

# Situación Madrid

Primer semestre 2013  
Análisis Económico

- **La dispersión del crecimiento aumenta**, especialmente en los países desarrollados.
- **La unión bancaria, la corrección de los ajustes estructurales y el compromiso con las reformas**, claves para el crecimiento en Europa y en España.
- **La Comunidad de Madrid volvió a la recesión en 2012** como resultado de la mayor incertidumbre, la aceleración del ajuste fiscal y la caída de las exportaciones.
- **La economía regional, que volverá a tener un diferencial positivo y significativo con España**, tocará fondo en 2013 y volverá a crecer en 2014.
- **La recuperación de las exportaciones, la necesidad de menores ajustes internos, y mejores fundamentales**, palancas de crecimiento para la región en el corto y medio plazo.

# Índice

1. Editorial.....	3
2. Entorno exterior .....	5
3. La economía madrileña cayó en 2012, pero tendrá una mejor recuperación que el conjunto nacional .....	8
Recuadro 1. Análisis de la situación económica de la Comunidad de Madrid a través de la encuesta BBVA de Análisis Económico. Primer trimestre del 2013	
4. Las finanzas autonómicas en boom y en crisis (2003-12).....	27
Ángel de la Fuente (Instituto de Análisis Económico - CSIC)	
5. Cuadros.....	34

Fecha de cierre: 6 de junio de 2013

## 1. Editorial

El crecimiento mundial se recuperó gradualmente en los inicios de 2013, tras el ligero freno de finales de 2012. Ello permite anticipar que, durante 2013, la expansión global (+3,3%) mostrará una evolución muy similar a la de 2012, mientras que en 2014 podría mejorar hasta el 4%. Sin embargo, esta evolución muestra un elevado grado de dispersión por áreas geográficas, y especialmente entre las áreas desarrolladas.

Nuevamente, Europa y España se quedan rezagadas frente a otras áreas desarrolladas. Así, pese a que la efectividad del BCE como garante del euro ha sido contundente y a que se ha observado una mayor certidumbre en los mercados de capital, los indicadores de actividad muestran una debilidad cíclica generalizada más allá de la periferia, lo que justificó que el BCE redujera tipos a principios de mayo. Aunque esta es una medida positiva, difícilmente reducirá por sí sola la fragmentación financiera existente en la UEM que, pese a ser menor que hace unos meses para emisiones soberanas y de grandes corporaciones, sigue afectando a hogares y empresas por el desigual funcionamiento del canal bancario. Para reducir esta fragmentación es necesario que la consolidación fiscal se haga al ritmo adecuado, un compromiso más firme con las reformas estructurales en los países de la periferia y, sobre todo, un avance más decidido hacia la unión bancaria.

En la Comunidad de Madrid, la caída de la actividad en 2012 fue superior a la prevista en la anterior edición de esta publicación en noviembre. Esto se explica, en parte, por un mayor avance del esperado en el proceso de consolidación fiscal en la región. Asimismo, la recesión de la economía española y europea impactó especialmente en el comportamiento de las exportaciones de bienes y servicios de la economía madrileña, que sufrieron un fuerte ajuste en la primera parte de 2012. Ambos factores explican que el año anterior se haya cerrado con una caída de la actividad similar a la observada en el resto de España, a pesar de las ventajas relativas que posee la región.

La información disponible al cierre de esta publicación, y agrupada en el IA-BBVA Madrid, señala que la contracción de la economía madrileña habría continuado en el primer trimestre de 2013, si bien con menor intensidad que en el cuarto trimestre de 2012. El mantenimiento de la recesión se explica por la absorción de los desequilibrios acumulados, pero también por un entorno de menor crecimiento en los principales socios europeos, por la aceleración del proceso de ajuste fiscal en la última mitad del año anterior y por la continuación de la fragmentación que se observa en el sistema financiero europeo. Todo lo anterior hace prever que la economía tocará fondo durante 2013 (-0,9%). Sin embargo, existen razones para pensar que en 2014 comenzará un proceso de moderado crecimiento (+1,4%).

En primer lugar, la mejora de las condiciones financieras a las que estaban sujetas Europa y España en los mercados de capitales ha sido mayor de la que se esperaba. El retorno de los flujos ha supuesto una disminución significativa del coste de financiación del soberano y, en principio, debería facilitar la recuperación de los flujos de inversión, para los que Madrid supone un destino preferente dentro de España. En segundo lugar, el ajuste en el sector inmobiliario por el lado de la oferta va llegando a su fin, y este proceso se muestra ligeramente más adelantado en Madrid, especialmente en los núcleos urbanos de mayor tamaño. En tercer lugar, la política fiscal será algo menos contractiva que lo previsto, apoyada en el cumplimiento del objetivo de déficit público en 2012, y la definición de objetivos más flexibles para el conjunto de las Comunidades Autónomas. Además, a medio plazo, el menor nivel de deuda autonómica supone que no deberá extenderse tanto en el tiempo el proceso de consolidación fiscal y, por tanto, que el sector público podrá dejar antes de drenar crecimiento en esta comunidad. En todo caso, los márgenes existentes en la mejora de la eficiencia del gasto público y el sistema impositivo no permiten relajar el proceso de optimización del mismo.

A este respecto, en esta revista se presenta un análisis en perspectiva temporal de las cuentas autonómicas, del que se desprende que es posible llevar a cabo la necesaria consolidación fiscal en Madrid sin una merma de los servicios públicos prestados frente a los niveles previos a la crisis. En particular, esta región ha apoyado la corrección ya realizada en una mejor evolución de los ingresos, pero también en una mayor reducción del gasto, especialmente en los primeros años de la crisis.

En cuarto lugar, existen señales que apuntan a un funcionamiento más eficiente de mercados como el laboral, donde la moderación salarial observada en 2012 (propiciada por el Acuerdo para el Empleo y la Negociación Colectiva y por la reforma laboral) podría haber evitado la destrucción de miles de empleos. Esta mayor flexibilidad será crucial para aprovechar la esperada recuperación de la economía mundial y, con ella, de la economía madrileña.

Por último, Madrid cuenta con factores determinantes para continuar ganando competitividad en los mercados externos y promover el crecimiento a medio plazo. En particular, presenta ventajas comparativas respecto al resto de España en la dotación de capital humano, en el esfuerzo en I+D y en factores cruciales para incrementar la productividad como el mayor tamaño de la empresa madrileña, apoyado este último en la concentración de grandes empresas, pero también en una mayor proporción de corporaciones de tamaño mediano. Un mayor tamaño induce a esfuerzos superiores en I+D, a una mejor cualificación de sus trabajadores y a una mayor dotación de capital por empleado, todos ellos factores que potencian la propensión exportadora y, por tanto, la búsqueda de nuevos nichos de mercado en las zonas de mayor crecimiento que pueden suponer una ventaja comparativa en relación al resto de comunidades autónomas.

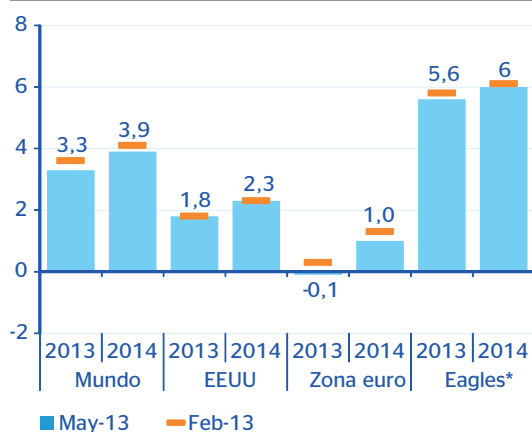
## 2. Entorno exterior

### Divergencias crecientes en la economía global y sesgos a la baja en el corto plazo para la economía española

El crecimiento global mantuvo una recuperación gradual en el primer trimestre del año, aunque con perspectivas dispares para las principales economías. El crecimiento del PIB mundial en el primer trimestre de 2013 habría sido del 0,7% a/a (respecto al mismo trimestre del año anterior) según la estimación de BBVA Research, ligeramente superior al 0,6% a/a del último trimestre de 2012. Se estima que el ritmo de la expansión global en 2013 se moderará hasta el 3,3% anual, sólo una décima por encima del crecimiento estimado para 2012, mientras que en 2014 se alcanzarán tasas cercanas al 4% (véase el Gráfico 1). Sin embargo, los indicadores disponibles apuntan a una creciente dispersión de la actividad, especialmente dentro de las economías más desarrolladas, donde la zona euro vuelve a quedarse rezagada frente a EE.UU. e incluso Japón.

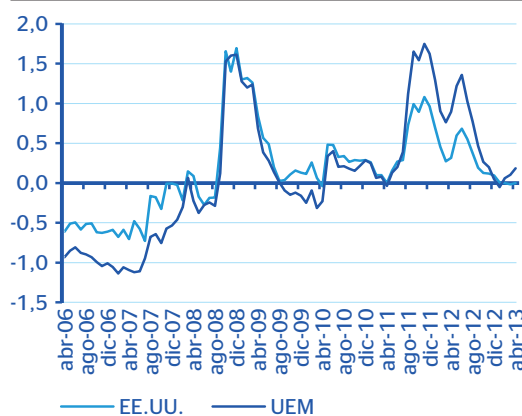
En Europa, la efectividad del BCE como garante del euro ha sido contundente, sobre todo ante eventos como el desordenado rescate de Chipre, la ausencia de gobierno en Italia durante varias semanas o la sentencia del tribunal constitucional portugués sobre la paga extraordinaria de los empleados públicos. A pesar de este entorno de mayor certidumbre en los mercados de capital (véase el Gráfico 2), los indicadores de actividad muestran la generalización de la debilidad cíclica más allá de la periferia, lo que justificó que el BCE redujera tipos a principios de mayo. Aunque esta es una medida positiva, difícilmente reducirá por sí sola la fragmentación financiera existente en la UEM que, aunque para emisores soberanos y grandes corporativos es menor que hace unos meses, sigue afectando a hogares y empresas por el desigual funcionamiento del canal bancario. Para reducir esta fragmentación es necesario que la consolidación fiscal se haga al ritmo adecuado, un compromiso más firme con las reformas estructurales en los países de la periferia y, sobre todo, un avance más decidido hacia la unión bancaria.

Gráfico 1  
**Crecimiento del PIB (%)**



\* Los países EAGLEs son China, India, Indonesia, Brasil, Rusia, Corea, Turquía, México y Taiwán  
Fuente: BBVA Research

Gráfico 2  
**Indicador BBVA de Tensiones Financieras**



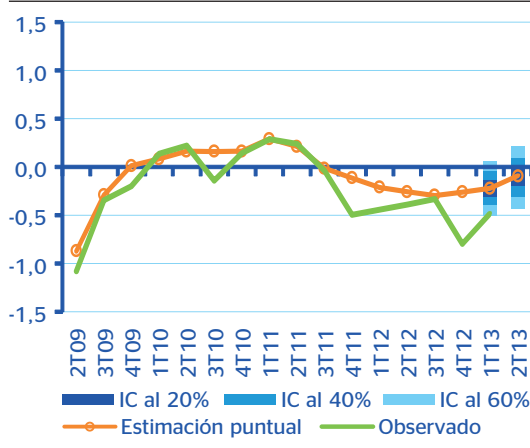
Fuente: BBVA Research

En España, los datos de actividad muestran todavía un proceso de contracción que previsiblemente se extenderá a todo el primer semestre (véase el Gráfico 3). El mantenimiento de la recesión se explica por la absorción de los desequilibrios acumulados, pero también por un entorno de menor crecimiento en los principales socios europeos, por la aceleración del proceso de ajuste fiscal en la última mitad del año y por la continuación de la fragmentación que se observa en el sistema financiero europeo. Así, a pesar de que el peso de los países del área del euro en las exportaciones españolas se ha reducido en 10p.p. (puntos porcentuales) desde el inicio de la crisis, todavía representan un 50% del total, por lo que la mayor caída respecto a la esperada

en el PIB europeo ha llevado a las exportaciones a crecer por debajo de lo previsto. En segundo lugar, el Gobierno anunció que el déficit público (sin ayudas al sistema financiero) se había reducido, alcanzando un 7% del PIB, esfuerzo significativo en un entorno recesivo. De hecho, BBVA Research estima que habrían sido necesarias medidas equivalentes a un 4,6% del PIB en 2012 para poder llegar a dicha cifra (véase el Gráfico 4). Más aún, una parte importante del esfuerzo se concentró en la última parte del año y habría afectado tanto al gasto del cuarto trimestre de 2012 como al del primer trimestre de 2013. Finalmente, la diferencia existente entre los costes de financiación de los países de la zona euro dificulta la transmisión de la política monetaria, encareciendo el crédito donde la recesión es mayor e incrementando la probabilidad de entrar en un círculo vicioso entre recesión y medidas de ajuste fiscal. Todo lo anterior apunta a un entorno moderadamente más negativo que el previsto hace tres meses y justifica una revisión a la baja de las expectativas de PIB en 2013 hasta el -1,4%.

Gráfico 3

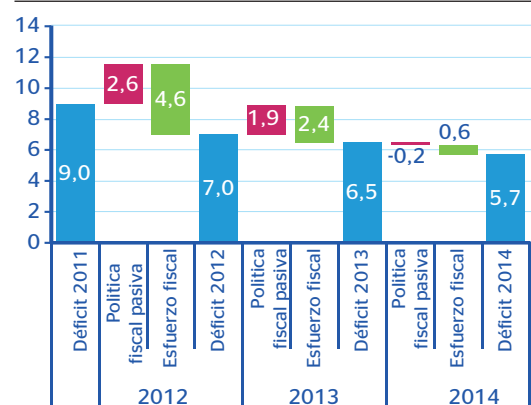
**España: crecimiento observado del PIB y previsiones del modelo MICA-BBVA (% t/t)**



Previsión actual: 6 de mayo de 2013.  
Fuente: BBVA Research a partir de INE

Gráfico 4

**AA.PP: ajuste fiscal esperado\* (% del PIB)**



\* Sin tener en cuenta el importe de las ayudas a las instituciones financieras  
Fuente: BBVA Research a partir de MINHAP e INE

En cualquier caso, las perspectivas económicas para los próximos trimestres siguen siendo cualitativamente las mismas que hace tres meses: la economía tocará fondo durante 2013 (-1,4%) y comenzará un proceso de moderado crecimiento en 2014 (+0,9%). En primer lugar, la mejora de las condiciones financieras a las que estaba sujeto el país en los mercados de capitales ha sido mayor de la que se esperaba. El retorno de los flujos ha supuesto una disminución significativa del coste de financiación del soberano, que en principio debería trasladarse durante los próximos meses a la economía. En segundo lugar, la política fiscal será algo menos contractiva que lo previsto, si la Comisión Europea ratifica los nuevos objetivos de déficit anunciados por el Gobierno en la actualización del Plan de Estabilidad y Crecimiento 2013-2016. Finalmente, existen señales que apuntan a un funcionamiento más eficiente de mercados como el laboral, donde la moderación salarial observada en 2012 (propiciada por el Acuerdo para el Empleo y la Negociación Colectiva y por la reforma laboral) podría haber evitado la destrucción de hasta 300.000 empleos en el medio plazo. Esta mayor flexibilidad será crucial para aprovechar la esperada recuperación de la economía mundial y con ella, de las exportaciones españolas.

A nivel regional, es de esperar que se mantenga la elevada heterogeneidad y que nuevamente los ajustes fiscales y la exposición a la demanda externa sean los factores que determinen la dinámica de cada una de las comunidades autónomas. A este respecto, un objetivo de déficit del 1,2% del PIB para el conjunto de las regiones es ambicioso y supondrá un esfuerzo importante. Buena parte de la credibilidad en el proceso de ajuste de las cuentas públicas radica en la capacidad de las comunidades para cumplir con sus compromisos. El Gobierno debe mantener el uso de los instrumentos que tuvieron éxito en 2012 y que permitieron la reducción del déficit, exigiendo medidas contundentes cuando exista el mínimo riesgo de desviación.

