporan la actualización de la Contabilidad Nacional Anual publicada en septiembre.

Fuente: BBVA Research a partir de INE, Contabilidad Regional de España

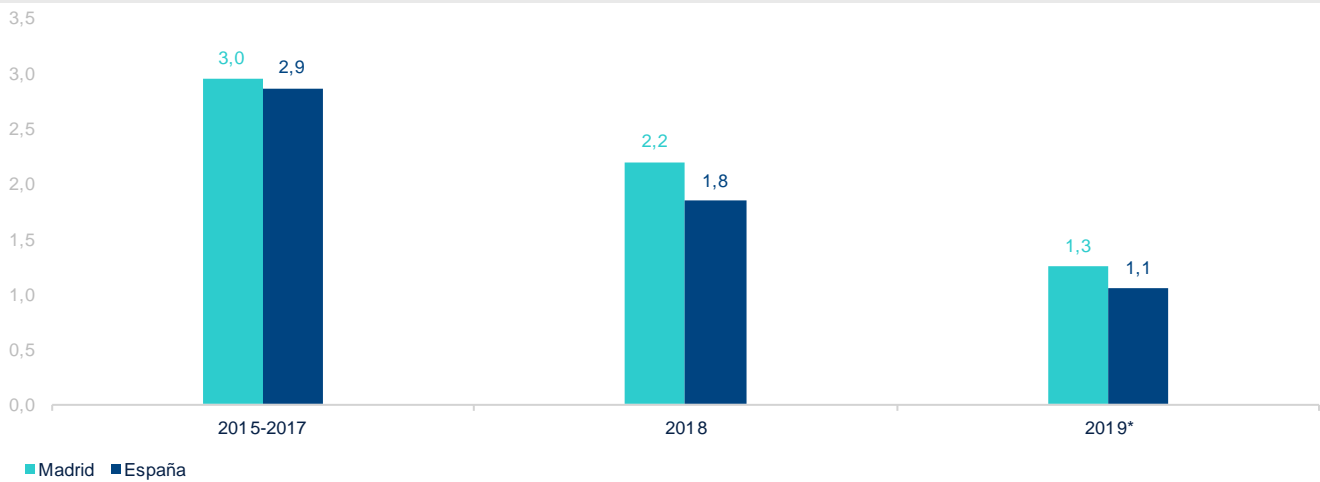
## El consumo privado sigue desacelerándose en 2019, aunque de manera menos intensa que en el resto de España

**El gasto en consumo de las familias madrileñas se desaceleró a lo largo de 2018.** Así, tras haber crecido un 3,0% en 2017, el consumo moderó su avance hasta el 2,2% a/a, según el Indicador Sintético de Consumo Regional (ISCR-BBVA<sup>6</sup>), continuando por encima del promedio nacional. Esto se debió a la desaceleración de algunos indicadores parciales de gasto en la región, destacando las importaciones de bienes de consumo y el índice de Actividad del Sector Servicios (IASS).

**Con respecto a 2019, los datos disponibles reflejan que, a pesar del agotamiento de la demanda embalsada y de los efectos de las políticas expansivas, el dinamismo se mantiene.** Así, el indicador sintético señala un crecimiento promedio en los primeros tres trimestres del año del 0,5% t/t CVEC, una décima por encima del ritmo de avance del año pasado (y también una décima por encima del promedio de España). Sin embargo, el perfil es atípico a lo largo del año tanto en Madrid como en el conjunto de España: tras un estancamiento los dos primeros trimestres del año, el consumo se habría acelerado fuertemente en el tercer trimestre. Este perfil explica que en términos de medias anuales se observe una desaceleración en Madrid (pasaría del 2,2% al 1,3% a/a) y en el conjunto de España (del 1,8% al 1,1%, véase el 2.4). La recuperación en el tercer trimestre se debería al mantenimiento del buen tono de las ventas minoristas y las matriculaciones principalmente (véase el Gráfico 2.5).

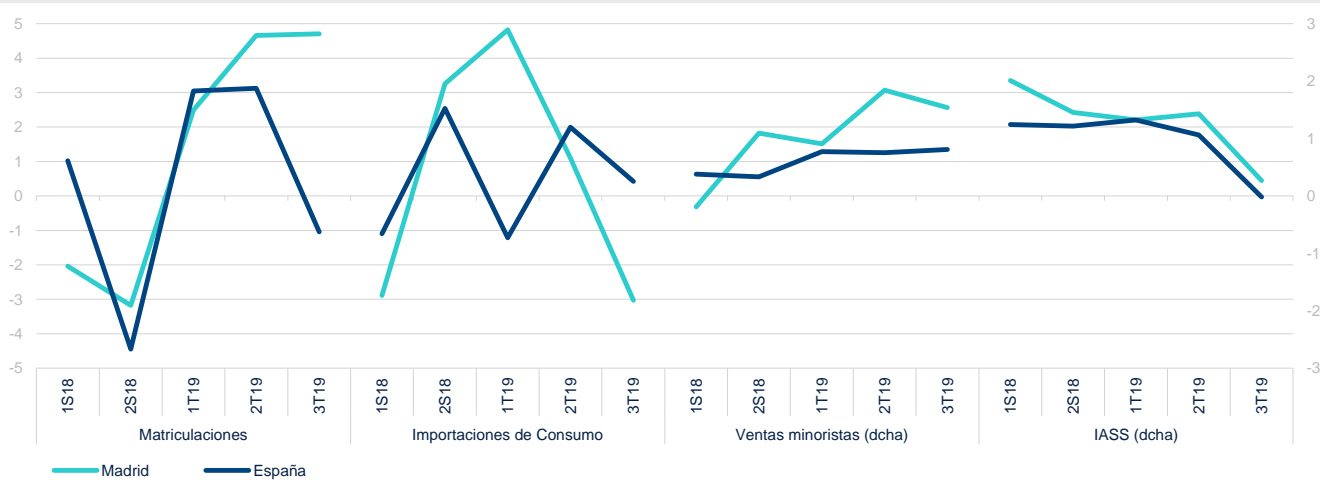
6: El indicador sintético de consumo está construido a partir de los principales indicadores parciales de gasto y renta disponibles a nivel regional: ventas minoristas, matriculaciones de vehículos, índice de actividad del sector servicios, importaciones de bienes de consumo, carburantes, IPI de bienes de consumo, afiliación a la Seguridad Social, paro registrado y renta real de hogares. La metodología utilizada para la construcción del indicador se basa en el análisis de componentes principales.

Gráfico 2.4. **INDICADOR SINTÉTICO DE CONSUMO REGIONALIZADO ISCR (% A/A, CVEC)**



(\*) Acumulado hasta 3T  
Fuente: BBVA Research a partir de fuentes nacionales

Gráfico 2.5. **CRECIMIENTO OBSERVADO Y PREVISIONES DE LOS PRINCIPALES INDICADORES DE CONSUMO PRIVADO (% T/T, CVEC)**



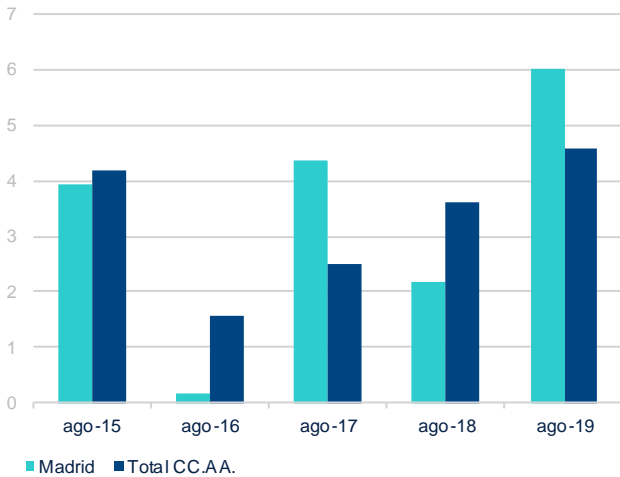
(e) Estimación con la última información disponible.  
Fuente: BBVA Research a partir de INE

## Madrid da un nuevo impulso al consumo público, y concentra el ajuste en la inversión

Los datos de ejecución presupuestaria disponibles hasta agosto de 2019 apuntan a que el Gobierno de la Comunidad de Madrid estaría dando un nuevo impulso al gasto en consumo final nominal, el cual estaría creciendo a tasas del 6% a/a, muy por encima de la media autonómica. Por el contrario, el Gobierno madrileño estaría concentrando su esfuerzo de contención de gasto en la inversión pública, que permanecería prácticamente estable respecto al año anterior, en línea con lo observado en el conjunto de comunidades autónomas (véanse los Gráficos 2.6 y 2.7)



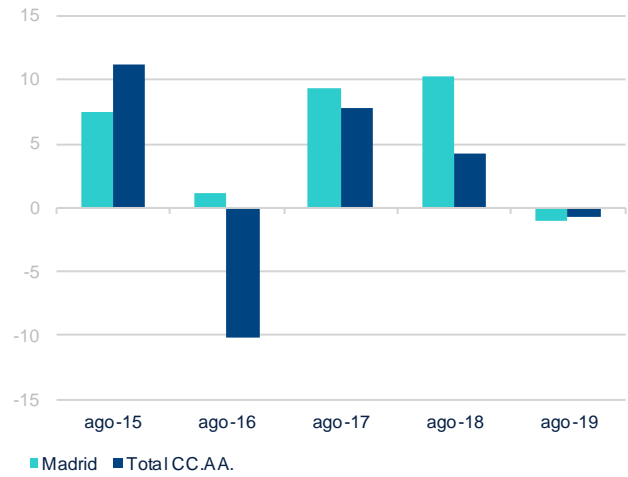
Gráfico 2.6. **CC.AA. Y COMUNIDAD DE MADRID: GASTO EN CONSUMO FINAL NOMINAL\*** (ACUMULADO AL MES T DEL AÑO, %, A/A)



\* Aproximación al gasto en consumo final nominal, excluido el consumo de capital fijo.

Fuente: BBVA Research a partir de Ministerio de Hacienda

Gráfico 2.7. **CC.AA. Y COMUNIDAD DE MADRID: FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL NOMINAL** (ACUMULADO AL MES T DEL AÑO, %, A/A)



Fuente: BBVA Research a partir de Ministerio de Hacienda

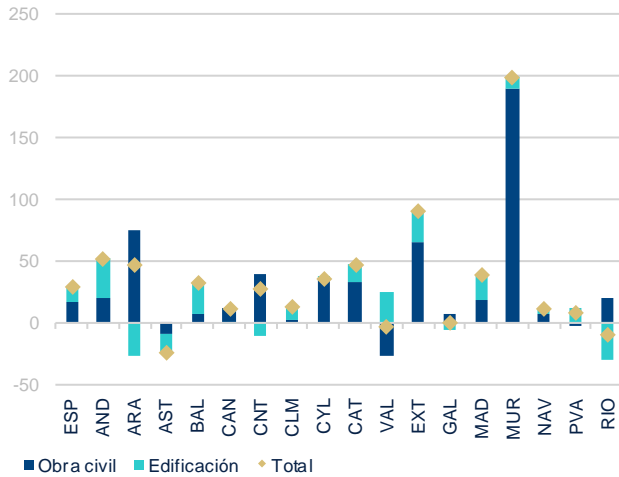
## El crecimiento de la licitación se acelera en los tres primeros trimestres de 2019

Tras la moderación de 2018, el crecimiento de la licitación tomó impulso en los primeros nueve meses del año. El incremento de la obra pública, que pasó del 40,1% en 2017 al 16,1% en 2018, volvió a tomar tracción en los últimos meses y entre enero y septiembre registró un avance interanual del 39,9%, por encima del registrado en el conjunto del país (29,5%), siendo la sexta comunidad autónoma con mayor incremento en licitación (Gráfico 2.8). Este impulso vino del lado de la edificación, cuya licitación aumentó el 47,7% respecto a los primeros nueve meses de 2018, pero también por la obra civil, que creció el 33,8% en el mismo periodo. En ambos casos se trata de aumentos superiores a la media nacional. De este modo la licitación en edificación en los primeros ocho meses de 2019 concentro algo más de 1.000 millones de euros, mientras que la obra civil alcanzó algo más de 1.225 millones (Gráfico 2.9).

