

Situación Madrid

Segundo Semestre 2012
Análisis Económico

- **Los riesgos de ruptura del euro se desvanecen**, Europa necesita acuerdos políticos creíbles, eficaces y permanentes
- **España: continúa la recesión**, pero con una caída menos intensa en el cuarto trimestre
- **Madrid: se incrementa la probabilidad de entrar en recesión**, pero se mantiene un diferencial positivo con el resto de España
- **El sector exterior continua siendo clave** ante la caída de la demanda doméstica
- **La productividad de la ciudad**, clave para el crecimiento futuro de la región

Índice

1. Editorial.....	3
2. Entorno exterior	4
3. Situación y perspectivas de la economía madrileña	9
Recuadro 1. Encuesta de Actividad Económica en Madrid: un duro tercer trimestre.....	17
Recuadro 2. Madrid Ciudad: el diferencial de productividad, clave para el arrastre del crecimiento regional.....	19
4. Cuadros.....	22

Fecha de cierre: 14 de noviembre de 2012

1. Editorial

La economía madrileña continúa el proceso de ajuste de su actividad y del empleo que, en el más probable de los escenarios, se prolongará hasta la primera mitad de 2013 y supondrá, de acuerdo con las previsiones de BBVA Research una caída del PIB del 0,7% este año y del 1% en el siguiente. Ello implica que esta Comunidad, pese a experimentar también la recesión, la está sufriendo en menor medida que el conjunto de España, para la que se prevé una contracción del -1,4% en ambos años.

En Europa, las acciones de política adoptadas durante los últimos meses han servido para disipar las dudas surgidas respecto a la viabilidad del euro, lo que ha redundado en una disminución significativa de las primas que paga el sector público español, en un aumento de la demanda exterior de los títulos de deuda pública, y en una incipiente reapertura del mercado de emisión de deuda privada.

En España, los datos de actividad económica durante los últimos tres meses han mostrado una economía que continúa en recesión, pero cuya caída es menos intensa de la que se preveía. Varios factores podrían estar detrás de este comportamiento. El primero es que el impacto del Plan de Pago a Proveedores, implementado durante el segundo trimestre del año, ha sido mayor que el que se anticipaba. El segundo es el positivo comportamiento que se observa en las exportaciones a pesar de la recaída observada en las economías de los principales socios comerciales como consecuencia de la aceleración de las ventas hacia economías emergentes. Finalmente, el Gobierno ha anunciado un ambicioso calendario legislativo para llevar adelante un plan de reformas con el objetivo de eliminar "cuellos de botella" en sectores que tradicionalmente han reducido la competitividad de la economía española.

Sin embargo, hacia delante las previsiones para España siguen siendo negativas a corto plazo. Más aún, la incertidumbre sobre el cumplimiento del objetivo de déficit fiscal en 2012 y 2013 y las dudas sobre la condicionalidad que pudiera acordarse en el caso de que se acabara solicitando el apoyo ofrecido por el Banco Central Europeo (BCE) así como el potencial impacto que esto pudiera tener sobre el coste de financiación de la economía española suponen factores cuyo impacto final sobre el crecimiento de 2013 es todavía difícil de prever.

La economía madrileña también presentó una contracción de la actividad, a lo largo del tercer trimestre, tal como reflejan nuestro indicador IA-BBVA o la Encuesta BBVA, aunque la caída de la actividad parece no producirse en similar intensidad a la observada en el resto de España.

Parte de este mejor comportamiento relativo se deriva de la superior dotación de factores de Madrid, especialmente en lo referente al nivel de capital humano y la mayor flexibilidad de la economía. A este respecto, en esta publicación se analiza el papel de la ciudad de Madrid como núcleo de concentración de servicios y de acumulación de crecimiento de la productividad. Sin embargo, otra parte de este mejor comportamiento se está viendo posibilitado por la menor necesidad de ajuste del sector público que, partiendo de niveles de endeudamiento menores en años anteriores, y sin tener que recurrir al Fondo de Liquidez Autonómica (FLA), está induciendo a una menor contracción del PIB regional. No obstante, de acuerdo con los últimos datos de 2011, la Comunidad de Madrid incumplió el objetivo de déficit, y la información disponible de 2012 refleja que, con datos hasta agosto, el nivel de esfuerzo estaría por debajo del realizado por otras Comunidades, lo que implica la necesidad de no descuidar los esfuerzos en términos de consolidación pública para garantizar el cumplimiento de los objetivos de déficit.