En cualquier caso, es indispensable que la ventana de oportunidad que se ha abierto con la reducción de las tensiones en los mercados de capital se aproveche para consolidar las reformas que el país necesita. En primer lugar, el mayor tiempo otorgado por la Comisión Europea para el cumplimiento de los objetivos de déficit supone una oportunidad para mejorar la composición del ajuste, incrementando la eficiencia del gasto público y del sistema impositivo, y sustituyendo con medidas permanentes algunas que son de carácter temporal. A este respecto, sería deseable ir avanzando hacia un marco fiscal con menores tipos marginales, menos deducciones y que incrementara la presión sobre el consumo y la disminuyera sobre el empleo. De igual manera, deben llevarse a cabo las reformas encaminadas a reducir el gasto estructural, que van con retraso (Proyecto de Ley de Racionalización y Sostenibilidad de la Administración Local) o de las que no se conocen los detalles (Reforma de las Administraciones Públicas).

Cuadro 1

**España: previsiones macroeconómicas**

<b>(% a/a salvo indicación contraria)</b>	<b>1T12</b>	<b>2T12</b>	<b>3T12</b>	<b>4T12</b>	<b>1T13</b>	<b>2012</b>	<b>2013 (p)</b>	<b>2014 (p)</b>
Gasto en Consumo Final Nacional	-2,0	-2,3	-2,6	-3,3	-4,0	-2,5	-3,6	-0,8
G.C.F Privado	-1,3	-2,2	-2,1	-3,0	-3,9	-2,1	-3,0	-0,5
G.C.F Hogares	-1,3	-2,2	-2,1	-3,0	-3,9	-2,2	-3,0	-0,5
G.C.F AA.PP	-3,8	-2,8	-4,0	-4,1	-4,3	-3,7	-5,1	-1,8
Formación Bruta de Capital	-7,1	-8,8	-9,2	-9,7	-9,0	-8,7	-8,5	1,3
Formación Bruta de Capital Fijo	-7,4	-9,2	-9,7	-10,3	-9,0	-9,1	-8,5	1,3
Activos Fijos Materiales	-8,1	-10,0	-10,7	-11,0	-9,8	-10,0	-8,9	1,1
Equipo, Maquinaria y Activos Cultivados	-5,1	-6,4	-7,0	-7,9	-6,5	-6,6	-4,7	4,9
Equipo y Maquinaria	-5,2	-6,5	-7,0	-7,9	-6,7	-6,7	-4,7	4,9
Construcción	-9,5	-11,6	-12,4	-12,3	-11,3	-11,5	-10,9	-1,0
Vivienda	-6,8	-7,9	-8,7	-8,7	-9,1	-8,0	-9,3	0,8
Otros edificios y Otras Construcciones	-11,9	-14,9	-15,8	-15,7	-13,3	-14,6	-12,4	-2,7
Variación de existencias (*)	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0
<b>Demanda nacional (*)</b>	<b>-3,1</b>	<b>-3,8</b>	<b>-4,0</b>	<b>-4,7</b>	<b>-1,9</b>	<b>-3,9</b>	<b>-4,5</b>	<b>-0,4</b>
Exportaciones	2,1	2,7	4,2	3,2	4,5	3,1	4,7	6,4
Importaciones	-5,9	-5,2	-3,4	-5,4	-5,1	-5,0	-4,9	2,8
<b>Saldo exterior (*)</b>	<b>2,4</b>	<b>2,4</b>	<b>2,4</b>	<b>2,8</b>	<b>2,9</b>	<b>2,5</b>	<b>3,0</b>	<b>1,4</b>
<b>PIB pm</b>	<b>-0,7</b>	<b>-1,4</b>	<b>-1,6</b>	<b>-1,9</b>	<b>-2,0</b>	<b>-1,4</b>	<b>-1,4</b>	<b>0,9</b>
<b>Pro-memoria</b>								
PIB sin inversión en vivienda	-0,3	-0,9	-1,2	-1,5	-1,6	-1,0	-1,0	1,0
PIB sin construcción	0,7	0,3	0,0	-0,4	-0,7	0,2	-0,2	1,2
Empleo total (EPA)	-4,0	-4,8	-4,6	-4,8	-4,6	-4,5	-4,1	-0,2
Tasa de Paro (% Pob. Activa)	24,4	24,6	25,0	26,0	27,2	25,0	27,1	26,4
Empleo total (e.t.c.)	-3,7	-4,7	-4,6	-4,7	-4,5	-4,4	-3,9	-0,5

(\*) Contribuciones al crecimiento

(p): previsión

Fecha cierre de previsiones: 6 de mayo de 2013

Fuente: BBVA Research a partir de INE

### 3. La economía madrileña cayó en 2012, pero tendrá una mejor recuperación que el conjunto nacional

Desde la publicación del último Situación Madrid en noviembre de 2012<sup>1</sup> varios factores han actuado sobre la evolución de la actividad económica europea, española y madrileña. A lo largo del tercer trimestre de 2012 algunos acontecimientos marcaron la evolución de la economía: en primer lugar, los mercados sufrieron un recrudecimiento de las tensiones financieras producto de la incertidumbre respecto a las decisiones de política económica, seguido de una relajación de las mismas ligada a los avances en la definición de la hoja de ruta para Europa y al proceso de consolidación fiscal en España. Adicionalmente, la actividad de los principales socios comerciales de la región mostró una desaceleración ligeramente mayor a la esperada.

Como consecuencia del freno de la actividad exterior, y de una aceleración del proceso de consolidación fiscal en la parte final de año, los indicadores de actividad de la Comunidad de Madrid experimentaron una contracción. Aunque esperada en el escenario presentado en noviembre, esta caída resultó ser mayor de la prevista, dando lugar a una reducción de la actividad muy cercana a la de la media nacional.

Durante el primer trimestre de 2013 se ha consolidado la relajación de las tensiones financieras a pesar de la realización de eventos de riesgo en las economías de algunas áreas desarrolladas. Sin embargo, pese a este menor tensionamiento de los mercados financieros, la actividad económica de los principales socios comerciales de la región se ha mantenido débil, lo que se ha traducido en un sesgo a la baja sobre el crecimiento de la economía española y madrileña.

Pese a lo anterior, existen algunos condicionantes domésticos que actúan como contrapeso, y apoyan previsiones más positivas para Madrid que para el conjunto de España. Por ejemplo, el buen desempeño de las cuentas públicas regionales durante los años precedentes implicará que, aunque el esfuerzo debe continuar, el ajuste de consolidación fiscal será menor que en otras regiones y que en años anteriores (a la espera de que se defina el reparto entre comunidades autónomas del mayor espacio ofrecido por el Estado). Esto, unido a un sector inmobiliario que se encuentra próximo a finalizar su corrección, especialmente en los principales núcleos urbanos de la región, supondrá un menor lastre para el crecimiento de Madrid en el corto y medio plazo. Por último, los datos del primer trimestre del año muestran que el sector exterior regional continuará siendo el principal motor de crecimiento para la economía española, especialmente en lo relativo a las exportaciones, tras un año 2012 que no ha sido tan positivo como se esperaba.

En resumen, la economía madrileña se verá afectada por el estancamiento previsto para sus principales socios comerciales europeos y por la contracción de la actividad en el conjunto de España, por lo que previsiblemente continuará en recesión en los próximos trimestres. Con todo, la información disponible al cierre de esta publicación apunta a que la caída en 2013 (-0,9%) será menor a la experimentada en 2012 (-1,3%) (véase el Gráfico 5).

En el próximo año, la aceleración de la expansión de la economía mundial, la vuelta a tasas positivas de crecimiento en la eurozona, la relajación de las tensiones financieras y la finalización de los procesos de ajuste internos regionales, acompañado por una política fiscal algo menos contractiva, marcará la recuperación económica en la región, lo que podría llevar a la Comunidad de Madrid a crecer entorno al +1,4% en 2014.

1: Véase Situación Madrid Noviembre 2012: [http://www.bbvaresearch.com/KETD/fbin/mult/1211\\_Situacionmadrid\\_tcm346-362024.pdf?ts=2852013](http://www.bbvaresearch.com/KETD/fbin/mult/1211_Situacionmadrid_tcm346-362024.pdf?ts=2852013)

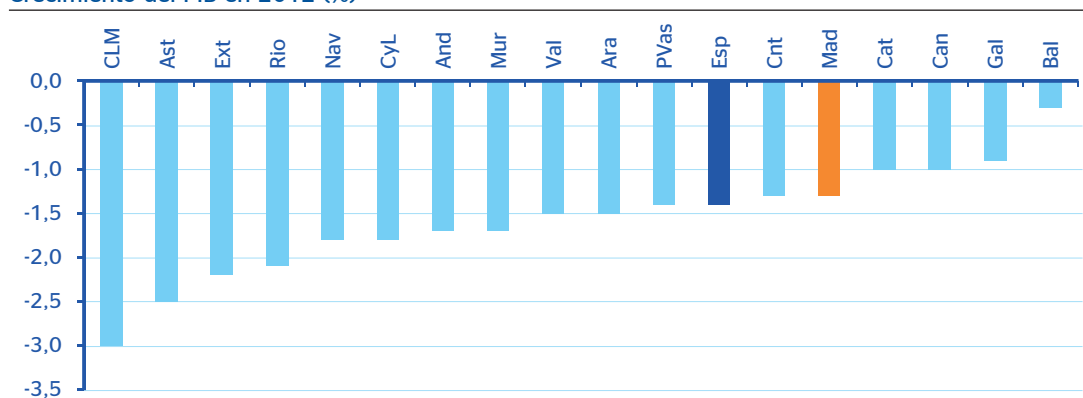


## La Comunidad de Madrid volvió a la recesión en 2012 y mostró un comportamiento marginalmente mejor que la media española

En la publicación del último número del Situación Madrid en noviembre de 2012 se planteaba que, la inevitable aceleración de algunos ajustes junto con el impacto de la incertidumbre existente en los mercados financieros, empujarían a la economía regional de vuelta a la recesión. Así, la continuidad en el esfuerzo de consolidación de las cuentas públicas, el redimensionamiento del sector de la construcción, el elevado nivel de apalancamiento del sector privado y el desempleo, se presentaban como los principales obstáculos al crecimiento económico regional. Por contra, la favorable posición de Madrid en relación al resto de comunidades autónomas en algunos de estos desequilibrios, hacía prever que la región capitalina se mantendría en el flanco más positivo de la heterogeneidad regional.

Desde entonces, una de las principales innovaciones sobre el escenario central de BBVA Research para la región ha sido la publicación de la primera estimación de la Contabilidad Regional de España (CRE) del INE para el año 2012. Los resultados de actividad para la Comunidad de Madrid apuntaron a una caída del PIB del -1,3% (BBVA Research: -0,5%), similar a la observada en el conjunto de España (-1,4).

Gráfico 5  
Crecimiento del PIB en 2012 (%)



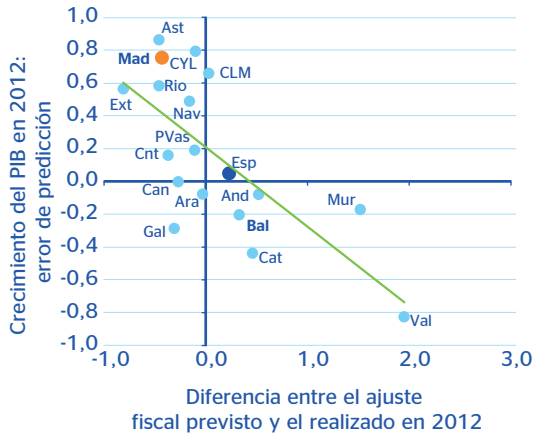
Fuente: BBVA Research a partir de INE

Varios factores explican esta divergencia entre el escenario central y el dato de primera estimación publicado por el INE: en primer lugar, la materialización de un peor comportamiento de la economía europea en la última parte de 2012 tuvo un impacto especialmente negativo sobre la evolución del sector exterior madrileño, tanto en bienes como en servicios. En segundo lugar, el ajuste del sector público fue especialmente intenso en el 4T12 para garantizar el cumplimiento de los objetivos de déficit, lo que se tradujo en una fuerte corrección del consumo, tanto del privado como del de las administraciones públicas (véanse los Gráficos 6 y 7). Por último, la divergencia histórica (0,5pp) entre los datos de crecimiento del PIB publicados por el INE y por el Instituto de Estadística de Madrid (IEM) en su Contabilidad Regional Trimestral (CRT) ha sido especialmente relevante en 2012, lo que introdujo ciertos sesgos en las previsiones regionales como consecuencia de la incorporación de la información correspondiente a cada trimestre.

En todo caso, como se ha afirmado con anterioridad y en el último número del Situación Madrid, parte de este comportamiento marginalmente mejor que el promedio nacional tiene que ver con los menores condicionantes de la economía regional y con la existencia de un potente tejido productivo y empresarial caracterizado por el empleo de una fuerza laboral en sectores de media-alta y alta cualificación tecnológica<sup>2</sup>. Por tanto, pese a los factores explicativos de esta divergencia entre el escenario de BBVA Research y el primer dato publicado por el INE, los resultados de la CRE sitúan el crecimiento de la Comunidad de Madrid como la quinta comunidad con un menor ajuste en 2012.

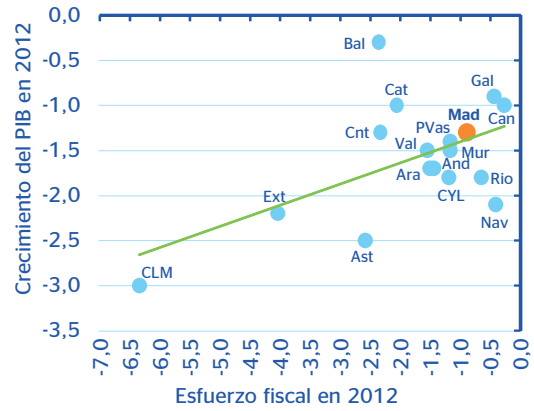
2: Sobre este aspecto se profundiza en mayor medida al final de esta sección.

Gráfico 6  
**Ajuste fiscal y crecimiento económico**



Fuente: BBVA Research a partir de INE

Gráfico 7  
**Esfuerzo fiscal y crecimiento del PIB**



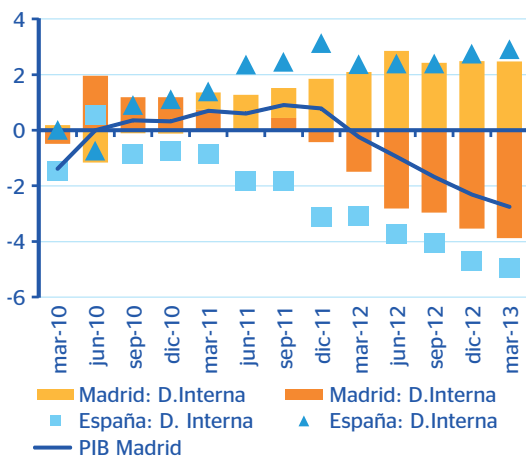
Fuente: BBVA Research a partir de INE

En lo que respecta a la composición del crecimiento, la evolución de la economía volvió a estar marcada por el avance de la demanda externa. En contrapartida, la demanda doméstica - condicionada principalmente por la aceleración del ajuste fiscal en el segundo semestre del año - continuó drenando crecimiento en 2012 (véase el Gráfico 8).

De cara al primer trimestre del año (1T13), los datos publicados por el Instituto de Estadística de Madrid (IEM) indicaron que la economía madrileña se contrajo un 0,3% t/t. De confirmarse esta estimación, el descenso de la actividad entre enero y marzo habría mejorado en dos décimas al registrado en la parte final de 2012, reflejando todavía una mayor contracción de la demanda doméstica que no está siendo compensada por la contribución del sector exterior.

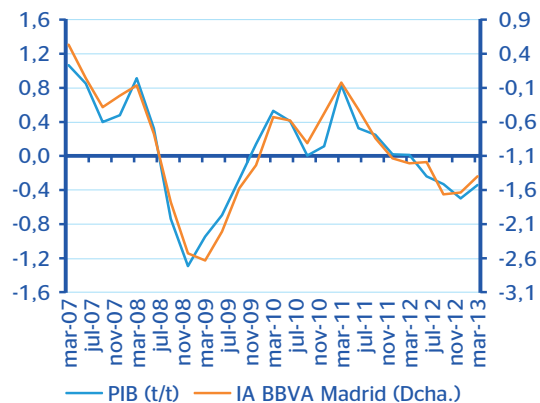
Por otra parte, la información disponible a fecha de cierre de esta publicación, que queda recogida en el indicador de actividad IA BBVA - Madrid (véase el Gráfico 9), apunta a una continuidad en el deterioro del Producto Interior Bruto (PIB) que, no obstante, estaría siendo ligeramente menos intenso que el observado en 1T13 (IA - BBVA Madrid: -0,15% t/t en 2T13, aunque todavía solamente con el 5% de la información recogida). Este dato sería consistente con la percepción de mejora que se observa en la Encuesta de Actividad Económica BBVA (véase el Recuadro 1) y con el escenario central de BBVA Research para el conjunto del año (caída de la actividad del -0,9% en 2013).