El detalle por tipo de obra en el primer semestre de 2019, periodo para el que se cuenta con esta desagregación, indica que en licitación **los mayores importes se destinaron a edificios de uso administrativo y a terminales de transporte**. Entre ambos usos se concentró el 27,1% del total licitado en el 1S19 en la región. Por **la parte de la obra civil, los trabajos de urbanización concentraron el 14,0% del total de la licitación** de los primeros seis meses del año y las obras en construcción y mejora de carretas de la región el 11,1%.

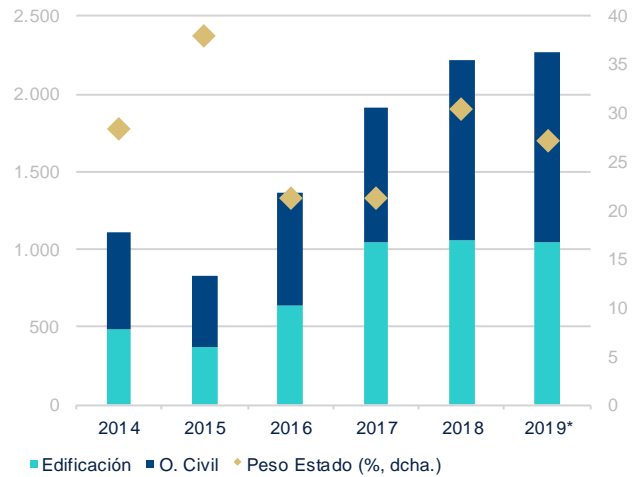
Diferenciando por organismos financiadores, el Estado fue el principal responsable del aumento de la licitación en la región de Madrid en los tres primeros trimestres de 2019, ya que sus aportaciones del Estado se incrementaron aumentaron el 59,2% respecto al mismo periodo de 2018. Los Entes Territoriales también incrementaron el importe licitado, en este caso en un 33,8%. De este modo, el peso del Estado en la licitación en la región se situó en el 27,1%, ligeramente por encima del promedio de los últimos 15 años (24,0%).

Gráfico 2.8. **OBRA PÚBLICA POR TIPO DE OBRA: CONTRIBUCIÓN AL CRECIMIENTO INTERANUAL ENTRE ENERO Y AGOSTO DE 2019 (P.P.)**



Fuente: BBVA Research a partir de Ministerio de Fomento

Gráfico 2.9. **MADRID: PRESUPUESTO DE LICITACIÓN (MILLONES DE €) Y PESO DE LA LICITACIÓN ESTATAL SOBRE EL TOTAL (%)**



Fuente: BBVA Research a partir de SEOPAN

## La importación de bienes de equipo se acelera en 2019, pero la construcción no residencial se estanca

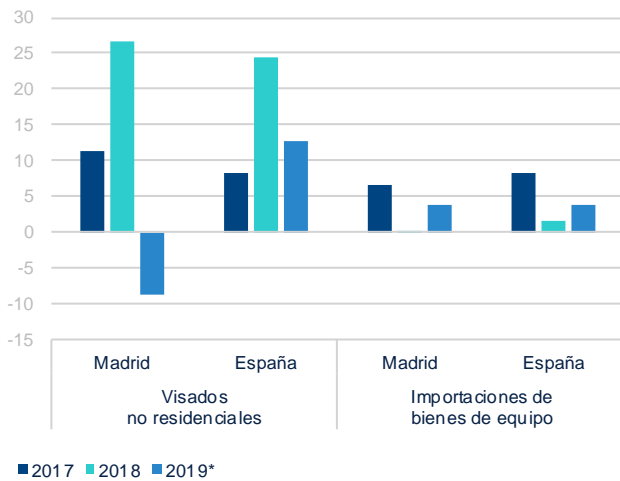
**Los indicadores de inversión productiva muestran un comportamiento heterogéneo.** Con datos hasta agosto de 2019, las importaciones de bienes de equipo repuntaron, al aumentar un 3,7% a/a, por encima del año pasado y en línea con el promedio nacional. Este avance significaría enlazar siete años de crecimientos desde 2013. En valor, los bienes de equipo equivalen a 21.130M€, un 34% del total de las importaciones en la comunidad.

**Sin embargo, los visados para la construcción de nuevos edificios no residenciales cayeron en lo que va de 2019.** Entre enero y agosto del año en curso, la superficie visada para estas construcciones se redujo un 8,7% a/a, frente al incremento del 11,5% registrado en el conjunto del país. En general, se aprecia una minoración de la superficie a construir en todos los segmentos de uso, destacando aquellos destinados a servicios comerciales y de almacén y los enfocados al turismo y al servicio de transporte. Por el contrario, la industria fue el único de los principales segmentos en el que aumentó superficie a construir entre enero y agosto de 2019 respecto a un año antes.

**De modo más cualitativo, los resultados de la oleada de 3T19 de la Encuesta BBVA de Actividad Económica en Madrid muestran unas expectativas que empeoran tanto los resultados de hace un año como los del trimestre anterior.** Así, los saldos netos de respuestas extremas son negativos en los indicadores de inversión en todos los sectores salvo en nueva construcción<sup>7</sup>. Ello sería consistente con un crecimiento algo menor de la economía madrileña este año y, sobre todo de cara a 2020, en un contexto de elevada incertidumbre (véanse el Gráfico 2.11 y el Recuadro 1).

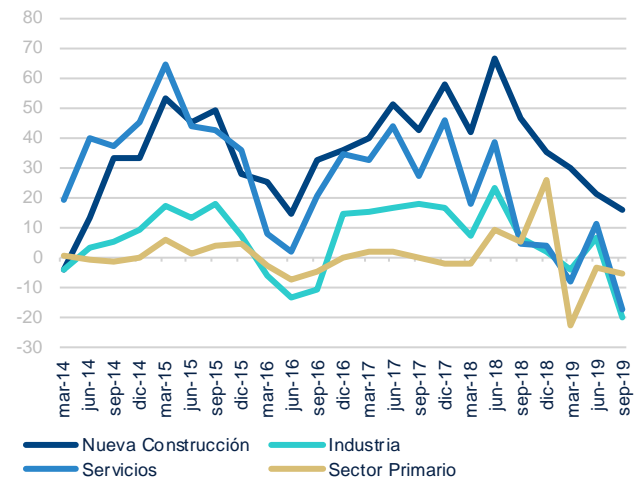
7: Los datos no están corregidos de estacionalidad, por lo limitado de la muestra.

Gráfico 2.10. **CRECIMIENTO DE VISADOS DE CONSTRUCCIÓN NO RESIDENCIAL (M<sup>2</sup>) E IMPORTACIÓN DE BIENES DE EQUIPO (% , A/A)**



\* Con información hasta julio en visados y agosto en importaciones.  
Fuente: BBVA Research a partir de Ministerio de Fomento y Datacomex

Gráfico 2.11. **MADRID: EVOLUCIÓN DE LA INVERSIÓN POR SECTORES SEGÚN LA ENCUESTA DE ACTIVIDAD ECONÓMICA DE BBVA (SALDOS DE RESPUESTAS, %)**



Fuente: BBVA

## Ligera moderación de la venta de viviendas en 1S19 respecto a 2018

Tras la moderación del crecimiento de las transacciones de viviendas en 2018 (5,8%), **la venta de viviendas se contrajo durante el primer semestre de 2019**. Los datos del Ministerio de Fomento indican que entre enero y junio del ejercicio en curso se vendieron casi 39.700 viviendas, el 10,0% menos que en el 1S18. Se trata de una peor evolución que la registrada, de media, en España (-2,8%). La dinámica trimestral refleja un retroceso en las transacciones en el primer semestre de 2019 que fue particularmente marcado en el segundo trimestre (Gráfico 2.12): Mientras que en el 1T19 el nivel de ventas prácticamente se mantuvo respecto al registrado en la segunda mitad de 2018, en el 2T19 cayeron un 8% CVEC, más que en los últimos trimestres.

**La evolución de las ventas en Madrid en el primer semestre de 2019 mostró un ligero cambio de la composición de la demanda en la región en favor de las operaciones llevadas a cabo por extranjeros.** Así, entre los meses de enero y junio del año en curso tanto los residentes en otras regiones de España como los residentes en Madrid mostraron un deterioro. El segmento de demanda menos dinámico en Madrid fue el compuesto por residentes en otras regiones españolas, cuyas operaciones de compra de vivienda retrocedieron el 27,1% respecto al mismo periodo de 2018, un descenso muy superior al registrado de media en España (-5,8%). De ese modo, el peso de este segmento en las operaciones de la región menguó 0,8p.p. hasta el 4,8% del total. También disminuyó un 9,9% en el período el número de operaciones de residentes en Madrid que compran una vivienda en la región, dato asociable a las transacciones de primeras residencias (por encima del -3,2% en el conjunto del país). Por último, las compras de extranjeros fueron las que menos sufrieron en el primer trimestre del año y se mantuvieron prácticamente constantes (-0,2% a/a). Así, el peso de estas operaciones aumentó 1 p.p. en el total respecto a las transacciones de 2018, representando el 9,7% del total. Con todo, Madrid continúa siendo uno de los mercados más condicionados al comportamiento de los propios residentes, ya que más del 85% de las operaciones las sigue llevando a cabo este colectivo.

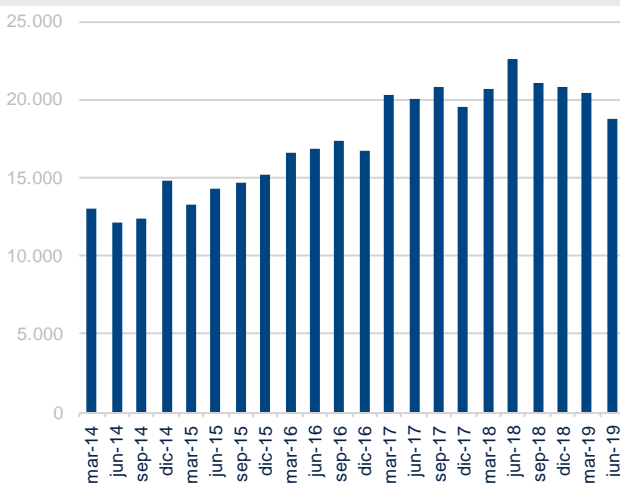
**El análisis local refleja un comportamiento muy heterogéneo:** crecimiento de las ventas de vivienda en 8 de los 27 municipios de más de 25.000 habitantes, durante el primer semestre del año. Los mayores ascensos interanuales tuvieron lugar en Tres Cantos, localidad donde las ventas se triplicaron, Rivas-Vaciamadrid (71,7%), Arganda del Rey (33,0%) y San Sebastián de los Reyes (30,6%). También aumentaron en Alcalá de Henares, Alcobendas, Colmenar Viejo y Galapagar. Por el contrario, los mayores descensos se vieron en Móstoles (-20,5%), Valdemoro (-20,6%), Getafe (-24,7%), Coslada (-26,6%) y Pozuelo de Alarcón (-42,5%).

**Madrid fue la región donde más se revalorizó la vivienda en los nueve primeros meses de 2019, si bien el precio crece a tasas más moderadas.** Según los valores de tasación, recogidos por el Ministerio de Fomento, el precio de la vivienda en la región al cierre del tercer trimestre de 2019 se situó en los 2.611 €/m<sup>2</sup>. De este modo, en los tres primeros trimestres del año el precio creció un promedio interanual del 6,0%, por encima del ascenso medio en España (3,5%). Pese a todo, la evolución del precio mostró una moderación del crecimiento, si se tiene en cuenta que en el promedio de 2018 la vivienda se encareció el 8,5%.

**La vivienda se revalorizó, en términos interanuales, en todos los municipios de más de 25.000 habitantes entre los meses de enero y septiembre de 2019.** Los mayores ascensos fueron los de San Sebastián de los Reyes (15,1%), Aranjuez (14,6%), Parla (14,3%), Torrejón de Ardoz (13,3%) y Getafe (13,3%). Por el contrario, los menores ascensos fueron los de Alcobendas (3,0%), Rivas-Vaciamadrid (3,6%), Majadahonda (5,5%), Pozuelo de Alarcón (7,4%) y Villaviciosa de Odón (8,1%). En la capital la revalorización interanual de la vivienda en los tres primeros trimestres del año fue del 8,2%.