En este sentido, los ajustes que sean necesarios para alcanzar el objetivo de déficit en 2012, la posibilidad de que una parte de esa corrección se traslade a 2013 junto a los riesgos provenientes del exterior ya citados, hacen que la probabilidad de continuar observando una contracción de la actividad durante los próximos trimestres sea elevada, como reflejan los indicadores disponibles para el cuarto trimestre o las expectativas reflejadas por la Encuesta BBVA a la red de oficinas en esta región. La continuidad en la búsqueda de mercados exteriores, y el mantenimiento de los esfuerzos en la mejora de la productividad se demuestran claves para que Madrid continúe manteniendo la posición de liderazgo, y consiga adelantar su salida de la crisis.

2. Entorno exterior

Las decisivas medidas tomadas por los bancos centrales han aclarado el panorama global

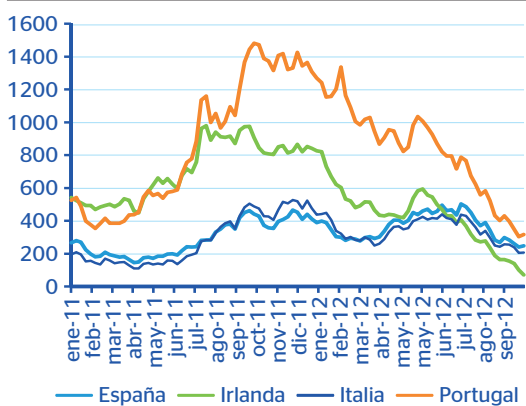
En un entorno de elevada incertidumbre para la economía mundial, a lo largo de los últimos meses las autoridades económicas –y en particular los bancos centrales de la zona euro y los EEUU– han dado pasos significativos en sus respectivas áreas de responsabilidad. Las decisivas medidas tomadas han evitado un evento de riesgo sistémico comparable con los financieros acontecidos a finales de 2008. Así, ambos bancos centrales han “construido puentes” hacia un nuevo marco institucional, en el caso de Europa, y hacia un nuevo pacto fiscal en los EEUU. Además, las medidas de la Fed se mantendrán mientras sea necesario para lograr una mejora del mercado laboral de EEUU, mientras que las tomadas o anunciadas por el BCE están sometidas a diversos condicionantes. El estricto cumplimiento del ajuste fiscal es obligado en Europa, mientras que la mejora del mercado laboral es el objetivo en los EEUU.

Las políticas económicas deberían aprovechar la ventana de oportunidad abierta por los bancos centrales, y seguir consolidando la recuperación

Se espera que la economía mundial registre una progresiva mejora del crecimiento del PIB que lo lleve en 2013 al 3,5% (3,2% en 2012; 4,1% de media del periodo 2010-12). Esta suave expansión se apoya en la menor aversión al riesgo a consecuencia de las acciones tomadas por los bancos centrales, en especial por el BCE. A pesar de ello, se destacan tres factores que pueden deteriorar estas perspectivas: 1) el más preocupante, un resurgimiento de los problemas en Europa si volviesen los temores de ruptura del euro; 2), la amenaza que pende en los EEUU por el llamado “fiscal cliff”, un paquete de reducción del gasto público y de aumento de ingresos por valor del 4% del PIB que entraría automáticamente en vigor a comienzos de 2013 y que empujaría a la economía estadounidense de nuevo a la recesión; 3) una fuerte desaceleración de las economías emergentes, en particular de China y de aquellas basadas en la exportación de materias primas, cuya demanda depende, a su vez, de China.