Gráfico 8  
**Madrid y España: contribuciones al crecimiento del PIB (% y p.p.)**



Fuente: BBVA Research a partir de INE e IEM

Gráfico 9  
**Madrid: IA - BBVA Madrid y Crecimiento del PIB (t/t; %)**



Fuente: BBVA Research a partir de INE

## La caída del consumo privado se intensifica en al parte final de 2012...

Aunque la incertidumbre se redujo en la segunda parte del año, la demanda doméstica continuó contribuyendo negativamente durante el 2012, aumentando a medida que avanzaba el año en línea con lo ocurrido con el promedio nacional. Según el detalle de la CRT publicada por el IEM, todas las partidas de la demanda interna contribuyeron a explicar la corrección experimentada durante 2012.

Por componentes, el consumo final total de la región fue el que menos contribuyó a la caída de la demanda interna y lo hizo gracias a la menor corrección del consumo de los hogares, puesto que éste fue el componente que mostró una menor contracción durante el año 2012. A este respecto, el comportamiento en el segundo semestre de 2012 se vio particularmente afectado por el cambio en el IVA que entró en vigor en septiembre del año pasado, y que pudo facilitar un adelanto del consumo de los hogares regionales al tercer trimestre. Esto supuso que esta partida de la demanda interna registrara tasas de crecimiento positivas en el tercer trimestre por primera vez en el último año. Por el contrario, en el último trimestre de 2012, al efecto del IVA (en este caso, negativo) se añadió la eliminación temporal de la paga extra de Navidad a los funcionarios públicos. La suma de ambos factores explica, al menos en parte, la vuelta a tasas negativas del consumo privado en 4T12 (véase el Gráfico 10).

De cara a 2013, los datos de consumo de los hogares del primer trimestre publicados por el IEM muestran un nuevo retroceso de esta partida de la demanda doméstica. Sin embargo, la caída en 1T13 fue inferior a la del último trimestre de 2012 (-0,6% t/t vs -0,9% t/t). Esta menor caída que el trimestre anterior se vio condicionada por el efecto base originado a partir del impacto de los ajustes fiscales anteriormente mencionados.

Gráfico 10

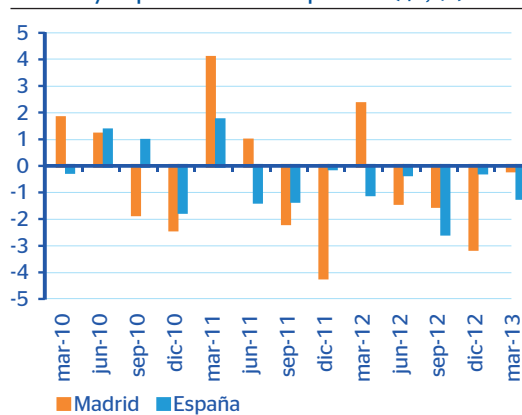
**Madrid y España: consumo de los hogares (t/t; %)**



Fuente: BBVA Research a partir de INE e IEM

Gráfico 11

**Madrid y España: consumo público (t/t; %)**



Fuente: BBVA Research a partir de INE e IEM

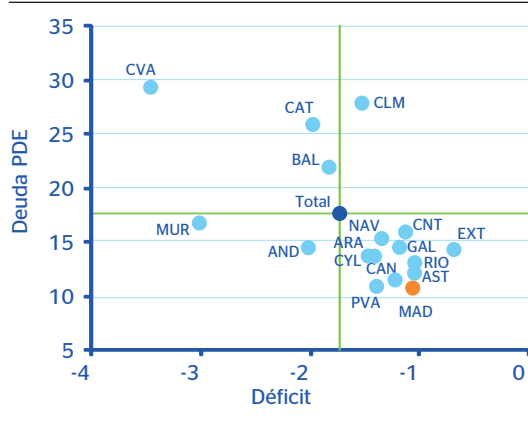
### ..., como consecuencia de la aceleración del ajuste fiscal

Desde 2007 la Comunidad de Madrid ha tenido un mejor desempeño presupuestario que el conjunto de comunidades autónomas, y ha situado su déficit por debajo de la media autonómica. Pese a ello, en 2011 registró su mayor déficit desde comienzos del presente siglo, lo que hizo que la Comunidad tuviera que aprobar un Plan económico-financiero (PEF) para reconducir sus cuentas hacia el equilibrio presupuestario. En este contexto, a lo largo de 2012, pero sobre todo durante el último trimestre del año, Madrid logró reducir su déficit casi un punto porcentual hasta situarlo en el 1,1% de su PIB, 0,4 puntos por debajo del objetivo de final de año. Como consecuencia de este esfuerzo, el consumo público cerró 2012 con una nueva caída, que fue especialmente intensa en el 4T12 (véase el Gráfico 11). Lo anterior se nota también en la reducción del empleo público, diferencialmente superior durante todo el año a la observada en el resto de España (véase el Gráfico 29).

De cara a 2013, la Comunidad de Madrid mantiene una posición relativa más favorable que la media autonómica (véase el Gráfico 12), con un déficit por debajo de objetivo del -1,2%, y con un nivel de deuda en línea con el límite establecido para dicho año (10,7%). Así, el presupuesto aprobado por el Parlamento madrileño prevé una moderación de la caída de los ingresos respecto a las previsiones iniciales de 2012, mientras que el gasto se reducirá de forma algo más intensa. En este contexto, de acuerdo a la información sobre la ejecución presupuestaria conocida, durante el primer trimestre de 2013 los ingresos siguieron cayendo respecto al mismo periodo del año anterior, salvo los procedentes del IVA y de la enajenación de inversiones reales. En cuanto a los gastos, se observa una caída en todas las partidas, salvo en los gastos financieros. Destaca el recorte ejecutado en los gastos de capital y, en menor medida, en las subvenciones y otros gastos corrientes. Como consecuencia, el déficit de la Comunidad de Madrid se situó a cierre del primer trimestre del año en torno al 0,2% del PIB madrileño, una décima por encima de la media autonómica (0,1%) y superando en casi dos décimas el déficit registrado hasta marzo de 2012 (véase el Gráfico 13). Esto puede explicar que, tras el fuerte descenso registrado en el 4T12, el consumo de las Administraciones Públicas se haya casi estabilizado, de acuerdo con la información del IEM. Con todo, a falta de más información sobre la ejecución del presupuesto de 2013, en principio, la Comunidad no debería tener problemas para cerrar el año cumpliendo con el objetivo de estabilidad establecido (-1,2%).

Gráfico 12

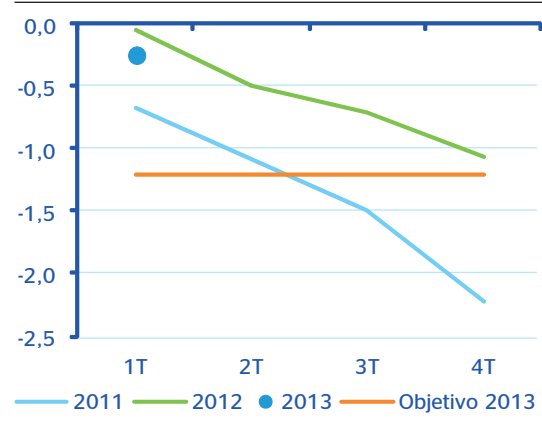
**CC.AA.: déficit y deuda PDE a cierre de 2012 (% PIB regional)**



Fuente: BBVA Research a partir de MINHAP y BdE

Gráfico 13

**Madrid: capacidad / necesidad de financiación a 1T13 (% PIB regional)**



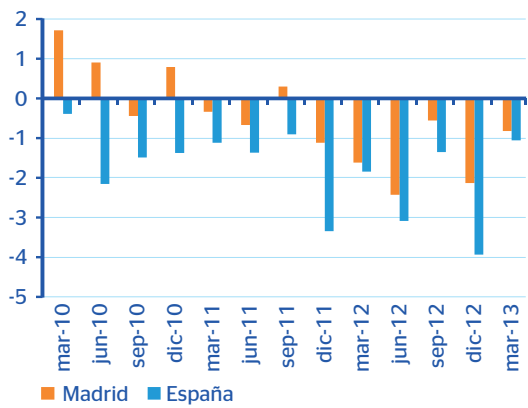
Fuente: BBVA Research a partir de MINHAP

## La mayor incertidumbre y los impulsos fiscales han marcado el comportamiento de la inversión

En relación a la inversión, los datos de la CRT confirman que, pese a la relajación de las tensiones financieras de la última parte del 2012, la región volvió a experimentar una importante intensificación de la contracción en 2012. En línea con este comportamiento, la formación bruta de capital fijo cayó un -2,1% t/t en 4T12 (desde -0,5% t/t en 3T12). Sin embargo, los primeros datos de 2013 apuntan hacia una moderación en este deterioro (véase el Gráfico 14). Así, los datos del IEM del primer trimestre reflejan que la formación bruta de capital fijo moderó su caída hasta el -0,8% t/t, la menor caída en año y medio exceptuando la correspondiente al tercer trimestre de 2012, parcialmente justificada por el adelanto de las compras ante el incremento del IVA.

Gráfico 14

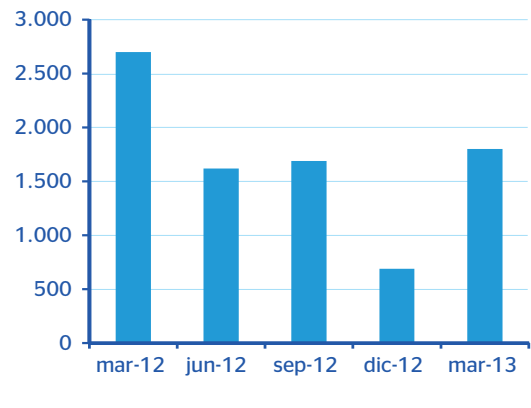
**Madrid y España:  
Formación Bruta de Capital Fijo (t/t;%)**



Fuente: BBVA Research a partir de INE e IEM

Gráfico 15

**Madrid: visados de construcción  
de vivienda nueva (datos CVEC)**



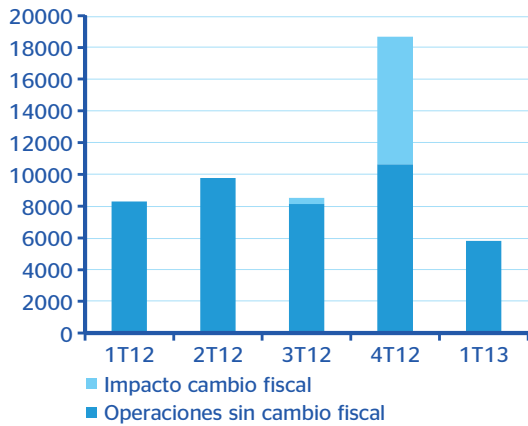
Fuente: BBVA Research a partir de Ministerio de Fomento

Por componentes, la inversión residencial se mantiene en mínimos. En particular, la construcción de nuevas viviendas en la Comunidad de Madrid sigue sin mostrar síntomas claros de recuperación. De hecho, durante 2012 los visados de vivienda de obra nueva cayeron el 62% respecto al año anterior, el mayor descenso desde que se inició la crisis, situando la iniciación de viviendas en mínimos históricos. Por su parte, durante el primer trimestre del año en curso los visados de obra nueva mostraron una elevada volatilidad y gracias al buen registro del mes de febrero, la iniciación de viviendas fue más favorable que la de los tres trimestres precedentes, una vez corregida la serie de variaciones estacionales (véase el Gráfico 15). Sin embargo esta recuperación no evita que la tendencia de la actividad constructora siga mostrando una pendiente de signo negativo.

Respecto a la demanda, los datos de transacciones de vivienda del Ministerio de Fomento reflejan una estabilización de las ventas de viviendas durante 2012, un dato que contrasta con el aumento en torno al 4% del conjunto del país. Esta estabilización de las ventas en un escenario de contracción económica fue consecuencia de la reacción de la demanda a la desaparición de la deducción por compra de vivienda y a la subida del IVA del 4% al 10% desde enero de 2013. Como consecuencia, las familias decidieron adelantar su decisión de compra para beneficiarse de una fiscalidad más ventajosa. Así, este cambio fiscal habría supuesto un aumento en las ventas de unas 8.500 viviendas, lo que supone un impacto positivo de en torno al 20% en el conjunto del año, superior al 13% estimado para la media nacional (véase el Gráfico 16). En cambio, el dato de ventas del primer trimestre de 2013 confirma el carácter transitorio de la recuperación de la última parte del año anterior. En el 1T13 las ventas de vivienda en Madrid se redujeron en torno al 45% respecto al último trimestre de 2012, tras descontar la estacionalidad propia del trimestre, un descenso superior al de la media española (-30% cvec). En cualquier caso, existe todavía un nivel de sobreoferta de vivienda nueva en el sector (2,1% del parque residencial) que, aunque inferior al registrado en el total nacional (3,8%), impedirá una fuerte recuperación de la inversión en el corto plazo (véase el Gráfico 17).

Gráfico 16

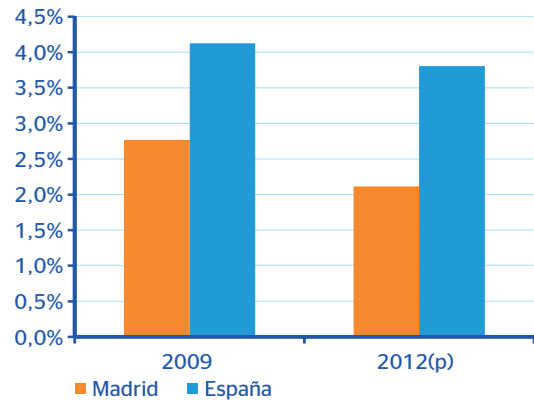
**Madrid: ventas de vivienda e impacto de la subida del IVA**



Fuente: BBVA Research a partir de Ministerio de Fomento

Gráfico 17

**Viviendas nuevas sin vender (% respecto al parque residencial)**



Fuente: BBVA Research a partir de Ministerio de Fomento

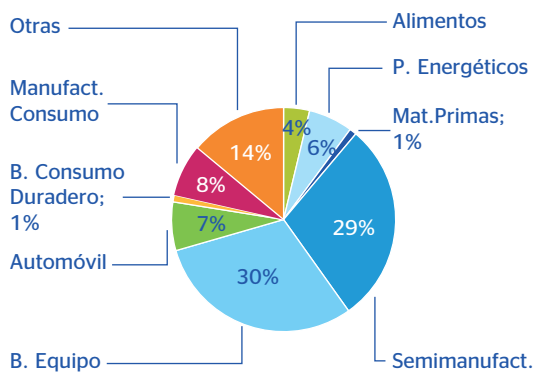
Finalmente, respecto a otro tipo de inversiones, las cifras del Ministerio de Fomento y las de Seopan (la Asociación de Empresas Constructoras de Ámbito Nacional de España) indican que la licitación oficial en la Comunidad de Madrid experimentó una contracción en torno al 57% en 2012, notablemente superior a la media nacional (-46%), siendo la caída en obra civil (66% a/a) más intensa que la referida a edificación (42% a/a). Con todo, tras el paréntesis de 2008 y 2009<sup>3</sup>, la licitación ha encadenado tres años de caídas consecutivas, siendo un 92% inferior a las cifras máximas alcanzadas en 2004, una corrección ligeramente superior a la media nacional que desde 2006 se ha contraído el 85%. En lo que respecta al año corriente, los datos de los primeros cuatro meses no muestran un cambio de tendencia en la licitación pública madrileña: entre enero y abril la licitación pública se redujo el 51% respecto al mismo periodo de 2012, una contracción mucho más notable que el 7,8% registrado en el conjunto del país.