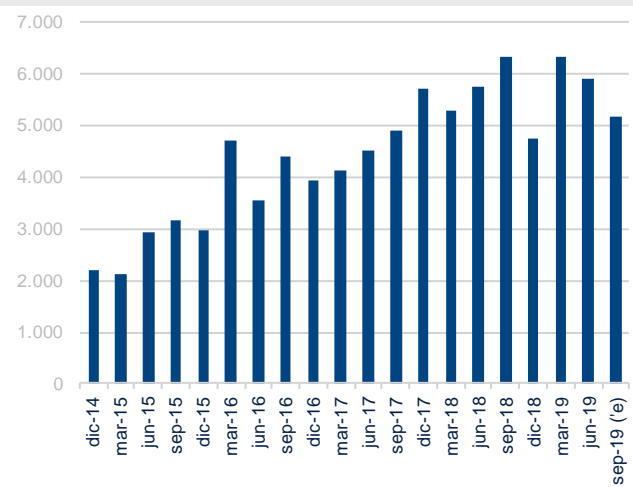
Tras una estabilización del crecimiento en 2018, en torno al 16,5%, **los permisos para iniciar nuevas viviendas en Madrid cayeron en los primeros ocho meses del año.** Entre enero y agosto en Madrid se firmaron poco más de 16.350 visados de vivienda de obra nueva, el 3,3% menos que en el mismo periodo de 2018. Se trata de una evolución peor que la media española (8,3%). La evolución trimestral muestra un significativo avance en el primer trimestre del año, recuperando el nivel de visados perdido en el 4T18, seguido de sendos retrocesos en el segundo y tercer trimestre, que llevó el nivel de visados hasta el entorno de las 5.000 firmas trimestrales, tal y como revela el Gráfico 2.13.

Gráfico 2.12. MADRID: VENTA DE VIVIENDAS (CVEC)



Fuente: BBVA Research a partir de Ministerio de Fomento

Gráfico 2.13. MADRID: VISADOS DE CONSTRUCCIÓN DE VIVIENDA NUEVA (CVEC)



Fuente: BBVA Research a partir de Ministerio de Fomento

Cuadro 2.1. **MADRID: VARIABLES DEL MERCADO INMOBILIARIO POR PROVINCIAS (% A/A)**

	Venta de viviendas				Precio de la vivienda		Visados de vivienda de obra nueva			
	2018		1S19		2018	Ene - Sep 19	2018		Ene - Ago 2019	
	Viviendas	% a/a	Viviendas	% a/a	% a/a	% a/a	Viviendas	% a/a	Viviendas	% a/a
Madrid	85.294	5,8	39.681	-10,0	8,5	6,0	22.340,0	16,6	16.353	-3,3
España	582.888	9,5	288.526	-2,8	3,4	3,5	100.733,0	24,7	73.658	8,3

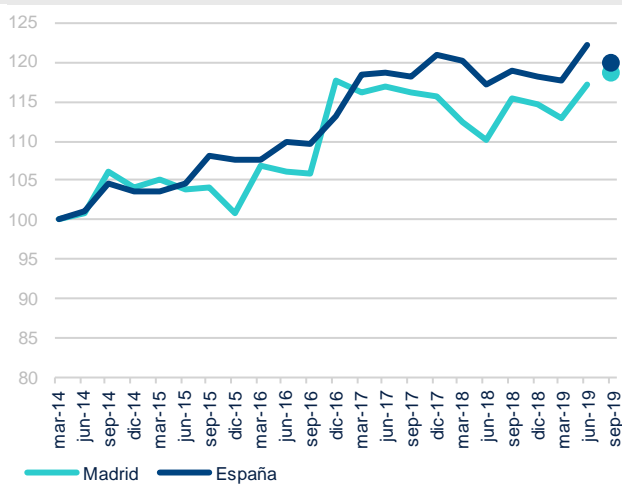
(\*) Datos hasta 2T19 (\*) Datos hasta julio 2019.  
Fuente: BBVA Research a partir de Ministerio de Fomento

## La recuperación de los bienes de equipo apoyan el crecimiento de las exportaciones en lo que va de año

Tras la atonía del año pasado cuando cayeron un 2,6% CVEC a/a, las exportaciones madrileñas de bienes en términos reales se están acelerando en lo que va de 2019. Así, el crecimiento se situó en el 3,1% a/a CVEC en los primeros 9 meses de 2019. De cara al tercer trimestre, la información que se conoce hasta la fecha apunta a que la aceleración de las ventas podrían continuar, frente a las señales de contracción en el conjunto de España (véase el Gráfico 2.14).

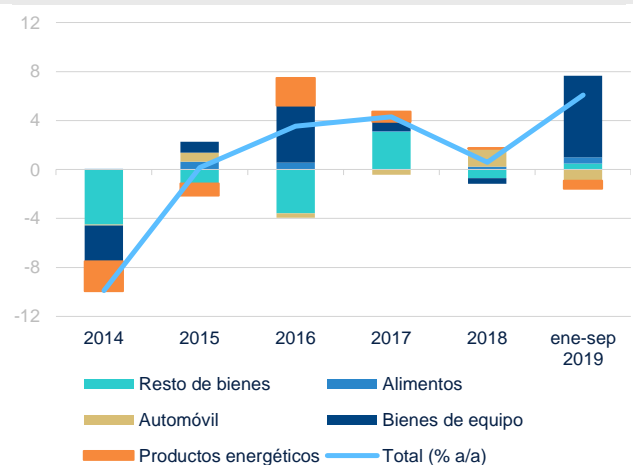
En términos nominales, las exportaciones se aceleraron sustancialmente con respecto al año pasado, registrando un crecimiento del 6,1% a/a (0,6% a/a en 2018). El avance se apoyó, fundamentalmente en los bienes de equipo. El sector representa un tercio de las exportaciones totales y aportó 6,0 p.p. al crecimiento. A continuación los productos alimenticios (casi el 20% del total respectivamente) crecieron un 1,8% a/a y contribuyeron en 0,3 p.p. Por el contrario, la mayor caída se registró entre los productos energéticos que, tras el fuerte aumento de 2018 (+170,3% a/a), retrocedieron un 17,7% a/a restando casi 1 p.p. al total (véase el Gráfico 2.15).

Gráfico 2.14. **MADRID Y ESPAÑA: EXPORTACIONES DE BIENES REALES (1T14=100, CVEC)**



Fuente: BBVA Research a partir de Datacomex

Gráfico 2.15. **MADRID: EXPORTACIONES DE BIENES, CONTRIBUCIONES POR SECTOR (NOMINALES, % A/A, Y P.P.)**



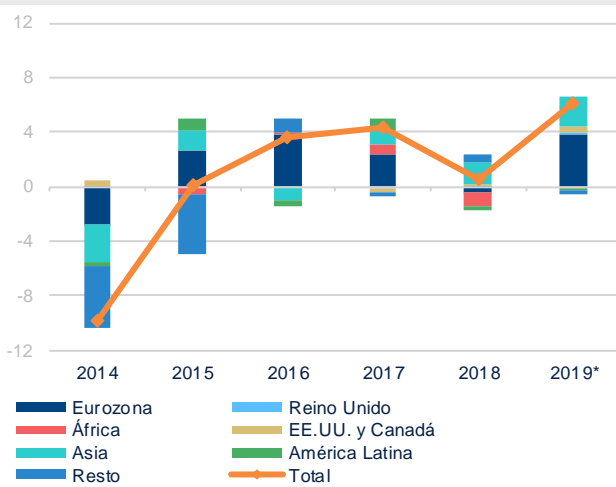
Fuente: BBVA Research a partir de Datacomex

**Por áreas geográficas, el crecimiento de las exportaciones en el periodo enero-septiembre de 2019 se apoyó principalmente en el repunte de las ventas hacia el área euro (45% del total) y hacia los países asiáticos (15% del total).** En el primer caso el crecimiento se situó en el 8,7% a/a con datos acumulados hasta agosto, tras haber caído un 1,7% en 2018. En el segundo el avance fue del 15,2% a/a. Dentro de este conjunto las ventas al Reino Unido (10,3% del total) cayeron un 7,2% a/a. En el resto de destinos, las ventas a África y América Latina (4% y 6,8% del total) retrocedieron, mientras las ventas hacia América del Norte crecieron un 6,9% y a los países no euro de la UE aumentaron un 1,2% (suponen, respectivamente, un 6,8% y un 16,7% del total de exportaciones).

**Por otro lado, las importaciones reales de bienes de la C. de Madrid se aceleraron hasta el 4,3% a/a CVEC en el periodo enero-septiembre de 2019,** mientras que en el conjunto de España apenas crecieron (1,6% a/a CVEC). De cara al tercer trimestre la tendencia de crecimiento continuaría. Dicho incremento, algo mayor en términos nominales (+4,1% hasta agosto), se debió sobre todo a las importaciones de manufacturas de consumo (aportaron 1,8 p.p.), los bienes de equipo (1,3 p.p.) y semimanufacturas (1,2 p.p.).

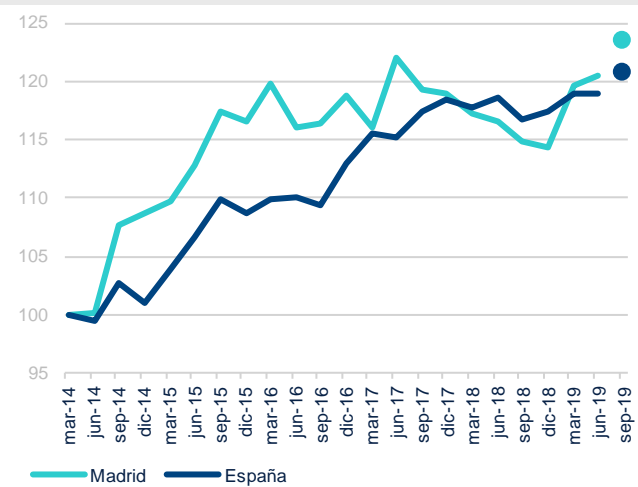
**Lo anterior resultó en un leve deterioro de la balanza comercial de bienes madrileña.** Con datos acumulados hasta agosto, el déficit resultante es de 21.147 millones de euros, casi un 2,18% más que el mismo periodo de 2018.

Gráfico 2.16. **EXPORTACIONES DE BIENES, CONTRIBUCIONES POR ÁREA GEOGRÁFICA (NOMINALES, % A/A, Y P.P.)**



\*Datos hasta septiembre de 2019.  
Fuente: BBVA Research a partir de la Datacomex

Gráfico 2.17. **MADRID Y ESPAÑA: IMPORTACIONES DE BIENES REALES (CVEC, 1T14=100)**



Fuente: BBVA Research a partir de Datacomex

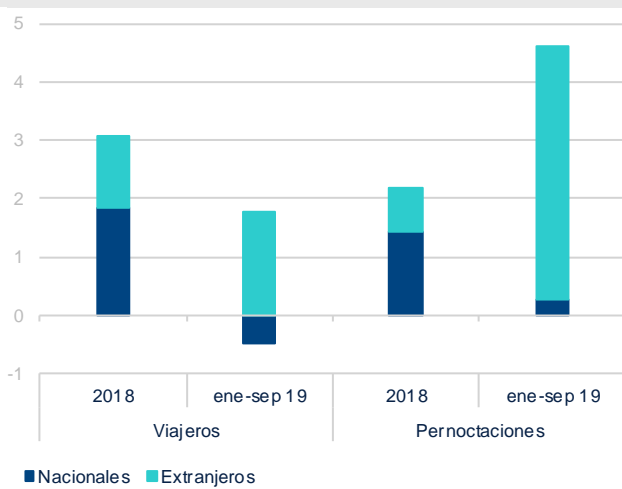
## Los turistas extranjeros compensan el menor dinamismo de los nacionales y apoyan el buen ritmo de avance del sector en 2019

**En los primeros nueve meses de 2019, la Comunidad de Madrid recibió 9,3 millones de viajeros (+1,3% a/a) generando un total de 19 millones de pernoctaciones (+4,6% a/a).** Este último dato implica tasas de crecimiento superiores a las del año pasado (+2,2% a/a respectivamente) y por encima del promedio nacional en ambos casos (1,3% y 3,3% a/a). La evolución trimestral señala una mayor fortaleza en el primer trimestre de 2019 que compensa el estancamiento en el segundo y tercero.

A diferencia del año pasado, el incremento de la demanda se apoyó principalmente en el segmento de no residentes en el resto de España (que suponen la mitad del total) que experimentó crecimientos por encima del 4% en pernoctaciones y 1,7% en viajeros (tasas superiores a las del año pasado +0,7% y 1,2% respectivamente). Por otro lado los residentes mostraron un comportamiento menos positivo con una caída del 0,5% en viajeros y un aumento del 0,3% en pernoctaciones, reduciendo fuertemente su aportación con respecto a 2018 (véase el Gráfico 2.18).