Gráfico 1

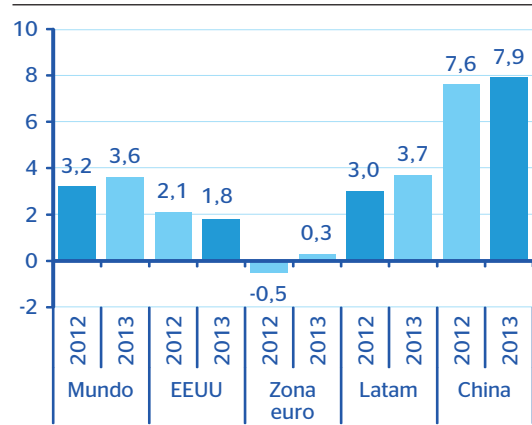
Índice de Tensiones Financieras para países de la zona euro (puntos básicos)



Fuente: BBVA Research

Gráfico 2

Tasa de crecimiento del PIB (% a/a)



Fuente: BBVA Research y Haver

Europa y España avanzan paulatinamente en las acciones necesarias para impulsar el crecimiento económico en el largo plazo

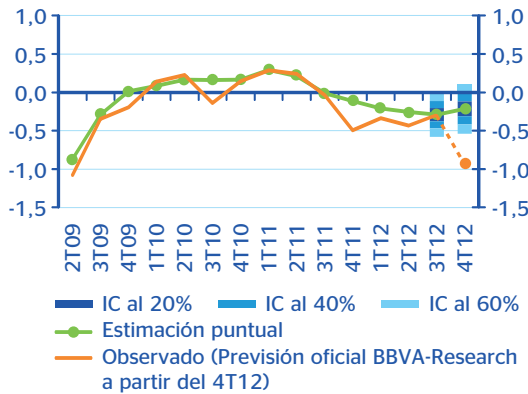
La economía española, por su parte, continúa el proceso de ajuste de su actividad y del empleo que, en el más probable de los escenarios, se prolongará hasta la primera mitad de 2013 y supondrá una caída del PIB del 1,4%, tanto este año como el siguiente. A pesar de que, en el tercer trimestre del año, la caída de la actividad resultó menos intensa de lo esperado hace tres meses y de que la Unión Económica y Monetaria (UEM) ha realizado anuncios importantes que han servido para reducir considerablemente el riesgo de ruptura del euro, las previsiones siguen siendo negativas a corto plazo. Más aún, la incertidumbre sobre el cumplimiento del objetivo de déficit fiscal en 2012 y 2013 y las dudas sobre la condicionalidad -especialmente la fiscal- que pudiera acordarse en el caso de que España acabe solicitando el apoyo del Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE) y del Banco Central Europeo (BCE) suponen un riesgo cuyo impacto final sobre el crecimiento de 2013 es difícil de prever al cierre de esta publicación.

Como ya se venía advirtiendo, una buena parte del elevado nivel de la prima de riesgo española se derivaba de que los mercados financieros habían estado asignando una probabilidad elevada a la ruptura del euro. Las acciones de política adoptadas durante los últimos meses han servido para disipar dichas dudas, lo que ha redundado en una disminución significativa de los tipos de interés que paga el sector público español, en un aumento de la demanda exterior de los títulos de deuda pública, y en una incipiente reapertura del mercado de emisión de deuda privada.

Europa trabaja en estos momentos en el diseño de una hoja de ruta hacia una unión bancaria y fiscal. En este sentido, es imprescindible que los acuerdos que se adopten establezcan un compromiso político creíble y permanente entre los países de la zona euro, y que se sienten las bases para la creación de instituciones capaces de resolver el tipo de problemas que han aquejado a Europa los últimos cuatro años. Un supervisor único para la banca, la recapitalización directa del sistema financiero por parte del MEDE o el establecimiento de una autoridad fiscal europea con poder de veto sobre los presupuestos de los países de la unión, serían condiciones necesarias, aunque no suficientes, para dar mayor credibilidad al proyecto europeo.