**Las exportaciones cerraron en 2012 un año negativo para la región**

Por el lado de las exportaciones de bienes al extranjero, se confirmó la pobre evolución en 2012 que ya se apuntaba en el último Situación Madrid. El mal año (Madrid: -4% en 2012, frente a un crecimiento del 1,3% en España) estuvo marcado por la fuerte caída experimentada en el primer trimestre, superior al 21% en relación al trimestre anterior, una vez que se corrige la cifra de variaciones estacionales (CVEC). Esta disminución alcanzó prácticamente a todos los sectores – a excepción de las materias primas y el sector del automóvil – y, sobre todo, en semimanufacturas y bienes de equipo, que suponen conjuntamente más de dos tercios de las exportaciones de bienes madrileñas (véase el Gráfico 18). De hecho, eliminando esta caída correspondiente al primer trimestre de 2012, las ventas al exterior iniciaron un fuerte crecimiento durante los siguientes dos trimestres, que permitió una recuperación de los niveles de las exportaciones reales de más de un 16% (véase el Gráfico 19) que se ha repetido en el primer trimestre de 2013.

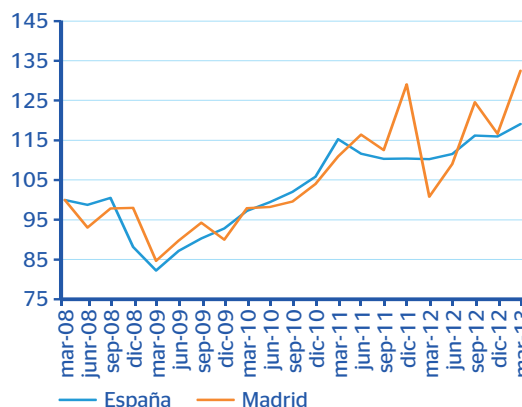
3: En Madrid la contracción de la licitación comenzó en 2005, sin embargo, el Plan Español para el Estímulo de la Economía y el Empleo de 2008 (conocido como Plan E), aminoró la caída en 2009 y dio lugar a un crecimiento en 2010.

Gráfico 18  
**Madrid: distribución sectorial de las exportaciones 2012 (%)**



Fuente: BBVA Research a partir de Datacomex

Gráfico 19  
**Madrid y España: exportaciones reales (mar-08=100; CVEC)**



Fuente: BBVA Research a partir de Datacomex

Por su parte, el turismo no ha supuesto un elemento diferencial positivo en la región en 2012, dando lugar a una mayor caída del PIB de la esperada en el escenario base del último número de la revista Situación Madrid, como ya se ha comentado. Así, el número de visitas a la región cayó un 4,9% (CVEC) durante 2012 (2,3 pp más que en el conjunto de España; véase el Cuadro 2), básicamente por la mayor caída de los turistas extranjeros que, pese a representar un menor porcentaje que los nacionales en el número de entradas en Madrid, se contrajo de manera considerablemente mayor (-7,5% CVE en 2012 vs +1,4% del conjunto de España).

Pese a la disminución en el número de entradas en hoteles de la Comunidad de Madrid, en 2012 se observó el segundo mayor registro en la serie histórica, con más de 9,86 millones, tras la cifra récord de 2011 que, en parte, estuvo justificada por la celebración de las Jornadas Mundiales de la Juventud (JMJ) en el mes de agosto de ese año. Además, la caída en la llegada de turistas nacionales es 3,3pp inferior a la de la media nacional.

Cuadro 2  
**Entradas de viajeros en el Territorio**

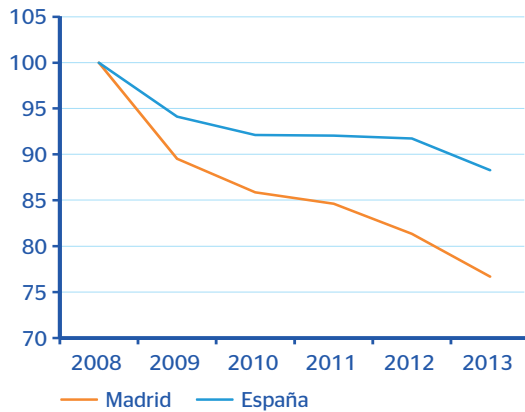
	Madrid	Cataluña	Andalucía	España
<b>Crecimiento en 2011 (a/a,%)</b>				
Total	5,6	4,9	3,8	4,2
Residentes en España	3,3	-1,6	-0,5	-0,9
Extranjeros	8,5	9,8	11,3	10,9
<b>Crecimiento 2012 (a/a,%)</b>				
Total	-4,9	-1,2	-2,8	-2,6
Residentes en España	-2,8	-4,9	-7,0	-6,1
Extranjeros	-7,5	1,4	3,5	1,4
<b>Peso en 2012</b>				
Extranjeros	43,8	61,5	42,2	48,2
Residentes en España	56,2	38,5	57,8	51,8

Fuente: BBVA Research a partir de INE

Todo esto viene reforzado, además, por una ganancia de competitividad-precio continuada desde el inicio de la crisis (véase el Gráfico 20) en relación al promedio nacional. Esta ganancia de competitividad ha buscado de manera continuada reducir el ajuste en el margen extensivo (número de viajeros) del sector turístico de Madrid ante la menor demanda de turistas extranjeros por el inicio de las dificultades en el conjunto de Europa. En todo caso el gasto medio por turista

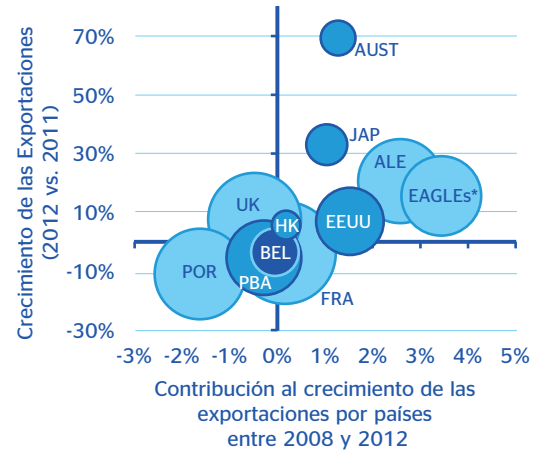
disminuyó durante el año 2012 en términos nominales un -3,2% respecto al año anterior, siendo la única región de las que existen datos<sup>4</sup>, en la que disminuyó el gasto en 2012.

Gráfico 20  
**Índice de precios hoteleros (2008=100)**



Fuente: BBVA Research a partir de INE

Gráfico 21  
**Crecimiento de las exportaciones 2012 vs contribución al crecimiento por países (%)**



EAGLES\*: China, India, Indonesia, Corea del Sur, Rusia, Turquía, Brasil y México

Fuente: BBVA Research a partir de Datacomex

Los primeros datos de 2013 muestran una vuelta a la senda de crecimiento de las exportaciones de bienes aunque no así en lo referente al sector turístico. Así, las primeras muestran un crecimiento superior al 13% t/t en el primer trimestre del año (CVE; véase el Gráfico 18, +31% a/a), gracias al crecimiento en bienes de equipo (+18% t/t) y productos energéticos (+17% t/t). Estos registros positivos de las exportaciones de bienes regionales están sustentados, además, en un proceso de diversificación geográfica hacia los países que más crecimiento están registrando y van a registrar en los próximos años, como los EAGLES<sup>5</sup> y EEUU. Incluso dentro de la Unión Europea, el comercio de Madrid se está redirigiendo hacia aquellos países con menores condicionantes para el crecimiento en los próximos años, como Alemania (véase el Gráfico 21). Además la contención de los costes laborales unitarios observada tanto en el conjunto de la economía española como, incluso en mayor medida, en la región, ha aumentado la competitividad las exportaciones de la Comunidad de Madrid en el mercado internacional, lo que puede generar ganancias de cuotas adicionales para el sector exportador regional (véase el Gráfico 22).

Sin embargo, por el lado del turismo, los registros de entrada de viajeros continúan con la senda de intenso ajuste iniciada en el segundo semestre de 2012 (véase el Gráfico 23). Así, en el acumulado de los tres primeros meses, el número de turistas en la Comunidad de Madrid habría caído un -3,0% t/t (CVE), 2pp más que el promedio nacional y un -9,2% respecto al mismo trimestre del año anterior. Pero, en este caso, y en contra de lo sucedido en 2012, esta corrección se debe a la mayor caída de los visitantes residentes en España (-5,2% t/t CVE), que de los residentes en el extranjero (-1,1% CVE), dada la mayor contracción de la economía española en relación a la de los principales socios comerciales de la región, con lo que se completan dos años de caídas consecutivas de las entradas de viajeros, tanto en términos trimestrales como interanuales.

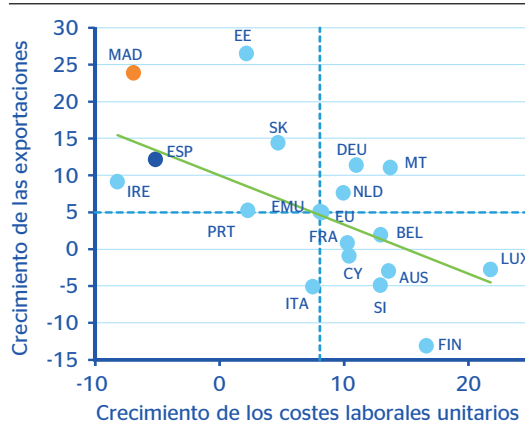
4: El Ministerio de Industria, Energía y Turismo facilita datos de gasto de los turistas extranjeros para Andalucía, Baleares, Canarias, Cataluña, Madrid, Valencia y Resto en su Encuesta de Gasto Turístico (EGATUR)

5: EAGLES (Emerging and Growth - Leading Economies): China, India, Indonesia, Taiwan, Corea del Sur, Rusia, Turquía, Brasil y México



Gráfico 22

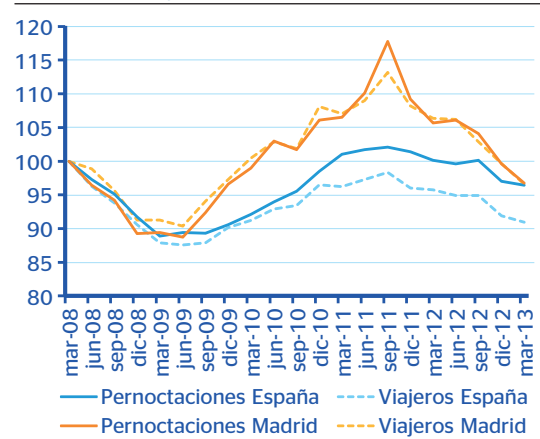
**Crecimiento acumulado  
de las exportaciones de bienes y  
de los costes laborales unitarios, 1T08-4T12 (%)**



Fuente: BBVA Research a partir de INE, Datacomex y Eurostat

Gráfico 23

**Entrada de viajeros (mar-2008=100)**



Fuente: BBVA Research a partir de INE

**La mayor caída de las importaciones permitió mantener la contribución positiva del sector exterior**

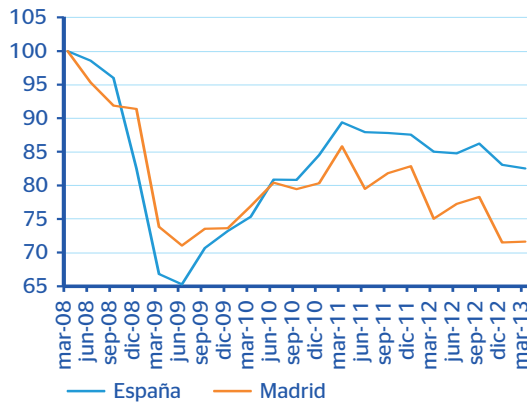
Por el lado de las importaciones de bienes desde el extranjero, se confirmó la mayor contracción de esta partida en 2012 en relación al conjunto de España. Además, esta mayor caída de las compras al exterior (-8,3% en Madrid vs -3,7% España) más que compensó la que también se observó en las exportaciones regionales lo que, en conjunto, permitió que el sector exterior de Madrid mantuviera una contribución al crecimiento superior que en España.

Esta mayor contracción de las importaciones regionales en el año anterior se produjo, básicamente, en el primer trimestre de 2012, cuando -al igual que sucedió con las exportaciones- la caída superó el 9% trimestral, una vez que se corrige la cifra de variaciones estacionales y calendario (CVEC; véase el Gráfico 24). El hecho de que la estructura sectorial de las importaciones y exportaciones sea muy similar apoya cierta evidencia sobre el contenido importador de las exportaciones regionales, lo que explicaría la fuerte correlación en el comportamiento de ambas variables.

Desde un punto de vista sectorial, la caída se observó prácticamente en todos los sectores - a excepción de alimentos, productos energéticos y otros - y, sobre todo, en bienes de equipo y sector del automóvil, que suponen conjuntamente más de un 38% de las importaciones de bienes (véase el Gráfico 25).

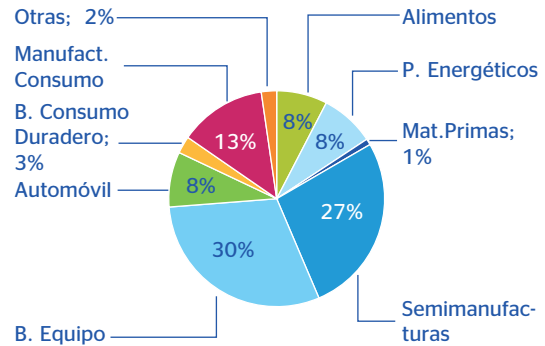
En el comienzo de 2013, los datos muestran un pequeño crecimiento de las compras al exterior regionales en relación al último trimestre de 2012. Así, una vez se corrigen los datos de estacionalidad y de efecto calendario, las importaciones regionales habrían crecido un 0,2% frente a una caída de -0,6% del conjunto nacional.

Gráfico 24  
**Madrid y España:  
importaciones de bienes (mar-08=100; CVEC)**



Fuente: BBVA Research a partir de Datacomex

Gráfico 25  
**Madrid: distribución sectorial de las  
importaciones 2012 (%)**



Fuente: BBVA Research a partir de Datacomex

## El mercado de trabajo exhibió un mejor comportamiento en 2012 que se iguala en el primer trimestre de 2013

La evolución del mercado laboral durante 2012 en la Comunidad de Madrid ha sido negativa aunque lo fue menos que en el conjunto de comunidades. Así, en 2012 la afiliación a la Seguridad Social cayó un -2,0% frente a una caída del -3,6% en el resto de España (véase el Gráfico 26). Esta disminución se intensificó de manera importante (al igual que en el resto de España), en parte por la pérdida de los cuidadores no profesionales entre las estadísticas de afiliación<sup>6</sup>.

Por el lado del paro registrado, no se observó una evolución diferencial positiva de Madrid durante el año 2012 puesto que los datos apuntan a un incremento similar en Madrid (+10,7%) que en el resto de España (+10,9%). Lo que sí supuso una novedad desde la publicación del último número del Situación Madrid es que la destrucción de empleo sí se aceleró en la región durante el segundo semestre de 2012 en relación a la primera parte del año (véase el Gráfico 27).

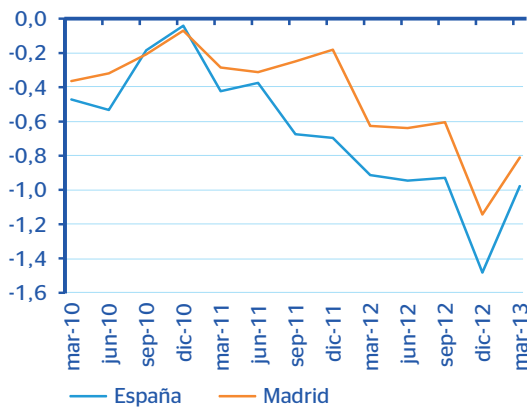
En lo que se refiere al primer trimestre de 2013, los datos de afiliación muestran una disminución en el ritmo de corrección del mercado laboral madrileño hasta el -0,8% (t/t CVE) dos décimas menos de caída que en el resto de España. Por su parte, el incremento en el paro registrado disminuyó en relación al trimestre anterior (+1,1% t/t CVE), lo que supone nuevamente una menor corrección tras el dato negativo del 4T12, aunque continúa siendo mayor que la del resto de España, donde se produjo prácticamente un estancamiento.