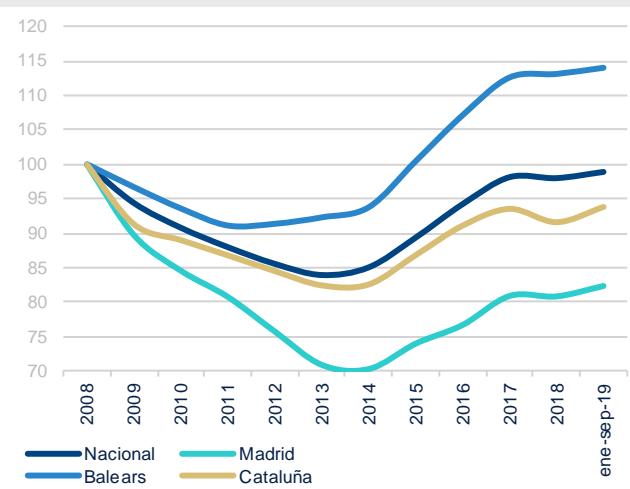
Por otro lado, **los precios hoteleros en la Comunidad de Madrid en lo que va de año registraron un crecimiento del 2,8% a/a con respecto al mismo periodo de 2018**. Esto sitúa a la Comunidad como la segunda región en España, tras Cataluña, con el mayor avance de los precios en 2019. En términos reales la Comunidad está todavía a 18p.p. de recuperar los niveles pre-crisis (véase el Gráfico 2.19). Por otra parte, el gasto total de turistas extranjeros repuntó, hasta crecer el 6,8% a/a hasta agosto. De la misma forma, el gasto promedio diario creció un 1,4%, situándose por encima de los 265 euros en lo que va de año, el nivel más alto de España. Todo ello en un contexto en el que la estancia media son los 2,0 días en el mismo periodo, levemente por debajo del promedio de las comunidades (2,6 días). La ocupación hotelera se sitúa en temporada alta en el 66,8%, únicamente superada por Canarias y Baleares.

Gráfico 2.18. **MADRID: VIAJEROS Y PERNOCTACIONES, CONTRIBUCIONES AL CRECIMIENTO A/A POR ORIGEN\* (P.P.)**



En 2019, el dato es el interanual hasta agosto.  
Fuente: BBVA Research a partir de INE

Gráfico 2.19. **ÍNDICE DE PRECIOS HOTELEROS\* (Reales, 2008=100)**



\* Deflactado con IPC nacional.  
Fuente: BBVA Research a partir de INE

## El mercado laboral madrileño reduce su dinamismo respecto al año pasado, pero muestra una mayor fortaleza que el del resto de España

Tras el robusto incremento en 2018 (+4,0% a/a), el empleo en la Comunidad de Madrid se desaceleró en los primeros nueve meses de 2019, aunque manteniendo un buen tono de crecimiento. **La afiliación a la Seguridad Social en la comunidad creció un 3,5% a/a en lo que va de año, ocho décimas por encima de España y posicionándose como la región más dinámica**. La desaceleración en 2019 se estaría produciendo principalmente en la segunda parte del año. Así el incremento en el tercer trimestre se situó en el 0,6% t/t CVEC, dos décimas por encima del conjunto de España, pero menor que el avance del primer semestre, cuando lo hizo en un 1% t/t CVEC. El menor tono en el dinamismo de la afiliación se estaría concentrando principalmente en el



comercio, las actividades profesionales y la hostelería. A pesar de esto, el diferencial positivo con España se mantiene gracias un comportamiento más vigoroso del sector público, las actividades profesionales, el comercio, la hostelería y el agregado de comunicación, finanzas y servicios inmobiliarios (véase el Cuadro 2.2).

**La Encuesta de Población Activa (EPA) confirma el buen ritmo de creación de empleo en lo que va de 2019.** Los ocupados aumentaron un 3,3% a/a con datos acumulados hasta el tercer trimestre, cuatro décimas por encima de 2018 y ocho décimas más que el conjunto nacional. El incremento se apoyó sobre todo en el sector servicios, que aportó 1,7 p.p. y en menor medida, en la industria (0,6 p.p.) y la construcción (0,9 p.p.). La aceleración se explica por el avance de la industria, cuya aportación aumenta en 0,6 p.p..

Cuadro 2.2. **CONTRIBUCIONES AL CRECIMIENTO DE LA AFILIACIÓN A LA SEGURIDAD SOCIAL (T/T, %, CVEC)\***

	Madrid					España				
	1S18	2S18	2018	1S19	2S19*	1S18	2S18	2018	1S19	2S19*
Agricultura	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ind. Extractivas y energía	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Manufacturas	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	0,3	0,0	0,0
Construcción	0,1	0,1	0,4	0,1	0,0	0,1	0,1	0,4	0,1	0,0
Comer., transporte y repar.	0,1	0,1	0,6	0,1	0,1	0,1	0,1	0,5	0,1	0,0
Hostelería	0,1	0,1	0,3	0,1	0,1	0,1	0,1	0,3	0,1	0,1
Comunic., Finanzas y s. inmob.	0,2	0,2	0,6	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2	0,1	0,0
Activ. Profesionales	0,2	0,2	0,9	0,1	0,2	0,1	0,1	0,5	0,1	0,1
Serv. públicos	0,2	0,3	1,0	0,3	0,3	0,1	0,2	0,8	0,2	0,2
Serv. sociales y act. Artíst.	0,0	0,1	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2	0,0	0,0
Resto (incluye Hogar)	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0
<b>Total</b>	<b>1,0</b>	<b>1,0</b>	<b>4,0</b>	<b>0,8</b>	<b>0,8</b>	<b>0,7</b>	<b>0,7</b>	<b>3,1</b>	<b>0,6</b>	<b>0,5</b>

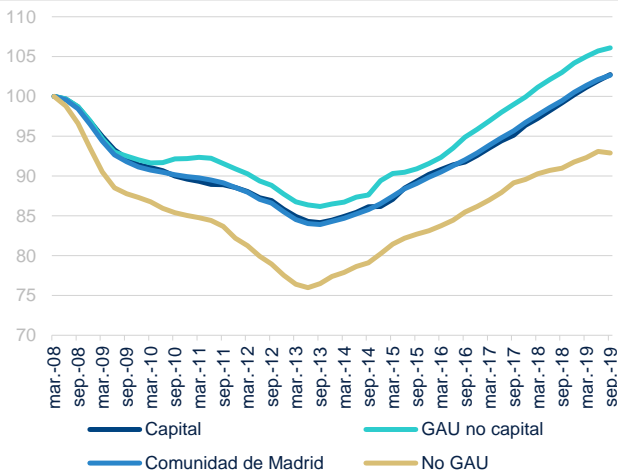
Fuente: BBVA Research a partir de la Seguridad Social

**El análisis por áreas urbanas muestra evoluciones heterogéneas** en el aumento de la afiliación en lo que va de 2019 (véase el Gráfico 2.21). Los municipios pertenecientes a la gran área urbana (GAUs) de Madrid, excluido el municipio de la capital (32,8% del total de afiliados regional), mostraron el mayor dinamismo (3,1% de crecimiento a/a). En segundo lugar, la ciudad de Madrid creció un 2,9% (supone un 56,8% de los afiliados totales). Finalmente, el empleo del grupo de municipios no pertenecientes al área urbana de la capital apenas creció un 1,49% (si bien suponen sólo un 10,4% de los afiliados totales). Consecuentemente, mientras las áreas urbanas excluidas el municipio de Madrid se sitúan un 6,1% por encima de los máximos pre crisis y la ciudad un 2,7% por encima, los municipios no GAU se sitúan un 7% por debajo. A nivel sectorial se ha producido una recomposición del empleo: ha aumentado del empleo en servicios privados y públicos, mientras se ha destruido empleo en el sector de la construcción (Gráfico 2.22).

**El paro continuó reduciéndose en Madrid en lo que va de 2019 hasta el 10,9% en promedio de los tres primeros trimestres de 2019.** Esta tasa se sitúa 3,3 p.p. por debajo del promedio nacional en lo que va de 2019. Ello supone una reducción del 11,1% respecto al número de parados respecto a 2018T3 (casi 46 mil personas), un dinamismo mayor que el conjunto de España (-7,7%). Esto en un contexto de aumento de la población activa superior al observado a nivel nacional (1,7% vs 1,0% CVEC).

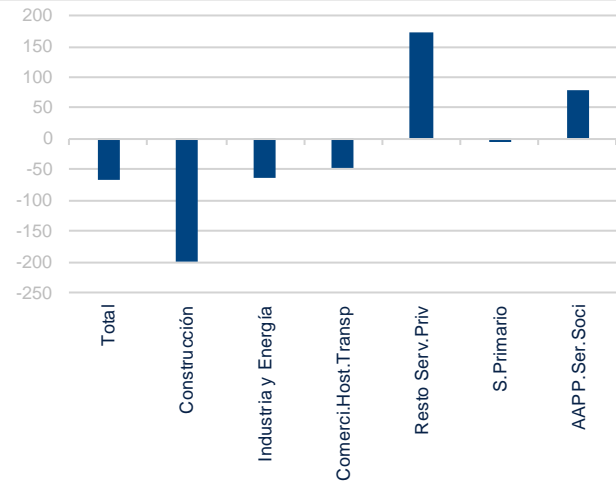


Gráfico 2.21. **AFILIACIÓN POR TIPO DE ÁREA URBANA (1T08=100, CVEC)**



Fuente: BBVA Research a partir de Seguridad Social y Ministerio de Fomento

Gráfico 2.22. **MADRID: VARIACIÓN DEL EMPLEO POR SECTORES ENTRE 2007 Y 2018 (MILES)**



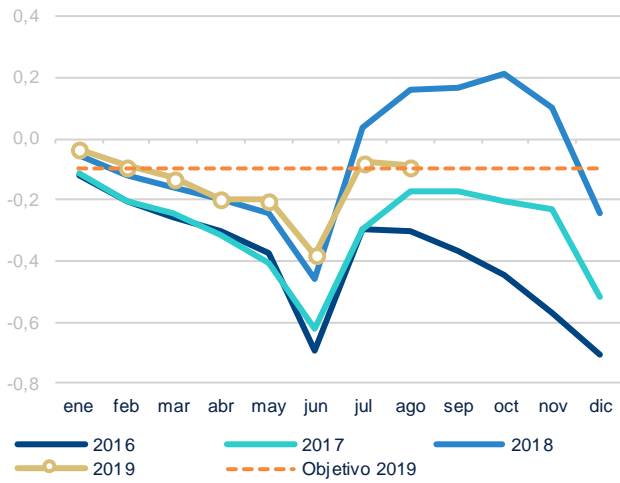
Fuente: BBVA Research a partir de INE (CRE)

## La política fiscal expansiva de 2019 complica la consecución de las metas fiscales

Los datos de ejecución presupuestaria muestran un crecimiento muy moderado de los ingresos autonómicos, afectados fundamentalmente por los menores ingresos procedentes del sistema de financiación; mientras que el gasto habría retomado la senda expansiva de años anteriores. Como resultado, las cuentas de la Comunidad de Madrid estarían registrando, hasta agosto de 2019, un deterioro respecto a lo observado hace un año (véase el Gráfico 2.23).

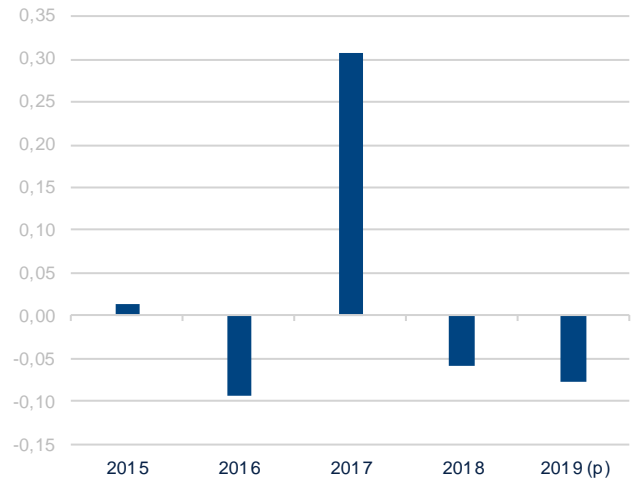
De cara a final de año, se espera que lo ingresos recuperen cierto dinamismo por la recientemente anunciada actualización de las entregas a cuenta. Sin embargo, dicha recuperación no será suficiente para compensar la senda expansiva del gasto autonómico. Así, con el escenario previsto de ingresos, la consecución del objetivo de estabilidad de 2019 (-0.1% del PIB) es probable si el Gobierno de la Comunidad mantiene un estricto control del gasto durante la segunda mitad del año (véase el Gráfico 2.24).