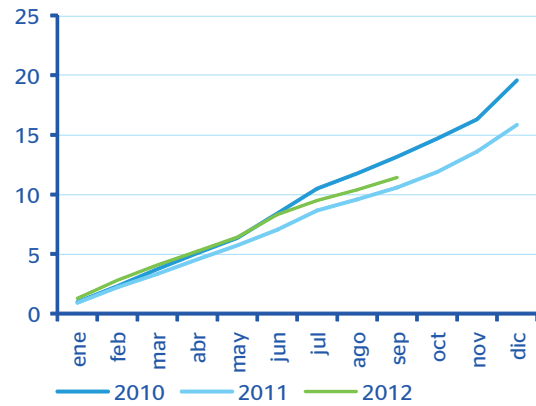
En España, los datos de actividad económica durante los últimos tres meses han mostrado una economía que continúa en recesión, pero cuya caída es menos intensa de la que se preveía. Aunque la información para valorar la naturaleza de esta sorpresa es todavía parcial, existen varios factores que podrían estar detrás. El primero es que el impacto del Plan de Pago a Proveedores, implementado durante el segundo trimestre del año, haya sido mayor que el que se anticipaba. Dado que ésta es una medida temporal y que los problemas de liquidez persisten en las comunidades autónomas -como lo demuestra el establecimiento del Fondo de Liquidez Autonómica (FLA)-, su efecto positivo no perdurará en el tiempo. El segundo es el positivo comportamiento que se observa en las exportaciones a pesar de la recaída observada en las economías de los principales socios comerciales. No solamente disminuye en términos absolutos la contracción registrada en las ventas a países europeos, sino que se aceleran las exportaciones a economías emergentes, que se han convertido en un soporte importante para los productores españoles. La persistencia de esta evolución favorable, incluso ante condiciones tan adversas como las que se han desarrollado durante los últimos meses, supone una de las mejores noticias y confirma que, una vez que finalice el proceso de ajuste de la demanda interna, el crecimiento volverá y lo puede hacer a tasas relativamente elevadas. Finalmente, el Gobierno ha anunciado un ambicioso calendario legislativo para llevar adelante un plan de reformas con el objetivo de eliminar "cuellos de botella" en sectores que tradicionalmente han reducido la competitividad de la economía española. De particular importancia ha sido la rapidez con la que se ha legislado para cumplir con los compromisos adquiridos en el Memorando de Entendimiento (MdE) tendentes a agilizar y disminuir los costes de la reestructuración de una parte del sistema financiero. Asimismo, el establecimiento de una hoja de ruta creíble que generara certidumbre sobre la mejora en la capacidad de crecimiento futura era una de las demandas que desde la publicación de [Situación España 4T12](#) se había hecho.

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



* Previsión actual: 2 de noviembre de 2012
Fuente: BBVA Research a partir de INE

Gráfico 4
España: empleos no financieros del Estado (% PIB)



Fuente: BBVA Research a partir de MINHAP

Los últimos datos publicados por el INE en la Contabilidad Trimestral, referentes al tercer trimestre de 2012, reflejan que la consolidación fiscal esperada en el segundo semestre está siendo rigurosa, con importantes avances en la reducción del gasto público. No obstante, persisten los riesgos de que ello no sea suficiente para cumplir con el objetivo de déficit a final de año, dado el deterioro de los ingresos. En términos de crecimiento, por tanto, se mantienen aún algunas dudas sobre si se pospone una parte del ajuste a 2013 y cuáles serían las medidas a tomar para compensar cualquier desviación sobre el objetivo de déficit que pueda producirse a final de año, manteniendo en suspenso algunas decisiones de gasto del sector privado. Más aún, aunque el Gobierno ha decidido que la mayor parte de lo que resta del ajuste se centre en el gasto (lo que minimizaría el impacto sobre el crecimiento si se concentrase en mejoras de la eficiencia), se prevé que en el futuro surjan incentivos para incrementar la carga impositiva. Entre estos últimos, se pueden mencionar la temporalidad de algunas de las medidas anunciadas (como, por ejemplo, la reducción de los salarios públicos y el aumento del impuesto sobre la renta) o la incertidumbre respecto los resultados finales de algunas otras (v. g., la reforma de la Administración Pública).