Por su parte, la Encuesta de Población Activa (EPA) correspondiente al primer trimestre del año confirma un menor deterioro de los registros del mercado laboral regional, especialmente por una menor destrucción de empleo. A pesar de la disminución de la población activa (-3.900 personas; -1.200 CVE) la tasa de desempleo se incrementó en 2,3pp en la Comunidad de Madrid (España +3,4 pp) hasta alcanzar en promedio el 19% de la población activa, frente al 25% de España, situándose como la quinta más baja de todas las comunidades.

6: [http://www.bbvaesearch.com/KETD/fbin/mult/121204\\_Flash\\_Espana-Paro\\_nov12\\_tcm346-363172.pdf?ts=2952013](http://www.bbvaesearch.com/KETD/fbin/mult/121204_Flash_Espana-Paro_nov12_tcm346-363172.pdf?ts=2952013)

Gráfico 26

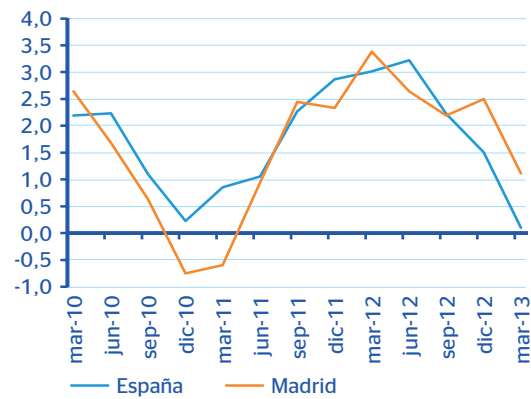
**Madrid y España:  
afiliados a la Seguridad Social (CVEC, t/t, %)**



Fuente: BBVA Research a partir de Seguridad Social

Gráfico 27

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



Fuente: BBVA Research a partir de SEPE

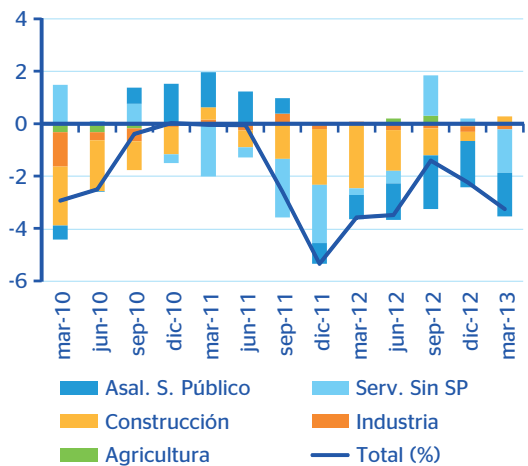
Desde un punto de vista sectorial, todos los sectores destruyeron empleo durante 2012, a excepción del sector servicios - excluyendo de él los asalariados del sector público - que, con un peso en los ocupados del 68% durante el año pasado, fue el único sector con una ligera creación de empleo (0,3%) y, además, fue el responsable de la mayor parte del diferencial de crecimiento positivo existente durante el último año con el conjunto de España (véanse los Gráficos 28 y 29). En el resto de sectores, la destrucción de empleo fue especialmente intensa en los asalariados del sector público (responsables de más del 79% de la destrucción de empleo), seguido de construcción (15%), industria (9,6%) y agricultura (4,7%).

Así, pues, de especial relevancia durante 2012 fue la corrección de los asalariados del sector público que, siendo mayor que en el promedio nacional, permitió compensar parcialmente el comportamiento diferencial positivo de los servicios durante 2012, convirtiéndose en el mayor freno para la evolución de empleo en la región.

En este sentido, los datos del primer trimestre de 2013 muestran que, frente a la caída total del empleo del -3,3% (a/a), la destrucción de puestos de trabajo en el sector privado fue proporcionalmente menor (-2% a/a).

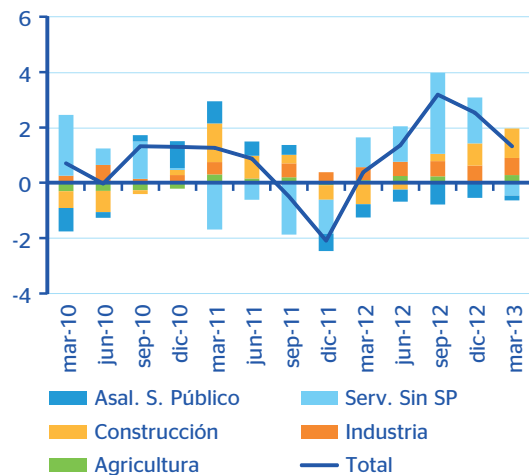
Además, para el corto plazo, el Gobierno regional ha puesto en marcha el Plan de Empleo para 2013 que pretende incentivar la creación de puestos de trabajo entre los grupos de población especialmente afectados como son jóvenes y mayores. Este plan pretende reforzar y apoyar la actividad de autónomos y pymes y acaba de ser puesto en marcha con medidas como el Programa de Incentivos a la Contratación de la Comunidad de Madrid, dotado con 28 millones de euros.

Gráfico 28  
**Madrid: empleo EPA  
y contribuciones por sectores (a/a y p.p.)**



Fuente: BBVA Research a partir de INE

Gráfico 29  
**Madrid: diferencial de crecimiento con España  
de los asalariados, por sectores (a/a y p.p.)**



Fuente: BBVA Research a partir de INE

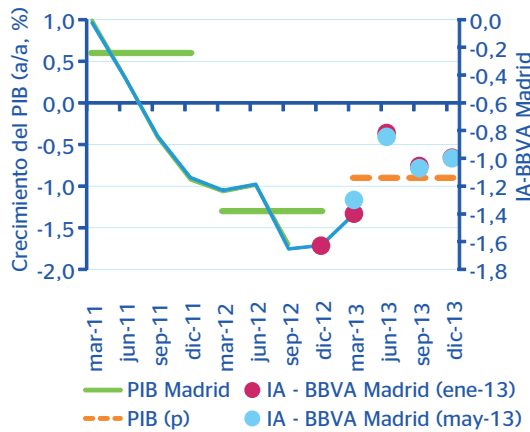
## Escenario 2013-2014: se tocará fondo en 2013 y 2014 marcará el inicio de la recuperación

Como se adelantaba en el inicio de esta sección, los determinantes de la economía española y madrileña siguen siendo consistentes con la prolongación del tono contractivo de la actividad durante los próximos trimestres. En cualquier caso, durante los últimos tres meses se han acumulado una serie de factores que, en su conjunto, sesgan a la baja las perspectivas sobre la economía de la Comunidad de Madrid. En particular, la nueva información afecta a cuatro ámbitos diferenciados: i) se ha publicado la primera estimación de la Contabilidad Regional de España (CRE) para el año 2012; ii) se han conocido datos adicionales de la mayoría de indicadores de coyuntura; iii) se han anunciado los datos referentes al déficit autonómico de 2012 y iv) se han revisado las previsiones de crecimiento de los principales socios comerciales.

En primer lugar, y como se mencionó anteriormente, los datos de contabilidad regional (CRE) publicados por el INE mostraron una contracción de la economía regional algo más intensa en 2012 que la prevista por BBVA Research, lo que en principio supone un sesgo a la baja sobre las perspectivas a corto plazo. En segundo lugar, los datos de los primeros meses del año continúan mostrando que la economía madrileña se mantiene en recesión, aunque el indicador IA - BBVA Madrid apunta a una evolución marginalmente menos negativa de la que se observaba en enero (véase el Gráfico 30) y así lo confirman las cifras publicadas por el IEM que mostraron una contracción en el primer trimestre del año del 0,3% t/t. En tercer lugar, tras haber situado el déficit público en 2012 en el 1,07% del PIB (más de 4 décimas por debajo del objetivo y 7 de diferencia respecto al promedio de otras comunidades autónomas), la región se enfrenta a un esfuerzo de consolidación fiscal inferior al de la media (véase el Gráfico 31). Como ya se explicó, parte del mayor esfuerzo fiscal respecto al esperado en 2012 explicaría la caída de la economía madrileña en línea con la española, por lo que al enfrentarse a una menor carga de reducción del déficit, las expectativas para la demanda interna de la comunidad deberían ser mejores en 2013. En este punto, es necesario mencionar que las previsiones que aquí se presentan están realizadas tanto bajo el supuesto de cumplimiento del objetivo conocido hasta ahora por parte de todas las comunidades autónomas (1,2% del PIB), como bajo la existencia de una meta simétrica para todas. Cualquier modificación a estos supuestos añadiría sesgos adicionales que podrían inducir una revisión de las previsiones aquí presentadas. Por último, el deterioro en las perspectivas sobre el dinamismo de las economías europea (donde se espera ahora una moderada contracción del PIB en 2013) y española, supondrá un condicionante adicional sobre la demanda exterior de la región, tanto de bienes como de servicios. Como sesgo positivo

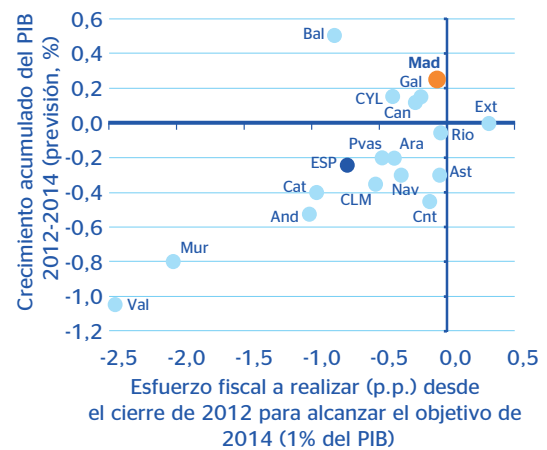
cabe destacar la creciente diversificación geográfica de las exportaciones de bienes regionales que, además, están siendo orientadas hacia aquellos mercados con un mayor potencial de crecimiento en los próximos años, como ya se explicó anteriormente.

Gráfico 30  
**IA - BBVA Madrid,  
Crecimiento del PIB y previsiones**



Fuente: BBVA Research a partir de INE

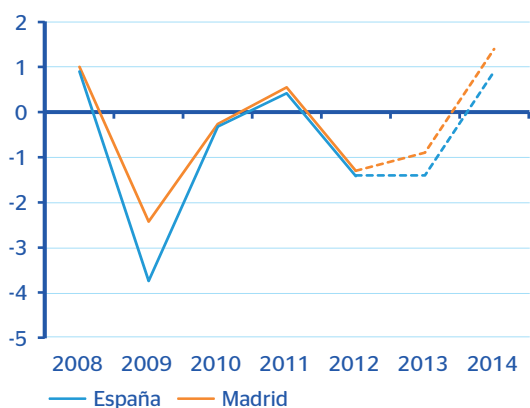
Gráfico 31  
**Esfuerzo fiscal a realizar para lograr el objetivo y  
previsión de crecimiento del PIB en 2013**



Fuente: BBVA Research a partir de INE

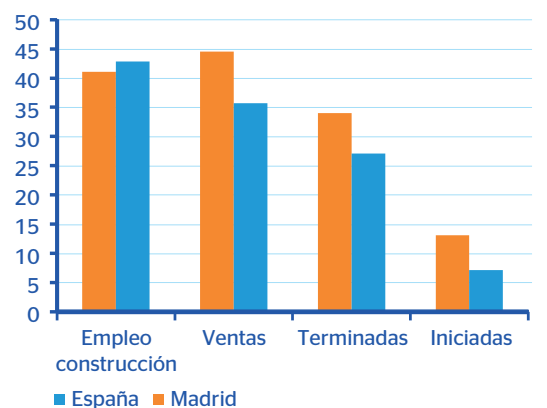
En suma, con estos condicionantes se espera que la economía madrileña siga en recesión durante los próximos trimestres y que, en el escenario más probable, se observe una caída del PIB del 0,9% en 2013, inferior a la registrada en 2012 y menor que la del agregado de España (-1,4%). Sin embargo, las fortalezas características de la economía regional permiten pensar que, durante 2014, la economía exhibirá un crecimiento moderado de la actividad del 1,4% (véase el Gráfico 32). En primer lugar, las exportaciones (principalmente de bienes) han mostrado una fortaleza notable en los últimos trimestres, reflejo de su competitividad. En segundo lugar, las perspectivas de inversión deberían de mejorar con la recuperación de la economía mundial y las menores tensiones financieras, sobre todo en sectores como la maquinaria y el equipo. En tercer lugar, el ajuste en el sector inmobiliario por el lado de la oferta se aproxima a su fin, por lo que, aunque la absorción de los desequilibrios acumulados todavía será lenta, el sector dejará de contribuir negativamente al crecimiento durante los próximos años (véase el Gráfico 33); no en vano, este sector ya contribuyó positivamente a la creación de empleo en el primer trimestre del año, aunque esto no significa necesariamente que continúe haciéndolo.

Gráfico 32  
**Madrid y España:  
crecimiento del PIB y previsiones**



Fuente: BBVA Research a partir de INE

Gráfico 33  
**Madrid: variables del sector inmobiliario en 2012  
respecto al promedio 2004-2007**

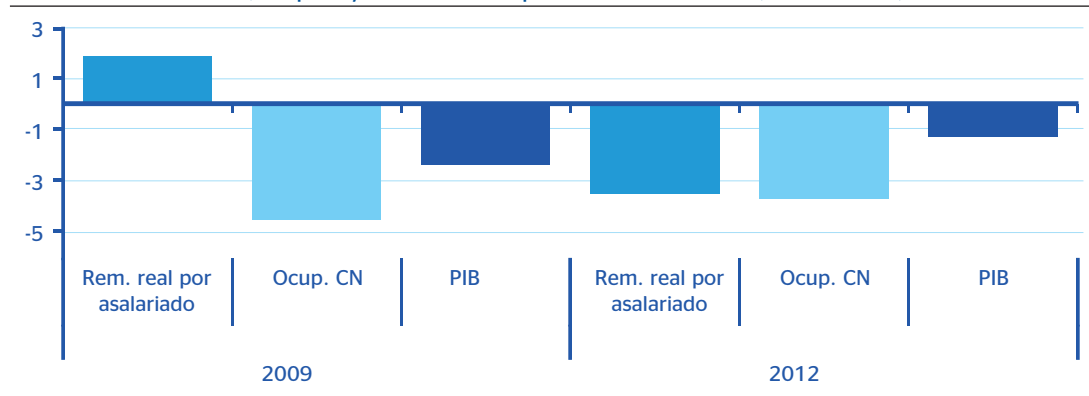


Fuente: BBVA Research a partir de Ministerio de Fomento

En cuarto lugar, la consolidación fiscal requerirá en 2014 un menor esfuerzo, no sólo respecto a los dos años precedentes, sino también en relación al promedio nacional, y será necesario también un menor esfuerzo para volver a cumplir con el objetivo de déficit en 2013, lo que incidirá en una menor contribución negativa del gasto público a la demanda interna. Finalmente, la situación del mercado laboral madrileño, aún siendo mala, es mejor que la del conjunto de España gracias, en parte, a la existencia de algunas señales que serían reflejo de un funcionamiento más eficiente del mismo. En particular, mientras que en la anterior recesión los salarios reales crecieron al mismo tiempo que se daba una intensa destrucción de empleo, durante 2012 se ha observado una corrección en la moderación salarial (margen intensivo) que habría servido para evitar una mayor pérdida de puestos de trabajo (corrección en el margen extensivo del empleo; véase el Gráfico 34). Esta mayor flexibilidad, debería implicar una creciente capacidad para lograr ganancias de competitividad que ayuden a las empresas a captar mercados lo que, unido a la mayor libertad y flexibilidad empresarial y a la menor presión fiscal existente en la región, debería permitir el mayor aprovechamiento de la demanda externa y la creación de empleo en un mercado, por lo general, menos castigado que el del promedio nacional.