Gráfico 2.23. **COMUNIDAD DE MADRID: CAPACIDAD / NECESIDAD DE FINANCIACIÓN (ACUMULADO AL MES T DE CADA AÑO, % DEL PIB REGIONAL)**



Fuente: BBVA Research a partir de Ministerio de Hacienda

Gráfico 2.24. **COMUNIDAD DE MADRID: AJUSTE DEL GASTO PRIMARIO (P.P. DEL PIB)**

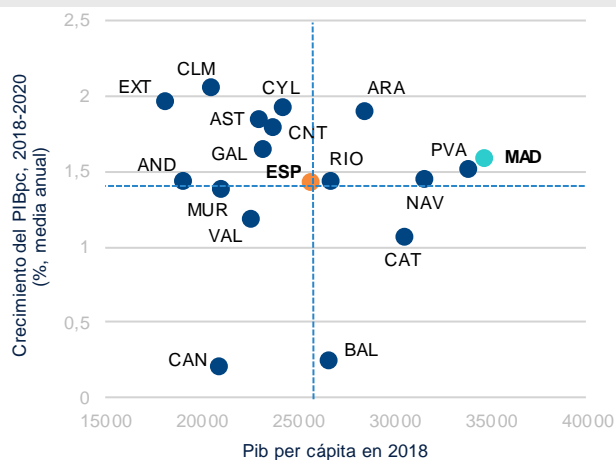


Fuente: BBVA Research

## El crecimiento del PIB de la Comunidad de Madrid será del 2,6% en 2019 y 2,2% en 2020

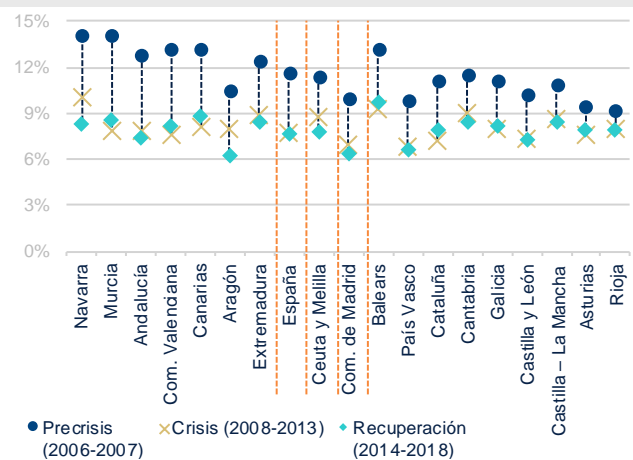
Se prevé que la economía madrileña crezca un 2,6% en 2019 y un 2,2% en 2020. Esto permitiría la creación de unos 128 mil empleos entre 2018 y 2020 y reducir la tasa de paro en 2,3 p.p., hasta el 10,0% promedio en 2020. Si se cumplen estas previsiones, el avance promedio anual del PIB per cápita en términos constantes en la Comunidad de Madrid se situaría en torno al 1,7%, dos décimas por encima de la media española entre 2018 y 2020 (véase el Gráfico 2.25). Se espera que la tasa de paro a finales de 2020 siga todavía 3,7 p.p. por encima del nivel de 2007 (véase el Gráfico 2.35, al final de esta sección).

Gráfico 2.25. **PIB PER CÁPITA EN 2018 Y EVOLUCIÓN EN EL HORIZONTE DE PREVISIÓN (HASTA 2020) (€ Y % A/A PROMEDIO)**



Fuente: BBVA Research

Gráfico 2.26. **PORCENTAJE DE HOGARES QUE ADQUIEREN UN AUTOMÓVIL (PROMEDIO DE CADA PERÍODO)**



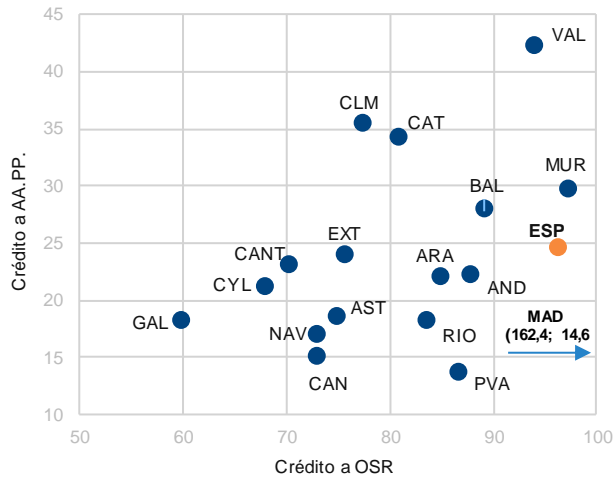
Fuente: BBVA Research

**En el bienio 2019-2020, a la luz del agotamiento de la demanda embalsada y de los efectos de las políticas expansivas, se espera que la mayor parte de los componentes de la demanda doméstica moderen su crecimiento respecto al ritmo de expansión observado en el último bienio.** En primer lugar, el crecimiento del consumo privado perderá impulso por el progresivo agotamiento de los elementos transitorios de soporte en los años precedentes (demanda embalsada, precios del petróleo, bajos tipos de interés) y por el menor empuje de algunos determinantes principales como la renta, condicionada por la desaceleración del mercado laboral. Además, el impacto de la incertidumbre que está afectando las perspectivas de los hogares ha desincentivado el gasto (sobre todo en bienes duraderos) y contribuido al repunte de la tasa de ahorro a nivel nacional. En este sentido también las pautas de comportamiento de los hogares han ido variando a lo largo de los últimos años. Por ejemplo, el porcentaje de hogares que adquieren un automóvil se redujo durante la crisis, pero los cambios a lo largo de la expansión no han devuelto la situación a su punto precrisis. En el caso de la Comunidad de Madrid la tasa se redujo en unos 4 p.p., pasando de un 10% durante el bienio 2006-2007 al 6,2%, en ambos casos por debajo de la media de España. La región se sitúa entre las comunidades con menor probabilidad de comprar un automóvil (véase el Gráfico 2.26).

**De la misma forma, la inversión en maquinaria y equipo moderará su avance** por la mayor desaceleración de la economía europea, el repunte de las tensiones comerciales a escala global, la incertidumbre regulatoria que afecta al sector del automóvil y el agotamiento del impulso reformador. La inversión en vivienda también mostrará una moderación del crecimiento en el bienio pero seguirá siendo un soporte de la actividad una vez resuelta la incertidumbre por los cambios legales que afectan al sector, además del mantenimiento de los tipos de interés en niveles bajos, que favorecerá en parte también la inversión en M&E. En este sentido, las últimas medidas expansivas del BCE y, en general, el entorno de tipos bajos permitirá que la carga financiera siga siendo muy baja y la inversión con elevados niveles de apalancamiento (como en la construcción) siga continúe. Madrid podría verse más beneficiada, de momento, por el alto endeudamiento privado, si bien esta cifra está sesgada por el efecto sede de las empresas (véase el Gráfico 2.27).

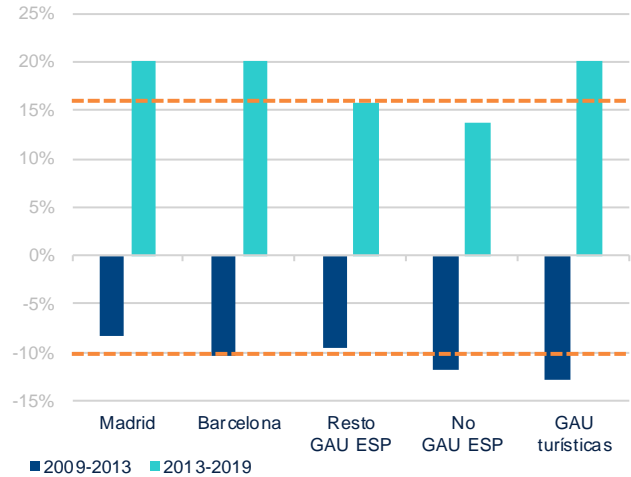
**Sin embargo, el dinamismo del mercado inmobiliario será heterogéneo en el territorio nacional.** Las áreas urbanas, en particular Madrid y Barcelona, continuarán viendo un comportamiento diferencial. Estas ciudades están mostrando una capacidad de creación de empleo elevada, similar a la que han mostrado las áreas turísticas en la última expansión, mientras que otras ciudades, así como los municipios no urbanos, han tenido un ritmo de creación de empleo menor. En Madrid el ritmo de recuperación de empleo desde la crisis ha sido más intenso que en el conjunto de España, aunque la destrucción de puestos de trabajo en el periodo 2009-2013 fue también menor. Esto se observa en todos los tipos de GAUs, pero destacan sobre todo Madrid, Barcelona y las turísticas. En adelante, a medida que la desaceleración del turismo continúa, las áreas urbanas que tengan otros sectores que actúen también de motor, podrían seguir creando empleo a un ritmo más elevado que la media española. La concentración de la actividad en las ciudades más densas, además, debería apoyar el mercado inmobiliario en las mismas (véase el Gráfico 2.28).

Gráfico 2.27. **CRÉDITO AA.PP. Y OSR EN 2018**  
(% DEL PIB)



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

Gráfico 2.28. **AFILIACIÓN A LA SEGURIDAD SOCIAL**  
(% DE VARIACIÓN ACUMULADA, 2008-2013 Y 2013-2019)



Fuente: BBVA Research a partir de Seguridad Social. Las barras indican el promedio de España en el periodo 2009-2013 y en el 2013-2019.

## La incertidumbre se mantiene elevada, tanto a nivel externo como interno, y los riesgos continúan siendo a la baja

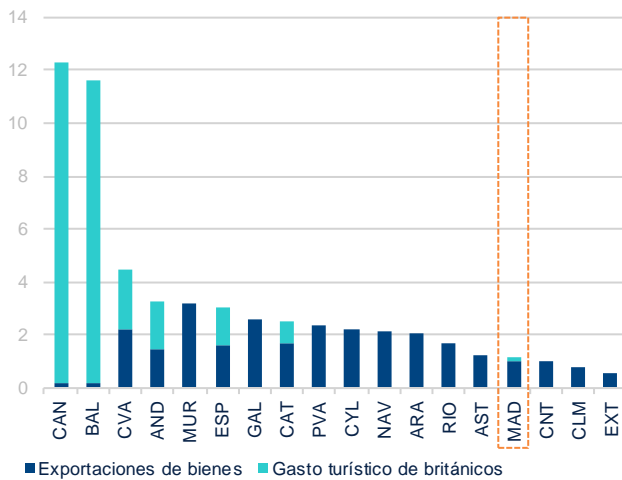
**A nivel externo, las dudas sobre la evolución del crecimiento global continúan aumentando.** La desaceleración estructural de la economía china, junto con la de carácter más cíclico de EE. UU y la UEM, ponen de manifiesto el progresivo agotamiento de las grandes áreas económicas y la creciente probabilidad de entrar en recesión. Asimismo, la incertidumbre derivada de **las tensiones comerciales entre EE. UU., China y la UEM o del *brexit*** no ha mermado y, aunque en el corto plazo su efecto parece limitado y temporal, no pueden descartarse escenarios más adversos. Todo lo anterior anticipa que la recuperación de la demanda externa durante los próximos meses podría ser moderada.

**Con respecto al *brexit*, en los últimos meses se ha producido un repunte de los temores sobre el desenlace de la salida del Reino Unido de la Unión Europea.** Si bien a largo plazo el efecto económico dependerá del desenlace de las negociaciones, la incertidumbre actual al respecto puede estar teniendo un efecto negativo sobre la actividad. Las comunidades dependientes del Reino Unido son especialmente vulnerables. En este sentido, Madrid podría estar entre las CCAA menos afectadas. El gasto turístico británico en la Comunidad es relativamente bajo. Asimismo, el Reino Unido es un socio comercial importante (12,7% de cuota sobre las exportaciones totales), pero las ventas hacia este destino representan un 1% del PIB regional (cuarta región con menos exposición en España, véase el Gráfico 2.29).

**Por su parte, el aumento de las tensiones comerciales representa una presión adicional para el sector exportador,** que se suma a la incertidumbre relacionada con el *brexit* y a los problemas del sector automotriz. La reciente introducción por parte de EE.UU. de aranceles en vino, aceites y otros en respuesta a los efectos de la resolución de la OMC por las ayudas a la producción de aeronaves suponen unos riesgos adicionales a los que ya existían por los productos ya afectados desde 2018 (hierro y acero, aluminio, automóviles). La Comunidad de Madrid tendría una exposición baja si se considera el menor peso de las exportaciones de estos productos (véase el Gráfico 2.30). Además, cabe tomar en cuenta el efecto de los cambios regulatorios para el sector del automóvil y las sanciones impuestas por EEUU a otros países tanto por los coches como por hierro y el aluminio. Una eventual ampliación de la guerra comercial a estos productos desde Europa supondría incrementar adicionalmente las exportaciones en riesgo hasta el 6% del PIB madrileño.

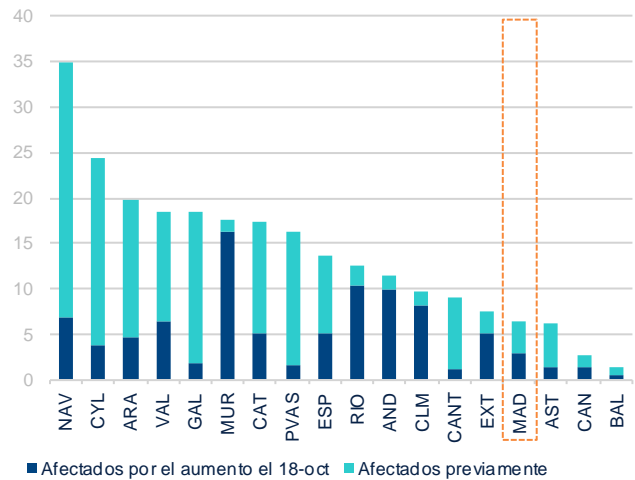
Sin embargo, algunas comunidades han logrado una mejora relevante en términos de competitividad coste en los últimos 8 años, que las posiciona mejor para afrontar los riesgos derivados de la mayor volatilidad en el sector exterior, En Madrid tanto el repunte en el periodo 2010-2018 como el descenso anterior han sido limitados (véase el Gráfico 2.31).

Gráfico 2.29. **EXPOSICIÓN DIRECTA A REINO UNIDO (2018, % DEL PIB REGIONAL)**



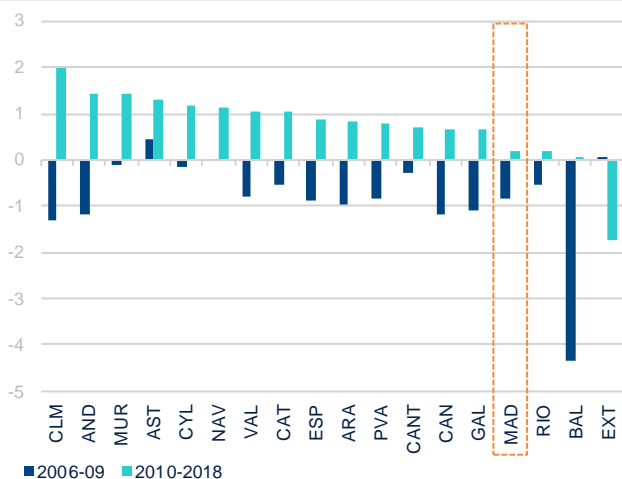
Fuente: BBVA Research a partir de INE

Gráfico 2.30. **PESO DE LAS EXPORTACIONES DE PRODUCTOS AFECTADOS, DIRECTA O INDIRECTAMENTE\*, POR SANCCIONES DE EEUU (2018, % DEL PIB REGIONAL)**



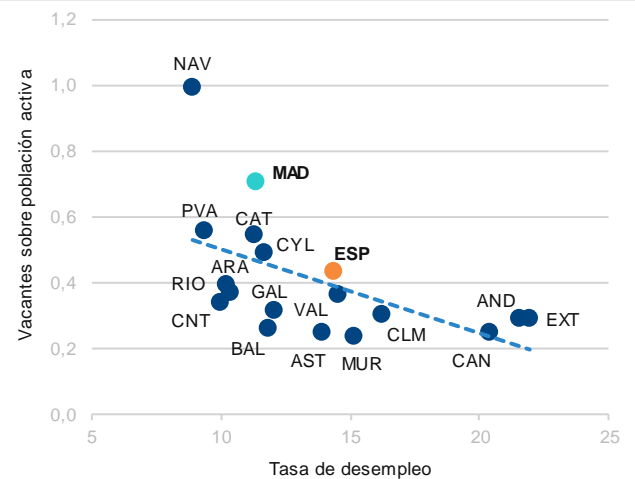
\* Exportaciones a todo el mundo. Los productos afectados indirectamente incluyen aquellos en los que hay cambios en la política comercial de EEUU.  
Fuente: BBVA Research a partir de Datacomex

Gráfico 2.31. **ESPAÑA y CCAA: CONTRIBUCIÓN DE LA COMPETITIVIDAD COSTE A LA VARIACIÓN DE LAS EXPORTACIONES\* (P.P., PROMEDIO ANUAL)**



(\*) La competitividad coste está basada en costes laborales unitarios. Se excluyen las exportaciones de bienes energéticos.  
Fuente: BBVA Research a partir de HAVER e INE

Gráfico 2.32. **DESEMPLEO Y VACANTES (2T19, %, MM4)**



Fuente: BBVA Research a partir de INE

**A nivel doméstico, los riesgos también siguen siendo elevados. El avance de la actividad se sostiene en la demanda interna que, sin embargo, muestra cada vez más señales de debilidad.** La ralentización del consumo privado y el aumento de la tasa de ahorro podrían estar reflejando una mayor precaución por parte de los hogares. Asimismo, el debilitamiento de la inversión podría ser síntoma de una creciente desconfianza por parte de las empresas. A este respecto, la incertidumbre sobre la política económica se mantiene elevada. En particular, la reciente convocatoria de unas nuevas elecciones generales, las cuartas en los últimos cuatro años, pone de manifiesto las dificultades de alcanzar acuerdos en el plano político y, en consecuencia, sobre las medidas a tomar para mejorar el funcionamiento de la economía española. Al respecto, cabe volver a subrayar que **la imposibilidad de lograr consensos cobra especial relevancia en la actualidad**, dados los retos crecientes que plantea la economía global, en un contexto de desaceleración económica, agotamiento del impacto de la política monetaria y falta de espacio fiscal.

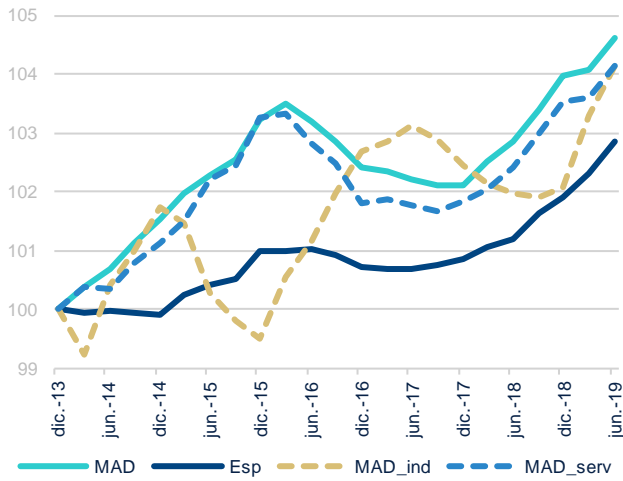
## Se prevé la creación de unos 128.000 puestos de trabajo

**De cumplirse este escenario, se crearían unos 128.000 nuevos puestos de trabajo en Madrid entre 2018 y 2020.** A cierre del bienio el empleo se ubicará 1% por encima de su nivel medio de 2008 (véase el Gráfico 2.35). Por su parte, se prevé que la tasa de paro se reduzca 2,3 p.p., pero en 2020 continuará 3,7 p.p. por encima de su nivel promedio de 2007, el año en el que se alcanzó el mínimo antes de la crisis.

**En la Comunidad de Madrid, el número de vacantes por cubrir respecto a la población activa es superior a la media española** (véase el Gráfico 2.32). Ello implica podrían estar dándose restricciones de capital humano en la región. En ese sentido, los datos de la Encuesta Trimestral de Coste Laboral (ETCL) indican que durante el periodo de recuperación, el coste laboral total en Madrid estuvo aumentando más que en España durante la recuperación. Sin embargo, la evolución sectorial ha sido dispar entre industria y servicios (véase el Gráfico 2.33). El crecimiento del coste laboral en la industria se mantuvo positivo a lo largo de todo el periodo considerado, aunque se observó un dinamismo decreciente en el bienio 2015-2016. A partir de finales de 2017 el avance volvió a ser muy vigoroso y la tendencia ha sido creciente desde entonces. Por su parte, los servicios han mostrado un repunte acusado desde principios de 2017. Todo ello en un contexto en el que la productividad aparente del trabajo ha tenido avances moderados, creciendo un 1,3% de media en el periodo 2016-2018. En parte, lo anterior podría indicar dificultades para lograr los perfiles requeridos en determinadas actividades de servicios.

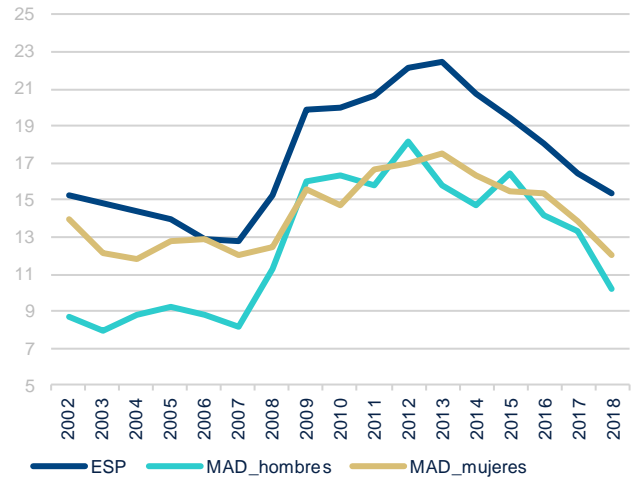
**Adicionalmente, la región debería impulsar la formación e inserción laboral de aquellos colectivos con más dificultades**, a pesar de que la proporción de jóvenes que ni estudian ni trabajan, que se ubican en el 11,1% entre los de 15 a 29 años, se acerca a mínimos pre crisis. Entre los hombres, la crisis provocó un aumento mayor de dicha tasa, que se viene reduciendo desde 2012. En el caso de las mujeres ha sido tradicionalmente más alta, si bien los últimos años se ha situado en niveles parecidos a la de los hombres (véase el Gráfico 2.34). Además, la incidencia del paro de larga duración sigue muy alta en la Comunidad: el 45,5% del total de desempleados lleva más de un año en dicha situación (en términos promedio anual). Aunque este dato ha venido disminuyendo en los últimos años y se sitúa en línea con el promedio español, sigue muy por encima de los niveles de 2008, cuando se situaba en el 17,6%. En lo que respecta a la calidad del empleo, la tasa de temporalidad se mantiene en el 19,6% en términos promedio, 7 p.p. por debajo del promedio nacional.