Gráfico 34

**Madrid: salarios reales, empleo y PIB (variación porcentual acumulada, datos CVEC, %)**

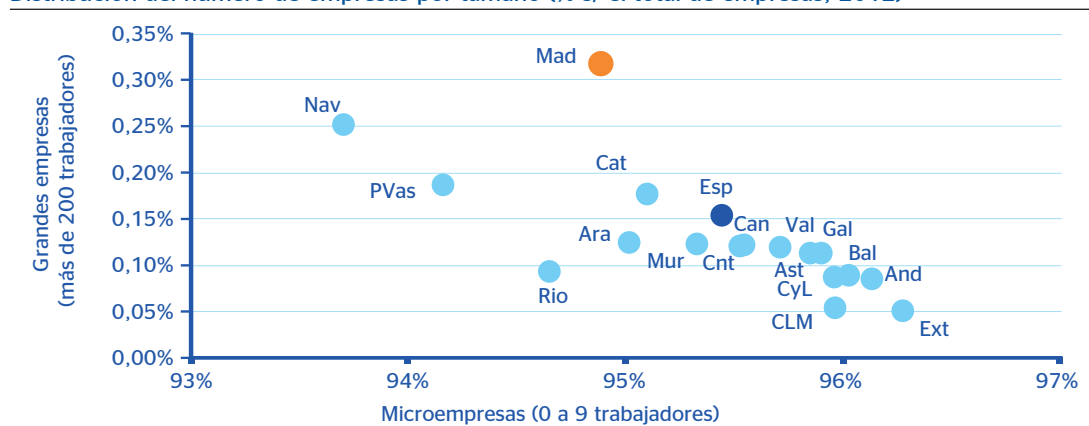


Fuente: BBVA Research a partir de INE

Por otra parte, otra ventaja adicional para la región que sirve como elemento de soporte del crecimiento de Madrid es el número de grandes empresas existentes en la Comunidad (véase el Gráfico 35). Como se mostraba en el observatorio sobre la Internacionalización de las empresas españolas publicado a finales de 2012, el tamaño de éstas es un elemento favorecedor de la propensión exportadora, del esfuerzo en I+D y de la mejora del capital humano, entre otros. Por ello, esta posición de la Comunidad de Madrid supone un elemento diferenciador positivo para la recuperación del crecimiento en esta comunidad.

Gráfico 35

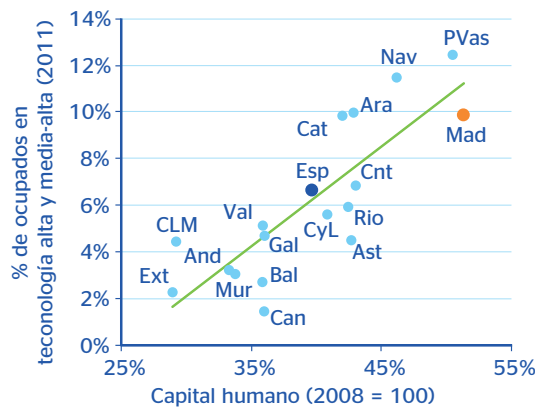
**Distribución del número de empresas por tamaño (% s/ el total de empresas; 2012)**



Fuente: BBVA Research a partir de INE

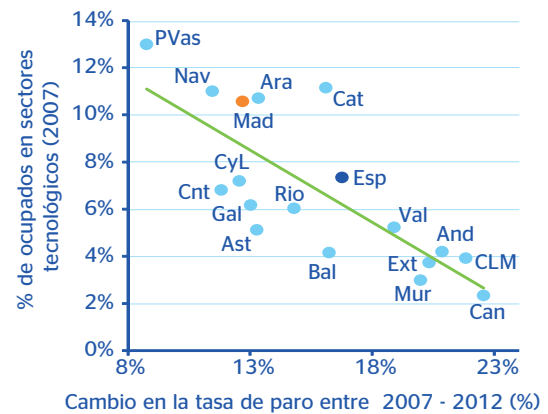
Finalmente, para la evolución diferencial de la Comunidad de Madrid en el largo plazo resulta imprescindible seguir apostando por el capital humano y por la formación. En este sentido, la experiencia reciente muestra que cuanto mayor es el nivel de capital humano de una población, medido éste como el porcentaje de habitantes con educación secundaria, mayor es el porcentaje de ocupación en sectores de media-alta y alta tecnología (véase el Gráfico 36). Y además, la evidencia muestra que a mayor nivel de ocupación en sectores de media-alta y alto nivel tecnológico menor es la destrucción de empleo en épocas recesivas como la actual (véase el Gráfico 37). En este sentido, la Comunidad de Madrid se encuentra en una posición privilegiada en relación al promedio de España tanto en términos de capital humano como, por tanto, de población ocupada en sectores de media-alta y alta tecnología, que ha favorecido un menor deterioro de la tasa de empleo durante la crisis actual. Sin embargo, para garantizar esta buena posición relativa de la región es necesario continuar apostando por la formación y por el capital humano que permiten la obtención de una mayor cualificación que genera ganancias de competitividad y dota al empleo de una calidad y estabilidad.

Gráfico 36  
**Capital humano vs ocupados en tecnología alta y media-alta**



Fuente: BBVA Research a partir de INE

Gráfico 37  
**Ocupados en sectores de alta y media-alta tecnología en 2007 vs cambio de la tasa de paro entre 2007 y 2012**



Fuente: BBVA Research a partir de INE

Además de lo expuesto hasta aquí, asegurar la sostenibilidad de las finanzas públicas, continuar con la diversificación de los destinos de las exportaciones y seguir incidiendo en la mejora de la competitividad se antojan fundamentales para el crecimiento a largo plazo de la economía regional. Así, el Gobierno regional deberá realizar un minucioso seguimiento, mes a mes, de la evolución del proceso de consolidación fiscal, tanto por la normal incertidumbre que se cierne sobre los ingresos en un entorno recesivo, como para realizar un control efectivo del gasto público y poder evitar una posible relajación que lleve a una salida de la senda de consolidación fiscal. Asimismo, el Gobierno español tiene por delante una enorme agenda reformadora, donde existen políticas que podrían tener un impacto significativo sobre la Comunidad de Madrid. Entre ellas se encuentran las encaminadas a avanzar hacia la unidad de mercado, la liberalización del sector servicios (principal sector en importancia de la región, como se ha comentado anteriormente), la mejora de la financiación de las empresas, la de la eficiencia de las administraciones públicas, y asegurar la sostenibilidad del sistema de pensiones o disminuir la dependencia energética, entre otras. Dada la gravedad de la situación del mercado de trabajo, es necesario garantizar que todos los mecanismos de la última reforma laboral funcionan eficazmente y adoptar medidas adicionales con las que reducir la temporalidad, aumentar la productividad y la empleabilidad, acelerar la reasignación de empleo entre empresas y sectores y mejorar la eficiencia de las políticas activas y pasivas de empleo.

Cuadro 3

**España: crecimiento del PIB real por CC.AA.**

	2011	2012	2013	2014
Andalucía	0,0	-1,7	-1,9	0,9
Aragón	0,3	-1,5	-1,4	1,0
Asturias	-0,1	-2,5	-1,2	1,1
Baleares	1,6	-0,3	-0,4	1,4
Canarias	1,7	-1,0	-0,8	1,0
Cantabria	0,6	-1,3	-1,6	0,7
Castilla y León	1,1	-1,8	-1,1	1,4
Castilla-La Mancha	-0,4	-3,0	-1,7	1,0
Cataluña	0,6	-1,0	-1,5	0,7
Extremadura	-0,9	-2,2	-1,0	1,0
Galicia	-0,1	-0,9	-1,0	1,3
<b>Madrid</b>	<b>0,6</b>	<b>-1,3</b>	<b>-0,9</b>	<b>1,4</b>
Murcia	0,0	-1,7	-2,1	0,5
Navarra	1,4	-1,8	-1,4	0,8
País Vasco	0,8	-1,4	-1,2	0,8
Rioja (La)	1,0	-2,1	-1,3	0,7
C. Valenciana	-0,1	-1,5	-2,5	0,4
<b>España</b>	<b>0,4</b>	<b>-1,4</b>	<b>-1,4</b>	<b>0,9</b>

Fecha cierre de previsiones: 6 de mayo de 2013

Fuente: BBVA Research a partir de INE



**Recuadro 1. Análisis de la situación económica de la Comunidad de Madrid a través de la encuesta BBVA de Análisis Económico. Primer trimestre del 2013<sup>9</sup>**

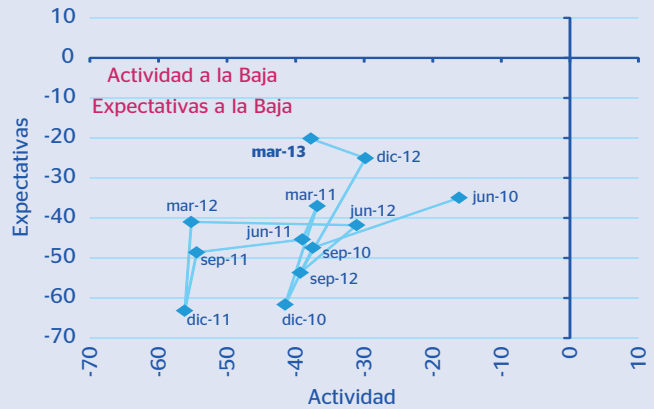
Con la finalidad de complementar el análisis de la situación económica de la Comunidad de Madrid, BBVA Research puso en funcionamiento en esta región la Encuesta de Análisis Económico (EAE) en junio de 2010, con periodicidad trimestral. La EAE está dirigida al personal de la red de oficinas de BBVA en la Comunidad de Madrid y en ella se les pregunta por la evolución de las principales variables de actividad en el ámbito de influencia geográfico de su oficina. Esta encuesta, que ya se realiza en todas las comunidades autónomas, es una herramienta importante de análisis temprano de las economías regionales y locales, como ya se ha ido informando en números anteriores de esta publicación.

**En el primer trimestre de 2013, tanto la situación como las expectativas empeoraron en relación al trimestre anterior**

Los resultados de la EAE muestran que, en el primer trimestre del año, la economía empeoró en relación al trimestre anterior y que las perspectivas continúan apuntando a un deterioro adicional en el segundo trimestre. Sin embargo, mientras que la visión sobre lo ocurrido con la actividad refleja un pequeño deterioro adicional frente al trimestre anterior, se observa un menor pesimismo en las perspectivas para el próximo trimestre. En el 1T13, la diferencia entre el porcentaje de respuestas que indican un avance de la economía y el porcentaje de los que sugieren un empeoramiento -habitualmente utilizada como un indicador de la situación económica- se ha situado en los -38 puntos, 8 puntos menos que en el 4T12. Por otro lado, los participantes en la EAE esperan que, aunque el deterioro económico se mantenga en el 2T13, éste se ralentice: el 66% de los encuestados opina que la situación de la economía no se agravará en el 2T13, frente al 61% que esperaban que se produjera un retroceso en el 1T13.

Gráfico 38

**Madrid: actividad y expectativas sobre el próximo trimestre**



Fuente: BBVA

Desde una perspectiva sectorial, prácticamente todos los indicadores se mantienen en terreno negativo y la opinión de los encuestados sobre su evolución en el primer trimestre del año es mixta: algunos de ellos reflejan mejoras parciales en relación al trimestre anterior, mientras que otros muestran un deterioro adicional.

Según los encuestados, las buenas noticias continuaron llegando, un trimestre más, desde las exportaciones (+16%) y el turismo (+1%), pues ambos indicadores son los únicos que se encuentran en positivo. Esto supone que ambos muestran una mejor evolución que en el mismo trimestre del año anterior. Estos resultados son consistentes, especialmente en lo referente a la opinión de los encuestados sobre las exportaciones, con la evolución de los indicadores de actividad del sector exportador regional que, como se analizan en el apartado 3 de esta publicación, continúan mostrando un cierto dinamismo gracias al tirón de la demanda externa.

9: Se agradece la participación en las encuestas de todos los miembros del equipo de BBVA en la Comunidad de Madrid.

Por el lado negativo, los indicadores más castigados en términos absolutos continúan siendo aquellos relacionados con la construcción, tanto el empleo como la inversión (-65% y -60%, respectivamente) en línea con los trimestres anteriores y con la corrección que, todavía, está experimentando este sector. Las ventas también continúan entre los indicadores más castigados (-55%), registrando uno de los mayores deterioros en relación al trimestre precedente (-14pp).

En resumen, los resultados de la EAE sugieren que la actividad económica madrileña habría vuelto a caer en 1T13, pero las expectativas para el segundo trimestre apuntan a una contracción de menor intensidad que en el primero. Esto estaría en línea con lo apuntado por el Indicador de Actividad IA BBVA - Madrid en la parte 3 de esta publicación.

Cuadro 4

**Encuesta de Actividad Económica**

<b>(% de respuestas)</b>	<b>1er Trimestre 2013</b>	<b>4º Trimestre 2012</b>	<b>1er Trimestre 2012</b>
	<b>Saldo</b>	<b>Saldo</b>	<b>Saldo</b>
Actividad Económica	-38	-30	-55
Perspectiva para el próximo trimestre	-20	-25	-41
Producción industrial	-37	-33	-52
Cartera de pedidos	-44	-38	-54
Nivel de estocs	-31	-29	-37
Inversión en el sector primario	-24	-18	-24
Inversión industrial	-34	-22	-34
Inversión en servicios	-33	-31	-43
Nueva construcción	-60	-55	-59
Empleo industrial	-45	-46	-61
Empleo en servicios	-39	-39	-53
Empleo en construcción	-65	-70	-73
Precios	-7	4	-2
Ventas	-55	-41	-62
Turismo	1	1	-9
Exportaciones	16	16	-10

 (\*) Saldo de respuestas extremas  
 Fuente: BBVA

## 4. Las finanzas autonómicas en boom y en crisis (2003-12)

Ángel de la Fuente (Instituto de Análisis Económico - CSIC)

### Introducción

En esta nota se analiza la evolución de las finanzas regionales durante la última década –un período que incluye el pico de la anterior expansión además de la crisis en la que todavía estamos inmersos–. El ejercicio ayuda a poner en perspectiva la actual controversia sobre las finanzas autonómicas. En ella se suele poner el acento en la dureza de los recortes de los últimos ejercicios, olvidando la explosión del gasto durante los años precedentes. Cuando se toma el período en su conjunto, el proceso de consolidación presupuestaria que comienza en 2010 aparece como una corrección parcial y tardía de los excesos de años anteriores. Pese al recorte, los niveles actuales de gasto deberían ser suficientes para mantener estándares aceptables en los servicios básicos de titularidad autonómica.

La información utilizada en el presente trabajo proviene fundamentalmente de las liquidaciones anuales de los presupuestos de las comunidades autónomas que publica el Ministerio de Hacienda y Administraciones Públicas (MHAP, 2013a) y de los datos de ejecución presupuestaria que ofrece la misma fuente (MHAP, 2013b). En las series de ingresos y gastos presupuestarios se han introducido ciertos ajustes con el fin de corregir las distorsiones generadas en sus perfiles temporales por la forma en la que se han contabilizado algunas partidas, incluyendo las retenciones realizadas a las comunidades autónomas en concepto de reintegro de los saldos negativos de las liquidaciones del sistema de financiación regional correspondientes a los años 2008 y 2009 y las facturas pendientes de pago no contabilizadas en cada ejercicio<sup>8</sup>. También se ha construido una serie de ingresos regionales con un criterio de devengo. La diferencia entre la serie de ingresos presupuestarios o por caja y la serie de ingresos devengados es que en la primera se contabilizan los ingresos realmente percibidos durante el ejercicio, esto es, la suma las entregas a cuenta del año en curso más las liquidaciones del sistema de financiación pagadas o percibidas durante el mismo (que generalmente corresponden a dos años atrás), mientras que en la segunda se tienen en cuenta los ingresos correspondientes al año, incluyendo la liquidación del mismo (aunque se pague realmente en otro ejercicio).