**Gráfico 2.33. MADRID Y ESPAÑA: COSTE LABORAL TOTAL, SEGÚN LA ENCUESTA TRIMESTRAL DE COSTE LABORAL (4T13=100, A/A)**



Fuente: BBVA Research a partir de INE (ETCL)

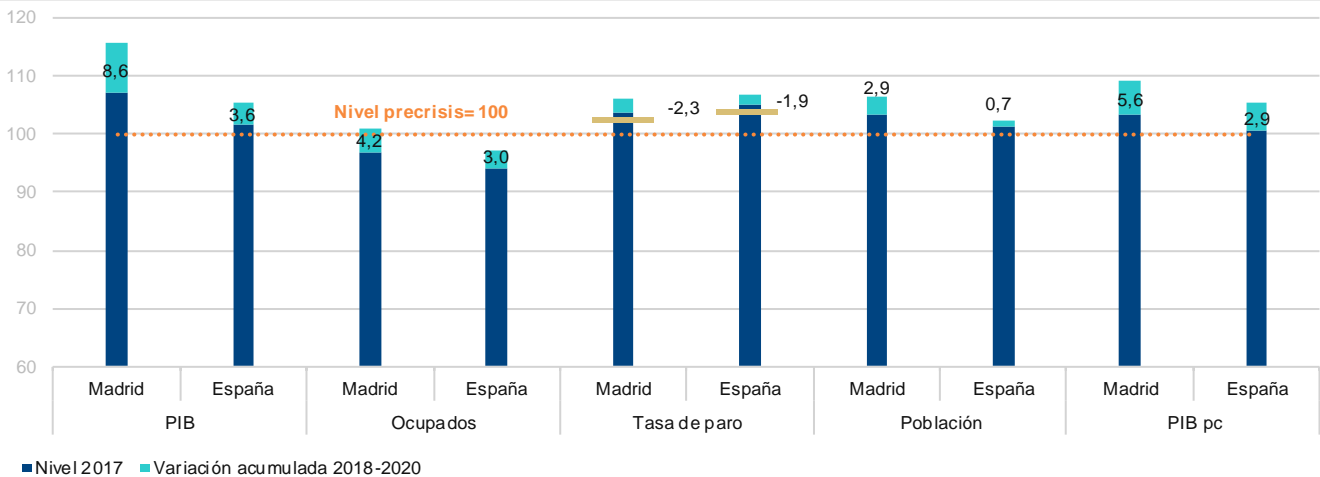
**Gráfico 2.34. MADRID Y ESPAÑA: POBLACIÓN JOVEN QUE NI ESTUDIA NI TRABAJA\* (%)**



\* Jóvenes de 15 a 29 años.

Fuente: BBVA Research a partir de INE

**Gráfico 2.35. PIB, OCUPACIÓN, TASA DE PARO, POBLACIÓN Y PIB PER CÁPITA. NIVEL EN 2018 Y CAMBIO EN 2019-2020 (NIVEL PRE-CRISIS, 2008 =100)**



Fuente: BBVA Research a partir de INE

Cuadro 2.3. **CRECIMIENTO DEL PIB (% A/A)**

	2016	2017	2018	2019	2020
Andalucía	2,9	2,7	2,4	2,0	1,6
Aragón	3,2	3,4	2,5	2,0	1,6
Asturias	1,6	3,8	2,3	1,7	1,3
Baleares	4,4	2,4	2,2	1,8	1,2
Canarias	3,4	2,7	2,4	1,6	1,1
Cantabria	2,6	3,4	3,4	1,8	1,7
Castilla y León	3,1	1,7	2,5	1,5	1,5
Castilla-La Mancha	4,2	2,4	2,8	2,1	1,7
Cataluña	3,5	3,2	2,3	1,8	1,6
Extremadura	1,7	2,1	2,0	1,8	1,6
Galicia	3,1	3,1	2,7	1,5	1,5
Madrid	3,2	3,3	3,7	2,6	2,2
Murcia	4,3	3,1	1,5	2,3	1,4
Navarra	3,0	2,8	3,0	2,0	1,8
País Vasco	3,0	3,1	2,2	1,7	1,7
La Rioja	2,6	1,5	1,6	1,5	1,5
C. Valenciana	2,8	3,1	2,1	2,0	1,4
<b>España</b>	<b>3,2</b>	<b>3,0</b>	<b>2,6</b>	<b>1,9</b>	<b>1,6</b>

Fuente: BBVA Research a partir de INE

 Cuadro 2.4. **PREVISIONES DE EMPLEO (EPA) (% A/A)**

	2016	2017	2018	2019	2020
Andalucía	2,4	4,1	2,8	3,1	2,0
Aragón	2,3	2,2	1,4	2,0	0,8
Asturias	2,7	2,4	-0,9	-1,6	0,4
Baleares	4,2	1,2	4,1	1,7	0,8
Canarias	3,2	3,4	6,6	0,4	0,9
Cantabria	3,0	0,9	1,6	0,9	1,2
Castilla y León	2,8	0,8	1,0	0,7	1,1
Castilla-La Mancha	3,2	4,0	2,9	3,0	1,2
Cataluña	3,5	2,9	2,7	2,0	1,4
Extremadura	1,9	0,5	3,7	3,7	1,9
Galicia	2,3	1,2	2,4	1,5	0,5
Madrid	0,9	2,5	2,9	3,1	1,8
Murcia	6,1	3,4	1,9	3,9	1,9
Navarra	1,2	4,2	1,2	2,5	1,4
País Vasco	2,8	0,3	2,2	1,4	1,1
La Rioja	1,7	1,4	2,7	1,7	1,2
C. Valenciana	3,1	3,0	2,7	2,0	1,5
<b>España</b>	<b>2,7</b>	<b>2,6</b>	<b>2,7</b>	<b>2,2</b>	<b>1,4</b>

Fuente: BBVA Research a partir de INE



## Análisis de la situación económica a través de la Encuesta BBVA de Actividad Económica en Madrid. Tercer trimestre de 2019<sup>8</sup>

Los resultados de la Encuesta BBVA de actividad económica (EAE-BBVA) correspondiente al tercer trimestre de 2019 son consistentes con que la economía madrileña, en un contexto de alta incertidumbre, seguirá desacelerando su crecimiento. En general, los resultados empeoran tanto respecto al trimestre anterior como a los de hace un año en todos los indicadores.

En la visión sobre la actividad en el trimestre corriente casi la mitad de encuestados observan estabilidad, mientras en el resto predominan los que ven un empeoramiento de la economía (un 40% del total). Así, el saldo neto de respuestas es de -29, negativo por quinto trimestre consecutivo (véase el Gráfico R.1.1). Algo similar ocurre con los resultados relativos a las expectativas para el siguiente trimestre: el saldo se queda en terreno negativo por quinto trimestre consecutivo, situándose en el -50.

Entre los indicadores sectoriales, los relativos a construcción muestran los mejores resultados, con saldos netos de 0, aunque empeoran bastante con respecto a las oleadas anteriores<sup>9</sup>.

Por el contrario, los indicadores más ligados al sector secundario son menos favorables. En particular, tanto los que se refieren a la actividad (producción industrial, cartera de pedidos o nivel de existencias) como la inversión y el empleo en el sector muestran resultados muy negativos, entre los peores de la oleada. Con respecto al sector de servicios, la inversión muestra un saldo peor que el empleo.

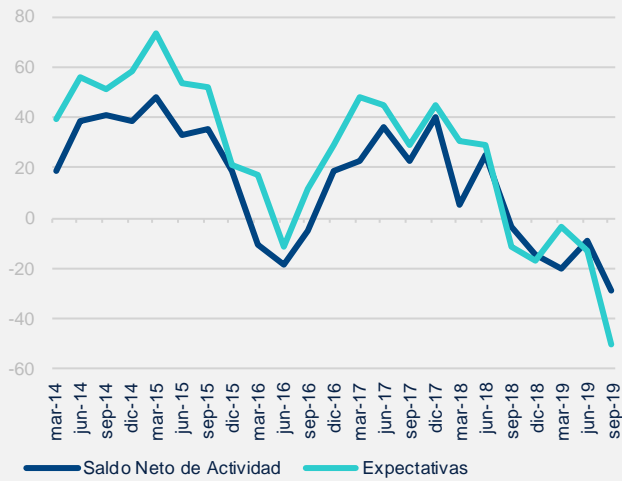
El aumento de la incertidumbre externa (*brexit*, o las posibles medidas arancelarias entre China y EE.UU, etc.) podría estar detrás del empeoramiento de los indicadores relacionados con la demanda externa, explicando el saldo negativo de exportaciones. Sin embargo, en cuanto al turismo, se percibe cierta capacidad de resistencia, manteniéndose en niveles positivos los últimos trimestres (véase el Gráfico R.1.2).

En síntesis, los resultados de la encuesta BBVA de Actividad Económica en 3T19 muestran un empeoramiento generalizado, lo cual concuerda con una economía madrileña que podría moderar su ritmo de crecimiento, en un contexto de alta incertidumbre, tanto externa como interna, y agotamiento de los vientos de cola que impulsaron el crecimiento en años anteriores, en particular, del consumo privado.

8: La Encuesta BBVA se realiza trimestralmente, desde 2T10, entre los empleados de la red de oficinas BBVA en la región. Para más detalle sobre el funcionamiento de la Encuesta, véase: Situación España Recuadro 1, Encuesta BBVA de Actividad Económica. Una herramienta de seguimiento temprano del pulso de la economía. Situación España, 2º trimestre de 2014, disponible aquí; <https://www.bbvaesearch.com/public-compuesta/situacion-espana/>

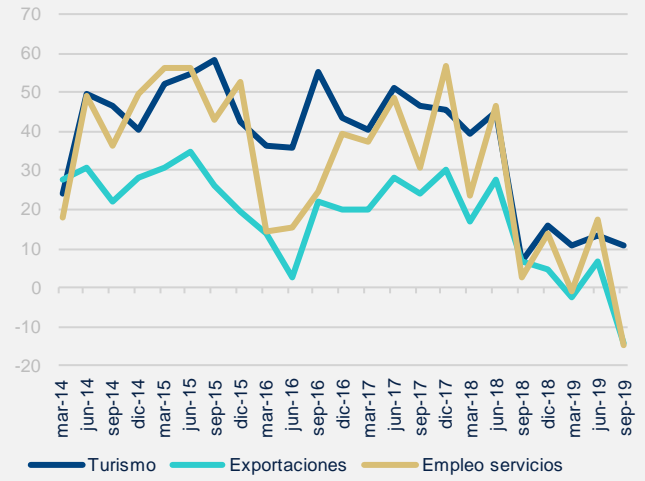
9: Los datos son brutos, por lo que podrían incorporar estacionalidad, no corregida por la pequeña longitud de la serie.

Gráfico R.1.1. MADRID: EVOLUCIÓN DE LA ACTIVIDAD ECONÓMICA Y LAS EXPECTATIVAS. SALDOS DE RESPUESTAS EXTREMAS (%)



Fuente: BBVA

Gráfico R.1.2. MADRID. SALDOS DE RESPUESTAS DE VARIABLES SELECCIONADAS (%)



Fuente: BBVA

**Cuadro 2.3. ENCUESTA BBVA DE ACTIVIDAD ECONÓMICA EN LA COMUNIDAD DE MADRID. RESULTADOS GENERALES (%)**

	3º Trimestre 2019				2º Trimestre 2019				3º Trimestre 2018			
	Aumenta	Estable	Baja	Saldo*	Aumenta	Estable	Baja	Saldo*	Aumenta	Estable	Baja	Saldo*
<b>Actividad Económica</b>	11	50	39	-29	17	56	27	-9	16	66	19	-3
<b>Perspectiva para el próximo trimestre</b>	4	43	54	-50	12	63	25	-13	15	59	26	-11
Producción industrial	2	63	36	-34	13	68	19	-5	14	74	12	2
Cartera de pedidos	9	55	36	-27	16	59	25	-9	15	59	26	-11
Nivel de stocks	0	84	16	-16	9	81	9	0	4	86	9	-5
Inversión en el sector primario	6	83	11	-6	7	82	11	-4	5	95	0	5
Inversión industrial	3	73	23	-20	22	62	16	7	12	82	6	6
Inversión en servicios	12	60	29	-17	24	62	14	11	19	65	15	4
Nueva construcción	30	56	14	16	38	45	17	21	50	46	4	47
Empleo industrial	5	70	26	-21	14	76	10	3	11	80	9	2
Empleo en servicios	11	64	25	-15	30	58	12	18	22	58	20	3
Empleo en construcción	17	65	17	0	22	66	12	9	40	56	4	35
Precios	18	79	4	14	17	68	15	3	32	59	9	22
Ventas	7	57	36	-29	15	61	24	-9	13	66	22	-9
Exportaciones	20	71	9	11	21	71	8	13	24	59	17	7
Turismo	4	79	18	-14	13	80	7	7	14	79	7	7