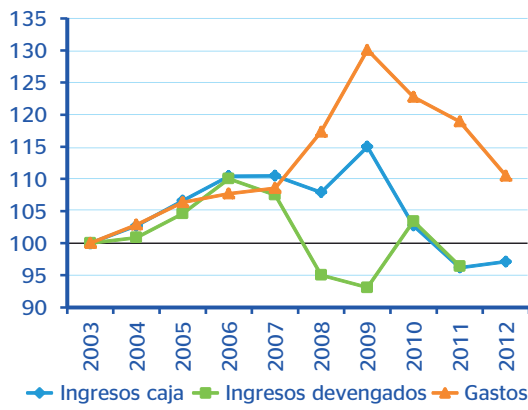
### Evolución del conjunto de las comunidades autónomas

Los Gráficos 39 Y 40 resumen la evolución de los ingresos y de los gastos no financieros del conjunto de las comunidades autónomas españolas entre 2003 y 2012. En el Gráfico 39 tanto los ingresos como los gastos se expresan como porcentajes del PIB del conjunto de las regiones y se normalizan por su valor inicial (en 2003), que se iguala a 100. El Gráfico 40, por su parte, se concentra en los gastos, que se miden en términos per cápita y a precios constantes de 2008, mostrándose tanto brutos como netos de la partida de intereses. El Gráfico 41, finalmente, muestra la evolución del déficit presupuestario calculado con criterios de caja y de devengo.

8: Para más detalles, véase la versión en documento de trabajo de la presente nota, de la Fuente (2013) en [http://www.bbvaresearch.com/KETD/fbin/mult/WP\\_1316\\_tcm346-383117.pdf?ts=1842013](http://www.bbvaresearch.com/KETD/fbin/mult/WP_1316_tcm346-383117.pdf?ts=1842013)

Gráfico 39

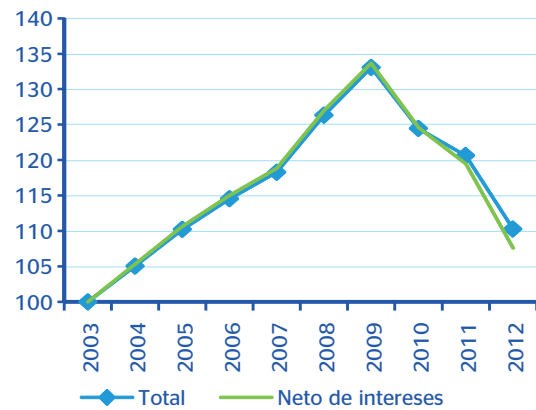
**Gastos e ingresos no financieros como % del PIB, 2003 = 100 conjunto de las comunidades autónomas**



Fuente: A. de la Fuente

Gráfico 40

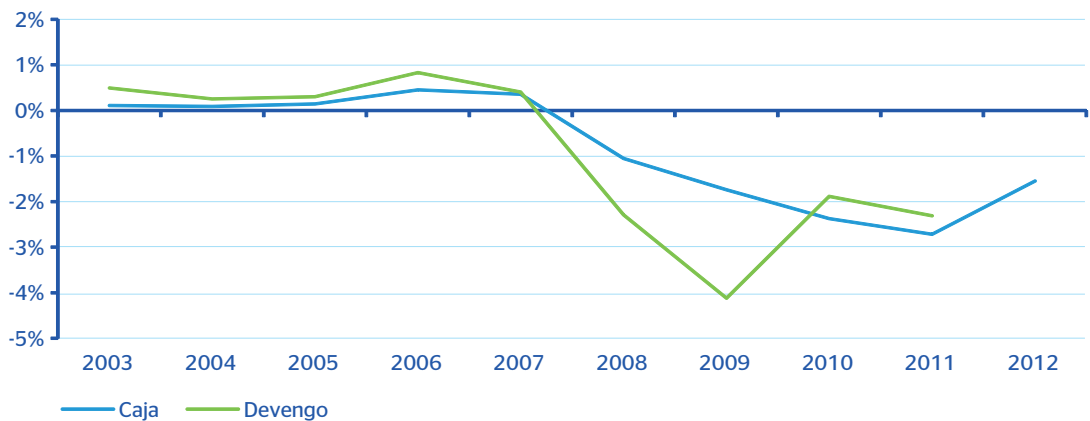
**Gasto autonómico por habitante a precios constantes de 2008, 2003 = 100**



Fuente: A. de la Fuente

Gráfico 41

**Saldo presupuestario no financiero como % del PIB. Conjunto de las comunidades autónomas**



Fuente: A. de la Fuente

Los gráficos revelan un patrón de comportamiento con tres fases bien diferenciadas que ha sido compartido por la gran mayoría de las comunidades autónomas, aunque con diferente intensidad. Entre 2003 y 2007 los ingresos y los gastos de las comunidades autónomas crecen a un ritmo similar. Entre 2007 y 2009 los gastos se disparan a la vez que los ingresos caen rápidamente en términos de devengo pero continúan creciendo en términos de caja (gracias a unas entregas a cuenta calculadas de una forma enormemente optimista). Finalmente, entre 2009 y 2012 tanto los ingresos por caja como los gastos se reducen a un fuerte ritmo, observándose en los primeros una cierta estabilización en el año final del período analizado.

Cuando consideramos el agregado de todas las regiones, gastos e ingresos (medidos como fracción del PIB) crecen en unos diez puntos porcentuales durante el primer subperíodo. En el segundo subperíodo, el gasto crece más de veinte puntos en dos años (ayudado sólo mínimamente por el estancamiento del denominador, que cae un 0,5% entre 2007 y 2009) mientras que los ingresos devengados se reducen en catorce puntos, abriéndose así un déficit muy considerable, que representa casi la mitad de los ingresos no financieros en términos de devengo. En términos de caja, el desequilibrio es menor pero aumenta en 2010 y 2011 a pesar de la caída del gasto, comenzando a reducirse sólo en 2012, una vez se estabilizan los ingresos y continúa el descenso del gasto (véase el Gráfico 41). A finales del período los ingresos se sitúan

0,36 puntos de PIB por debajo de su valor inicial mientras que los gastos continúan 1,30 puntos por encima de esta referencia. El desequilibrio generado durante el período (un incremento del déficit del 1,66% del PIB) se explica aproximadamente en un 20% por la pérdida de ingresos en relación a su nivel de partida y en el 80% restante por el incremento del gasto. Al limitado peso de la pérdida de ingresos ha contribuido muy significativamente el incremento de la aportación estatal al sistema de financiación regional, que aumentó en algo más de un punto del PIB con motivo de la reforma aprobada en 2009.

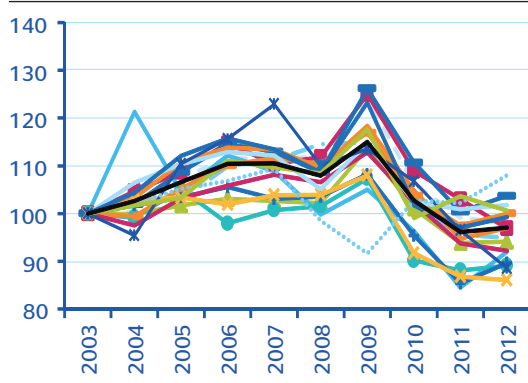
Los déficits acumulados durante la década son importantes. Trabajando con los ingresos presupuestarios o por caja, el déficit acumulado entre 2003 y 2012 por el conjunto de las comunidades autónomas ascendió a 88,4 millardos de euros, a los que hay que sumar los 24,3 millardos de los saldos favorables al Estado de las liquidaciones de 2008 y 2009 del sistema de financiación regional cuyo pago se realizará de forma gradual durante un período de diez años. Se llega así a un total de 112,7 millardos, lo que supone un 10,6% del PIB de 2012 o un 89% de los ingresos no financieros de las comunidades autónomas en el mismo año.

Es importante resaltar que, pese a la fuerte reducción del gasto autonómico en años recientes, éste se mantiene por encima de su nivel inicial tanto en términos del ratio de gasto sobre PIB como del gasto real por habitante, incluso cuando se excluyen los intereses de la deuda regional. Aunque la situación varía de una autonomía a otra, en promedio, los gobiernos regionales han mantenido un nivel de gasto que debería permitirles mantener los estándares de servicio existentes en 2003 o 2004. Esto puede comportar sacrificios desagradables en ciertos casos, pero no es consistente con la visión catastrofista de que los recientes recortes en el gasto regional conducen inevitablemente al desmantelamiento del Estado del Bienestar.

### Diferencias regionales

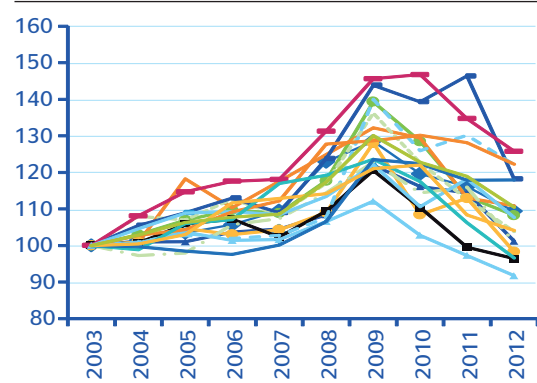
Los Gráficos 42 y 43 muestran la evolución de los ingresos y de los gastos de las distintas comunidades autónomas durante el período analizado. Aunque existen diferencias notables entre unas comunidades y otras, la mayor parte de ellas comparten, como ya se ha dicho, un patrón bastante similar con picos de ingresos y gastos en 2009 y caídas de ambos agregados durante el período final que dejan a la gran mayoría de las regiones con descensos netos de ingresos y aumentos de gasto en relación a 2003.

Gráfico 42  
**Ingresos no financieros (caja)**  
de las CC.AA como % del PIB. 2003 = 100



Nota: cada línea representa una comunidad autónoma.  
Fuente: A. de la Fuente

Gráfico 43  
**Gastos no financieros (caja)**  
de las CC.AA como % del PIB. 2003 = 100



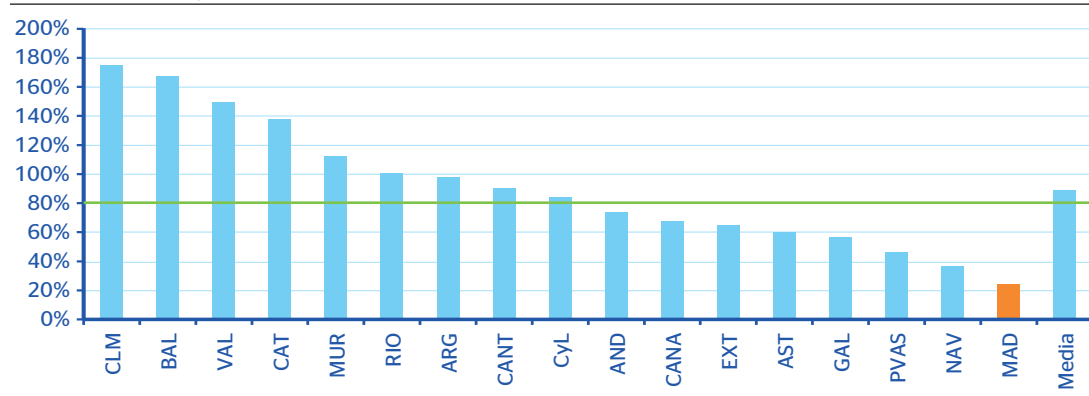
Nota: cada línea representa una comunidad autónoma.  
Fuente: A. de la Fuente

El Gráfico 44 muestra un indicador del desempeño financiero de las distintas comunidades autónomas durante el conjunto del período analizado. Para construir este indicador, se suman los déficits presupuestarios en los que ha incurrido cada región durante los años del período de interés, incorporando también los saldos deudores de las liquidaciones de 2008

y 2009, trabajando siempre en euros corrientes. Finalmente, el total así obtenido se divide por los ingresos no financieros de cada comunidad en el año 2012. Se ha optado por utilizar los ingresos autonómicos en vez del PIB como denominador porque esto ofrece una mejor imagen del esfuerzo financiero que supondrá para cada administración la devolución de la deuda acumulada.

Gráfico 44

**Déficit acumulado 2003-12, incluyendo los saldos negativos de las liquidaciones de 2008 y 2009, como % de los ingresos no financieros de 2012**



Fuente: A. de la Fuente

De acuerdo con este indicador, la región con un peor desempeño financiero durante el conjunto del período ha sido Castilla-La Mancha, seguida por Baleares, Valencia, Cataluña y Murcia, mientras que en el extremo opuesto de la distribución se encuentran Madrid, Navarra, el País Vasco, Galicia y Asturias.

En el Cuadro 5 se construye un indicador de la situación financiera actual de las distintas comunidades y se muestra su desglose en una serie de componentes que nos ayudan a entender el origen de los desequilibrios actualmente existentes. El saldo presupuestario de cada comunidad autónoma al final del período (en 2012), medido como fracción del PIB, (columna [4]) puede expresarse como la suma algebraica de tres términos que reflejan, respectivamente, el saldo presupuestario al comienzo del período (columna [1]) y la contribución a la variación en el mismo de la evolución de los ingresos (columna [2]) y de los gastos autonómicos (columna [3]). El saldo presupuestario de cada comunidad en 2012 se expresa en la columna [5] como fracción de los ingresos no financieros del mismo año en vez de cómo fracción del PIB. Finalmente, a esta variable se le añaden las retenciones practicadas por el Estado sobre las entregas a cuenta del sistema de financiación como reintegros parciales del saldo de las liquidaciones de 2008 y 2009, normalizado de la misma forma. De esta forma, se obtiene en la columna [6] un indicador que mide la brecha existente entre el gasto y los ingresos no financieros de las comunidades autónomas después de las citadas retenciones o la intensidad del ajuste necesario en el momento actual para volver al equilibrio presupuestario.

Cuadro 5

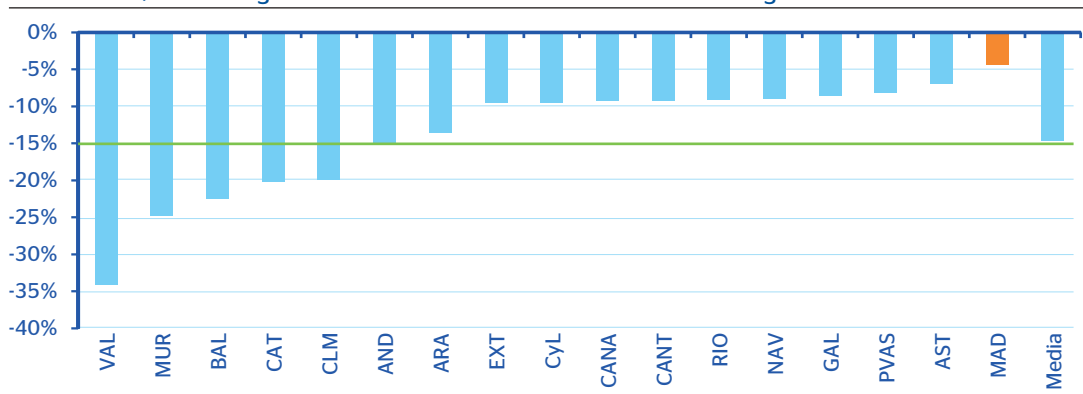
**Indicador de situación financiera actual y sus componentes**

	[1] saldo presup. 2003/PIB	+ [2] variación ingresos/PIB 2003 a 12	- [3] variación gasto/PIB 2003 a 12	= [4] saldo presup. 2012/PIB	[5] saldo presup. 2012/ ingresos	- [6] retenciones/ ingresos	= [7] saldo ajustado 2012/ ingresos
Andalucía	0,42%	-0,80%	1,44%	-1,82%	-12,2%	2,76%	-14,92%
Aragón	-0,09%	-0,24%	0,96%	-1,29%	-11,4%	2,27%	-13,64%
Asturias	0,41%	-0,96%	0,19%	-0,74%	-4,8%	2,13%	-6,97%
Baleares	-0,09%	-0,85%	1,16%	-2,10%	-21,4%	1,17%	-22,54%
Canarias	0,03%	-0,44%	0,55%	-0,95%	-6,9%	2,41%	-9,32%
Cantabria	0,53%	-1,79%	-0,27%	-0,98%	-6,7%	2,46%	-9,19%
Cast. y León	0,05%	-1,55%	-0,53%	-0,96%	-7,2%	2,43%	-9,59%
Cast. Mancha	0,04%	0,01%	2,80%	-2,75%	-17,8%	2,23%	-20,03%
Cataluña	0,21%	0,37%	2,49%	-1,92%	-18,7%	1,49%	-20,19%
Valencia	-0,55%	-0,34%	2,60%	-3,49%	-32,0%	2,03%	-34,05%
Extremadura	0,53%	-1,78%	0,20%	-1,45%	-6,9%	2,74%	-9,60%
Galicia	0,08%	-2,30%	-1,36%	-0,86%	-6,1%	2,57%	-8,63%
<b>Madrid</b>	<b>0,17%</b>	<b>0,15%</b>	<b>0,62%</b>	<b>-0,30%</b>	<b>-3,6%</b>	<b>0,84%</b>	<b>-4,39%</b>
Murcia	0,04%	-0,09%	2,87%	-2,92%	-22,7%	2,02%	-24,76%
Navarra	0,01%	-2,27%	-0,68%	-1,58%	-9,0%	0,00%	-9,00%
País Vasco	0,12%	1,03%	2,29%	-1,14%	-8,2%	0,00%	-8,19%
Rioja	-0,40%	0,08%	0,53%	-0,86%	-6,8%	2,40%	-9,18%
Total	0,11%	-0,36%	1,30%	-1,55%	-12,8%	1,82%	-14,63%

Fuente: A. de la Fuente

Gráfico 45

**Indicador de situación financiera actual. Saldo presupuestario tras reintegros de liquidaciones 2008 y 2009 como % de los ingresos no financieros corrientes antes de reintegros**

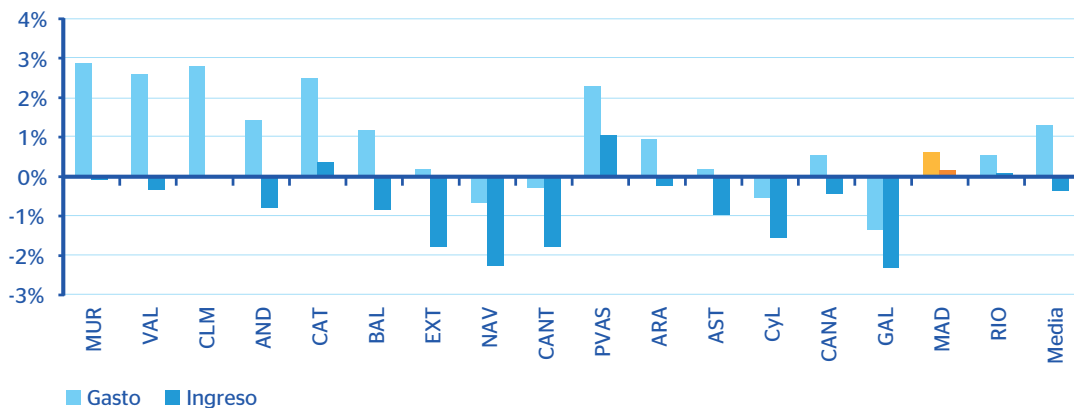


Fuente: A. de la Fuente

La ordenación de las regiones en términos del indicador de situación financiera actual (véase el Gráfico 45) es similar a la existente en términos de desempeño medio durante el período, pero no idéntica. Castilla-La Mancha, por ejemplo, ha corregido apreciablemente su déficit durante el último año, y Baleares ha mejorado su desempeño relativo durante la parte final del período, por lo que ambas regiones mejoran al pasar del ranking por desempeño medio al que refleja la situación financiera actual. En el extremo opuesto, la posición financiera de Navarra ha empeorado apreciablemente en los últimos años, mientras que la de Asturias ha mejorado en el último ejercicio. En la parte inferior de la tabla se encuentran cinco regiones que presentan déficits ajustados superiores al 20% de sus ingresos no financieros. En el extremo opuesto de la distribución, los déficits ajustados se sitúan holgadamente por debajo del 10% de los ingresos.

Gráfico 46

**Variación entre 2003 y 2012 del ingreso y el gasto como porcentaje del PIB regional**



Fuente: A. de la Fuente

El Gráfico 46 pone el acento sobre las contribuciones del ingreso y el gasto al desequilibrio acumulado entre 2003 y 2009. En él se muestran las variaciones de ambas partidas durante el período, medidas en puntos de PIB, con las regiones ordenadas de acuerdo con el tamaño del incremento del déficit generado por las mismas. Resulta interesante observar que el rápido crecimiento del gasto juega un papel fundamental en las cinco regiones que presentan un mayor incremento del déficit durante el período de interés. La contribución a esta magnitud de la pérdida de ingresos dentro de este grupo oscila entre el -17% de Cataluña (donde los ingresos aumentan durante el período) y el 36% en Andalucía. La fuerte caída de los ingresos, sin embargo, es el factor dominante en el deterioro del saldo presupuestario en un segundo grupo de regiones integrado por Baleares, Extremadura, Navarra y Cantabria, donde este factor explica entre el 42% y el 143% del incremento del déficit. El comportamiento del gasto, finalmente, vuelve a ser crucial en la parte inferior de la distribución, donde la contención del gasto ha permitido incrementos moderados del déficit a pesar de la atonía de los ingresos, que incluso se reducen significativamente en los casos de Galicia, Castilla y León y Asturias.

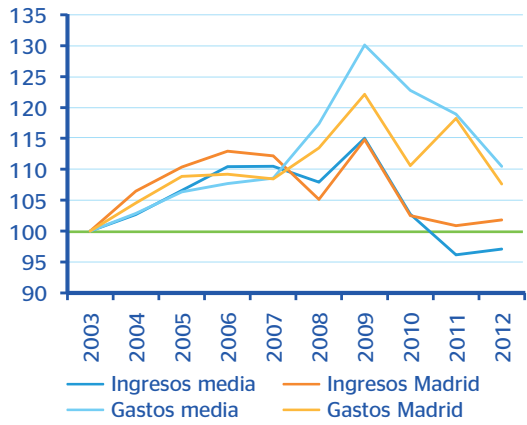
**El caso de Madrid**

Los Gráficos 47 y 48 resumen la evolución de los ingresos y los gastos de la comunidad de Madrid, comparándola también con el perfil medio del conjunto de las autonomías. En el caso de los ingresos, el perfil es muy similar al nacional excepto en los dos últimos años del período analizado, en los que Madrid consigue estabilizarse mientras que el promedio continúa cayendo. Por el lado del gasto, la comunidad destaca por una cierta moderación en el incremento del gasto entre 2007 y 2009, con un incremento porcentual del ratio de gasto sobre PIB en esos años de sólo el 12,6% frente al promedio nacional de 19,8%. Tras el pico de 2009, sin embargo, el recorte del gasto ha sido algo más lento e irregular en Madrid, de forma que el nivel final de esta variable está algo más próximo a la media nacional (107,6 frente a 110,5) que el observado en 2009. En conjunto, la combinación de un incremento algo más moderado del gasto con una evolución algo más favorable de los ingresos se traduce en un incremento del déficit muy inferior a la media española (algo menos de medio punto del PIB frente a algo más de punto y medio). El origen del problema, sin embargo, es el mismo en ambos casos y tiene que ver con el fuerte incremento del gasto.



Gráfico 47

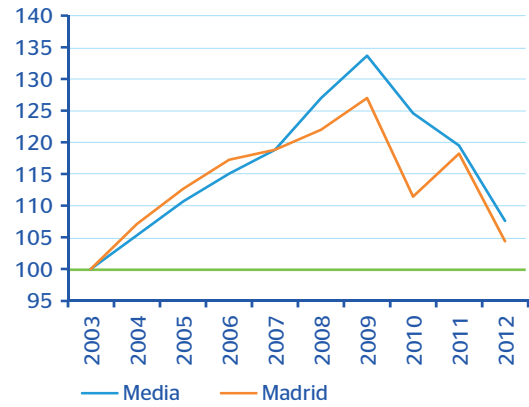
Gastos e ingresos no financieros como % del PIB, 2003 = 100 Madrid y conjunto de las comunidades autónomas



Fuente: A. de la Fuente

Gráfico 48

Gasto real por habitante neto de intereses. 2003 = 100



Fuente: A. de la Fuente

En términos de gasto real neto de intereses por habitante, la situación es similar a la descrita arriba. Entre 2003 y 2010, el valor de esta variable se incrementó un 22% en Madrid (8 puntos menos que en el promedio del país). Al final del período, sin embargo, este indicador de gasto estaba sólo tres puntos por debajo de la media nacional, y se mantenía un 4,5% por encima de su nivel observado en 2003.

## 5. Cuadros

Cuadro 6

## Principales indicadores de coyuntura de la economía madrileña

%	2012		Crecimiento medio desde principio de año (a/a)		Último dato (m/m, cve)		
	Madrid	España	Madrid	España	Madrid	España	
Ventas Minoristas	-8,7%	-7,0%	-7,1%	-8,2%	0,9%	-0,8%	abr-13
Matriculaciones	-9,9%	-13,3%	-6,7%	-7,3%	-7,7%	1,5%	abr-13
IASS	-4,8%	-5,9%	-8,9%	-7,6%	-4,3%	-0,7%	mar-13
Viajeros Residentes (1)	-2,8%	-6,1%	-12,5%	-9,3%	-1,9%	-1,3%	abr-13
Pernoctaciones Residentes (1)	-3,7%	-8,4%	-12,9%	-10,6%	-6,6%	-0,7%	abr-13
IPI	-13,2%	-5,9%	-13,4%	-7,5%	-2,8%	1,5%	mar-13
Visados de Viviendas	-61,9%	-43,6%	-20,7%	-19,2%	181,4%	8,6%	feb-13
Transacciones de viviendas	-18,6%	-11,3%	9,8%	8,6%	0,0%	-2,5%	mar-13
Exportaciones Reales (2)	-4,0%	1,3%	27,0%	5,2%	-0,4%	7,1%	mar-13
Importaciones	-8,3%	-3,7%	-8,6%	-6,9%	-3,2%	-0,6%	mar-13
Viajeros Extranjeros (3)	-7,5%	1,4%	-8,4%	0,2%	-3,1%	-0,1%	abr-13
Pernoctaciones Extranjeros (3)	-8,9%	2,2%	-7,4%	0,9%	-5,5%	0,1%	abr-13
Afiliación a la SS	-2,0%	-3,4%	-3,1%	-4,2%	-0,3%	-0,2%	abr-13
Paro Registrado	10,7%	10,9%	8,2%	6,6%	-1,0%	-0,2%	abr-13

(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 7

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

	2010	2011	2012	2013	2014
PIB real	1,9	1,5	-0,5	-0,1	1,0
Consumo privado	1,0	0,1	-1,3	-0,6	0,6
Consumo público	0,8	-0,2	-0,3	-0,3	0,2
Formación Bruta de Capital Fijo	-0,5	1,6	-3,9	-1,6	3,2
Equipo, Maquinaria y Activos Cultivados	5,5	4,6	-4,2	-2,2	4,7
Equipo y Maquinaria	5,6	4,6	-4,3	-2,2	4,7
Construcción	-4,3	-0,2	-4,3	-2,1	1,8
Vivienda	-2,6	0,6	-3,4	-1,8	2,4
Otros edificios y Otras Construcciones	-6,0	-1,1	-5,3	-2,3	1,1
V. existencias (contribución al crecimiento)	0,6	0,2	-0,6	-0,2	0,0
Demanda interna (contribución al crecimiento)	1,2	0,5	-2,1	-0,9	0,9
Exportaciones	11,0	6,4	2,9	2,3	3,5
Importaciones	9,5	4,3	-0,8	0,8	3,7
Demanda externa (contribución al crecimiento)	0,7	1,0	1,6	0,7	0,1
<b>Pro-memoria</b>					
PIB sin inversión en vivienda	2,2	1,5	-0,4	0,0	0,9
PIB sin construcción	2,7	1,7	-0,1	0,1	0,9
Empleo total (EPA)	-0,5	0,5	-0,7	-0,6	0,4
Tasa de Paro (% Pob. Activa)	10,1	10,2	11,4	12,1	11,9
Saldo por cuenta corriente (% PIB)	0,0	0,2	1,2	2,0	2,1
Saldo de las AA.PP (% PIB)	-6,2	-4,1	-3,7	-2,7	-2,2
IPC (media periodo)	1,6	2,7	2,5	1,6	1,5

Fecha cierre de previsiones: 6 de mayo de 2013  
Fuente: organismos oficiales y BBVA Research

Cuadro 8

**Previsiones Macroeconómicas: Producto Interior Bruto**

<b>(Tasas interanuales, %)</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>
Estados Unidos	2,4	1,8	2,2	1,8	2,3
UEM	1,9	1,5	-0,5	-0,1	1,0
Alemania	4,0	3,1	0,9	0,8	1,8
Francia	1,6	1,7	0,0	0,0	1,1
Italia	1,7	0,5	-2,4	-1,3	0,8
España	-0,3	0,4	-1,4	-1,4	0,9
Reino Unido	1,8	1,0	0,3	1,0	1,9
América Latina *	6,2	4,3	2,8	3,4	3,6
México	5,4	3,9	3,9	3,1	3,1
Brasil	7,6	2,7	0,9	3,4	3,8
EAGLES **	8,4	6,6	5,1	5,6	6,0
Turquía	9,2	8,5	2,3	4,0	5,5
Asia-Pacífico	8,2	5,7	5,3	5,4	5,8
Japón	4,7	-0,6	2,1	1,7	1,7
China	10,4	9,2	7,8	8,0	8,0
Asia (exc. China)	6,7	3,4	3,6	3,8	4,3
Mundo	5,1	3,9	3,2	3,3	3,9

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

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

Fecha cierre de previsiones: 6 de mayo de 2013

Fuente: BBVA Research

Cuadro 9

**Variables financieras**

<b>Tipos de Interés Oficiales (Final período)</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>
Estados Unidos	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25
UEM	1,00	1,00	0,75	0,75	0,75
China	5,81	6,56	5,75	6,00	6,50
<b>Tipos de Interés a 10 años (Promedio)</b>					
Estados Unidos	3,2	2,8	1,8	2,0	2,6
UEM	2,8	2,6	1,6	2,0	2,9
<b>Tipos de Cambio (Promedio)</b>					
Estados Unidos (EUR por USD)	0,76	0,72	0,78	0,77	0,77
UEM	1,33	1,39	1,29	1,30	1,30
Reino Unido	0,65	0,62	0,63	0,67	0,68
Japón	87,8	79,7	79,8	101,1	112,9
China	6,77	6,46	6,31	6,18	6,02

Fecha cierre de previsiones: 6 de mayo de 2013

Fuente: BBVA Research

**AVISO LEGAL**

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

### *Economista Jefe Economías Desarrolladas*

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

### España

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

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

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

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

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

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

**Mercedes Nogal**  
+34 91 807 51 44  
mmercedes.nogal@bbva.com

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

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

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

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

**Xavier Callol**  
+34 91 374 75 28  
xavier.callol@bbva.com

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

**Juan Ruiz**  
+34 646 825 405  
juan.ruiz2@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

México

**Carlos Serrano**  
carlos.serrano@bbva.com

Coordinación Latam

**Juan Ruiz**  
juan.ruiz@bbva.com

Argentina

**Gloria Sorensen**  
gsorensen@bancofrances.com.ar

Chile

**Jorge Selaive**  
jselaive@bbva.com

Colombia

**Juana Téllez**  
juana.tellez@bbva.com

Perú

**Hugo Perea**  
hperea@grupobbva.com.pe

Venezuela

**Oswaldo López**  
oswaldo\_lopez@provincial.com

#### *Economías Desarrolladas:*

**Rafael Doménech**  
r.domenech@bbva.com

España

**Miguel Cardoso**  
miguel.cardoso@bbva.com

Europa

**Miguel Jiménez**  
mjimenezg@bbva.com

Estados Unidos

**Nathaniel Karp**  
nathaniel.karp@bbvacompass.com

#### *Áreas Globales:*

Escenarios Económicos

**Julián Cubero**  
juan.cubero@bbva.com

Escenarios Financieros

**Sonsoles Castillo**  
s.castillo@bbva.com

Innovación y Procesos

**Clara Barrabés**  
clara.barrabes@bbva.com

#### *Sistemas Financieros y Regulación:*

**Santiago Fernández de Lis**  
sfernandezdelis@grupobbva.com

Sistemas Financieros

**Ana Rubio**  
arubiog@bbva.com

Inclusión Financiera

**David Tuesta**  
david.tuesta@bbva.com

Regulación y Políticas Públicas

**María Abascal**  
maria.abascal@bbva.com

## Interesados dirigirse a:

### BBVA Research

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