\* Saldo de respuestas extremas.  
 Fuente: BBVA Research

## 4. Tablas

 Cuadro 4.1. **PRINCIPALES INDICADORES DE COYUNTURA DE LA ECONOMÍA DE MADRID (%)**

	2018		Crecimiento medio desde principios de año (a/a)		Último dato (m/m, CVEC)		
	Madrid	España	Madrid	España	Madrid	España	Último mes
Ventas Minoristas	1,6%	0,8%	4,4%	2,3%	1,9%	0,1%	sep-19
Matriculaciones	4,9%	6,0%	-8,7%	-6,0%	1,5%	-1,9%	sep-19
IASS	8,7%	6,1%	4,4%	4,3%	0,1%	0,1%	ago-19
Viajeros Residentes (1)	3,5%	1,4%	-0,9%	3,5%	0,1%	-0,8%	sep-19
Pernoctaciones Residentes (1)	3,2%	0,6%	0,6%	3,6%	1,0%	-1,4%	sep-19
IPI	1,9%	0,7%	3,2%	0,7%	-3,5%	-0,1%	sep-19
Visados de Viviendas	16,6%	24,7%	-3,3%	8,3%	31,5%	7,1%	ago-19
Transacciones de viviendas	8,8%	10,8%	-6,4%	-2,2%	-7,5%	-11,4%	ago-19
Exportaciones Reales (2)	-2,1%	0,2%	3,5%	0,3%	-8,8%	-0,2%	ago-19
Importaciones Reales (2)	-2,7%	0,9%	3,8%	0,6%	2,8%	4,4%	ago-19
Viajeros Extranjeros (3)	2,6%	1,5%	3,7%	3,1%	-0,3%	-0,1%	sep-19
Pernoctaciones Extranjeros (3)	1,4%	-0,6%	7,9%	0,0%	-0,6%	0,0%	sep-19
Afiliación a la SS	4,0%	3,1%	3,5%	2,7%	0,4%	0,2%	oct-19
Paro Registrado	-7,8%	-6,5%	-5,2%	-4,5%	0,3%	0,4%	oct-19

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

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

 Cuadro 4.2. **PRODUCTO INTERIOR BRUTO (PROMEDIO ANUAL, %)**

	2016	2017	2018	2019	2020
EEUU	1,6	2,4	2,9	2,3	1,8
Eurozona	1,9	2,7	1,9	1,1	0,8
Alemania	2,1	2,8	1,5	0,5	0,6
Francia	1,0	2,4	1,7	1,3	1,2
Italia	1,2	1,8	0,7	0,1	0,3
España	3,0	2,9	2,4	1,9	1,6
Reino Unido	1,8	1,8	1,4	1,1	1,0
Latam *	-0,2	1,8	1,5	0,7	
México	2,6	2,4	2,0	0,2	1,3
Brasil	-3,3	1,1	1,1	0,9	1,6
Eagles **	5,3	5,7	5,2	4,6	4,6
Turquía	3,2	7,4	2,6	0,3	3,0
Asia Pacífico	5,6	6,0	5,6	5,1	4,8
Japón	0,6	1,9	0,8	0,9	0,3
China	6,7	6,8	6,6	6,0	5,6
Asia (ex. China)	4,7	5,3	4,7	4,3	4,0
Mundo	3,4	3,9	3,7	3,2	3,1

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

\*\* Bangladesh, Brasil, China, Egipto, Filipinas, India, Indonesia, Irán, Malasia, México, Nigeria, Pakistán, Rusia, Turquía y Vietnam.

Fecha de cierre de previsiones: 11 de octubre de 2019.

Fuente: BBVA Research

Cuadro 4.3. **INFLACIÓN (PROMEDIO ANUAL, %)**

	2016	2017	2018	2019	2020
EEUU	1,3	2,1	2,4	1,8	2,0
Eurozona	0,2	1,5	1,8	1,2	1,1
Alemania	0,4	1,6	2,0	1,3	1,2
Francia	0,3	1,2	2,1	1,2	1,1
Italia	-0,1	1,3	1,2	0,7	0,9
España	-0,2	2,0	1,7	0,7	1,1
Reino Unido	0,6	2,7	2,5	1,9	1,7
Latam *	9,8	6,6	7,1	8,6	
México	2,8	6,0	4,9	3,6	3,4
Brasil	8,7	3,4	3,7	3,7	3,6
Eagles **	4,4	3,9	5,0	4,9	4,4
Turquía	7,8	11,1	16,3	15,3	11,0
Asia Pacífico	2,3	1,8	2,6	2,5	2,5
Japón	-0,1	0,5	1,0	0,7	1,0
China	2,0	1,5	2,1	2,6	2,5
Asia (ex. China)	2,5	2,1	3,0	2,4	2,6
Mundo	3,2	3,2	3,9	3,7	3,6

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

\*\* Bangladesh, Brasil, China, Egipto, Filipinas, India, Indonesia, Irán, Malasia, México, Nigeria, Pakistán, Rusia, Turquía y Vietnam.

Fecha de cierre de previsiones: 11 de octubre de 2019.

Fuente: BBVA Research

 Cuadro 4.4. **TIPO DE INTERÉS DE LA DEUDA PÚBLICA A 10 AÑOS (PROMEDIO ANUAL, %)**

	2016	2017	2018	2019	2020
EEUU	1,84	2,33	2,91	2,11	1,69
Alemania	0,13	0,37	0,46	-0,30	-0,63

Fecha de cierre de previsiones: 11 de octubre de 2019.

Fuente: BBVA Research

 Cuadro 4.5. **TIPOS DE CAMBIO (PROMEDIO ANUAL)**

	2016	2017	2018	2019	2020
EUR-USD	0,90	0,89	0,85	0,89	0,88
USD-EUR	1,11	1,13	1,18	1,12	1,13
USD-GBP	1,35	1,29	1,33	1,26	1,31
JPY-USD	108,82	112,20	110,47	108,50	105,60
CNY-USD	6,64	6,76	6,61	6,93	7,03

Fecha de cierre de previsiones: 11 de octubre de 2019.

Fuente: BBVA Research

 Cuadro 4.6. **TIPOS DE INTERÉS OFICIALES (FIN DE PERIODO, %)**

	2015	2016	2017	2018	2019
EEUU	0,75	1,50	2,50	1,75	1,75
Eurozona	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
China	4,35	4,35	4,35	3,95	3,75

Fecha de cierre de previsiones: 11 de octubre de 2019.

Fuente: BBVA Research

**Cuadro 4.7. ESPAÑA: PREVISIONES MACROECONÓMICAS**  
 (TASAS DE VARIACIÓN ANUAL EN %, SALVO INDICACIÓN CONTRARIA)

(Promedio anual, %)	2016	2017	2018	2019	2020
<b>Actividad</b>					
PIB real	3,0	2,9	2,4	1,9	1,6
Consumo privado	2,6	3,0	1,8	0,8	1,3
Consumo público	1,0	1,0	1,9	2,0	1,7
Formación Bruta de Capital	2,4	5,9	5,3	2,3	3,0
Equipo y Maquinaria	1,8	8,5	5,7	1,6	2,6
Construcción	1,6	5,9	6,6	2,9	2,6
Vivienda	8,9	11,5	7,7	3,5	3,9
Demanda Interna (contribución al crecimiento)	2,0	3,0	2,6	1,3	1,7
Exportaciones	5,4	5,6	2,2	2,0	2,9
Importaciones	2,6	6,6	3,3	0,2	3,4
Demanda Externa (contribución al crecimiento)	1,0	-0,1	-0,3	0,6	-0,1
PIB nominal	3,4	4,3	3,5	3,2	2,5
(Miles de millones de euros)	1.113,8	1.161,9	1.202,2	1.240,0	1.271,2
<b>Mercado de trabajo</b>					
Empleo, EPA	2,7	2,6	2,7	2,2	1,4
Tasa de paro (% población activa)	19,6	17,2	15,3	14,1	13,3
Empleo CNTR (equivalente a tiempo completo)	2,8	2,8	2,5	2,2	1,4
Productividad aparente del factor trabajo	0,2	0,0	-0,2	-0,3	0,2
<b>Precios y costes</b>					
IPC (media anual)	-0,2	2,0	1,7	0,7	1,1
IPC (fin de periodo)	1,6	1,1	1,2	0,9	1,4
Deflactor del PIB	0,3	1,4	1,1	1,2	0,9
Remuneración por asalariado	-0,6	0,7	1,0	2,7	2,8
Coste laboral unitario	-0,8	0,7	1,2	3,0	2,6
<b>Sector exterior</b>					
Balanza por Cuenta Corriente (% del PIB)	2,9	2,5	1,8	1,6	1,4
<b>Sector público (*)</b>					
Deuda (% PIB)	99,4	98,5	97,6	96,9	96,5
Saldo AA.PP. (% PIB)	-4,1	-3,0	-2,5	-2,3	-1,9
<b>Hogares</b>					
Renta disponible nominal	2,7	2,9	3,7	4,4	4,2
Tasa de ahorro (% renta nominal)	7,5	5,9	6,3	8,3	9,8

Fecha de cierre de previsiones: 11 de octubre de 2019.  
 Fuente: BBVA Research

## 5. Glosario

### Siglas

- AA. P.P.: Administraciones Públicas
- AENC: Acuerdo para el empleo y la negociación colectiva
- BBVA: Banco Bilbao Vizcaya Argentaria
- BBVA - GAIN: Índice de actividad global de BBVA
- BCE: Banco Central Europeo
- CC. AA: Comunidades Autónomas
- CEOE: Confederación Española de Organizaciones Empresariales
- CEPYME: Confederación Española de la Pequeña y Mediana Empresa
- CG: Consejo de Gobierno
- CNTR: Contabilidad Nacional Trimestral
- CRE: Contabilidad Regional de España
- CVEC: Corregido de variaciones estacionales y efecto calendario
- EAE - BBVA: Encuesta de Actividad Económica de BBVA
- EAGLES: Economías emergentes y líderes del crecimiento (Emerging and Growth-Leading Economies)
- EPA: Encuesta de Población Activa
- E.t.c: Empleo equivalente a tiempo completo
- Euríbor: Tipo de interés de oferta de los depósitos interbancarios en euros (Euro interbank Offered Rate)
- FED: Reserva Federal (Federal Reserve System)
- GAU: Gran Área Urbana
- GCFN: Gasto en Consumo Final Nacional
- IPC: Índice de Precios al Consumo
- LATAM: Agregado de Latinoamérica que incluye a Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela
- INE: Instituto Nacional de Estadística
- MEYSS: Ministerio de Empleo y Seguridad Social
- MICA-BBVA: Modelo de Indicadores Coincidentes de Actividad de BBVA
- MINHAP: Ministerio de Hacienda y Administraciones Públicas
- OSR: Otros Sectores Residentes
- PIB: Producto Interior Bruto
- PYMES: Pequeñas y medianas empresas
- TAE: Tasa anual equivalente
- UE: Unión Europea
- UEM: Unión Económica y Monetaria

### Abreviaturas

- a/a: variación interanual
- IC: Intervalo de confianza
- mM: miles de millones
- Pb: Puntos Básicos
- pm: Precio de mercado
- p.p.: Puntos porcentuales
- t/t: variación trimestral

## AVISO LEGAL

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

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

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

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

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

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

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



## Este informe ha sido elaborado por:

### Economista Jefe

Miguel Cardoso

miguel.cardoso@bbva.com

Joseba Barandiaran

joseba.barandia@bbva.com

+34 94 487 67 39

Giancarlo Carta

giancarlo.carta@bbva.com

+34 673 69 41 73

Luis Díez

luismiguel.diez@bbva.com

+34 697 70 38 67

Víctor Echevarría

victor.echevarria@bbva.com

+34 610 34 32 38

Daniela Filip

marineladaniela.filip@bbva.com

678 25 16 06

Juan Carlos Gómez

juancarlos.gomez.seijo.becas@bbva.com

Juan Ramón García

juanramon.gl@bbva.com

+34 91 374 33 39

Félix Lores

felix.lores@bbva.com

+34 91 374 01 82

Marta Pérez

marta.perez.beamonte.becas@bbva.com

+34 91 374 55 88

Virginia Pou

virginia.pou@bbva.com

+34 91 537 77 23

Pep Ruiz

ruiz.aguirre@bbva.com

+34 91 537 55 67

Angie Suárez

angie.suarez@bbva.com

+34 91 374 86 03

Camilo Andrés Ulloa

camiloandres.ulloa@bbva.com

+34 91 537 84 73

Sirenia Vázquez

sirenia.vazquez@bbva.com

+34 607 37 07 81

### INTERESADOS DIRIGIRSE A:

BBVA Research: Calle Azul, 4. Edificio La Vela – 4ª y 5ª planta. 28050 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