En cualquier caso, es bueno recordar que, aunque no se cumpla con el objetivo de déficit en 2012, los datos parecen indicar que sí se reducirá el desequilibrio estructural en las cuentas públicas en una magnitud inédita entre los procesos de consolidación fiscal en economías desarrolladas. Según las estimaciones de BBVA Research, de no haberse tomado medidas fiscales discrecionales a lo largo del año, el déficit público finalizaría en el 2012 en el entorno del 11,5% del PIB (excluyendo las ayudas al sistema financiero), como consecuencia de la recesión económica, el mayor servicio de la deuda o el crecimiento de los beneficiarios de la Seguridad Social. Por lo tanto, reducir el déficit hasta un nivel alrededor del 7%, como se prevé en la publicación de *Situación España 4T12*, supone un esfuerzo fiscal (reducción del déficit estructural) superior al 4% del PIB. Así pues, esta disminución estructural del déficit indica que la consolidación fiscal está funcionando adecuadamente pero que, en las actuales circunstancias económicas, el proceso es lento y muy costoso. Por todo ello, el ajuste debe ser valorado positivamente, ya que pone a las finanzas públicas en el camino de la sostenibilidad y demuestra que el objetivo de consolidación fiscal a medio plazo puede ser creíble.

Todo esto es crucial cuando se especula sobre la condicionalidad que acompañaría a un hipotético programa de apoyo a la economía española en los términos establecidos por el BCE a través de las Operaciones Monetarias de Compraventa (OMC, o OMT por sus siglas en inglés). En el marco de dicho programa, España y Europa deberían asegurar que los ajustes fiscales se evalúen en términos estructurales (teniendo en cuenta el deterioro del ciclo económico) y no con objetivos nominales, como hasta ahora. Para lo anterior, es clave que el país recupere credibilidad y

confianza en sus relaciones con Europa, de tal manera que las Operaciones Monetarias de Compraventa redunden en un descenso significativo del coste de financiación de la economía española y en una reapertura total de los mercados de financiación. En ausencia de lo anterior, la política fiscal podría incrementar la magnitud de su impacto (directo e indirecto) sobre la caída de la demanda interna durante 2013, sobre todo en la medida en que los mecanismos de transmisión de la política monetaria continúen obstruidos.

Esta evaluación de la consecución de objetivos en términos estructurales puede verse seriamente reforzada con el anuncio del Gobierno de crear una autoridad fiscal independiente que evalúe la situación cíclica de la economía así como su impacto sobre las finanzas públicas. A falta de conocer los detalles al respecto, su implementación puede incrementar significativamente la credibilidad de la política fiscal en España sólo en la medida en que: a) sea realmente independiente, b) sea transparente en su metodología, y c) sus integrantes sean profesionales con un amplio reconocimiento profesional. Asimismo, es imprescindible que se avance hacia un sistema impositivo más eficiente, que eleve la carga sobre el consumo y la disminuya sobre las rentas del trabajo y el capital. Adicionalmente, se debe progresar en la reforma del sistema de pensiones para garantizar su sostenibilidad, adelantando la puesta en marcha del factor corrector que se ha previsto a este respecto.

Finalmente, es indispensable que se cumpla rigurosamente con la agenda que se ha impuesto en materia de reformas estructurales, impulsando los cambios legales necesarios que reduzcan los costes de operación de las empresas y que contribuyan, de esta manera, a la mejora de la competitividad. Parte fundamental de lo anterior es completar el proceso de reestructuración del sector financiero. Los detalles recientemente anunciados sobre el funcionamiento de la Sociedad de Gestión de Activos Procedentes de la Reestructuración Bancaria (Sareb) tratan de generar un balance adecuado entre la necesidad de atraer capital privado a su accionariado y evitar el resurgimiento de dudas respecto a la solvencia de algunas entidades financieras. Hay que mencionar que los precios de transferencia que se han definido, y que son inferiores a los que supondría una aplicación de las pérdidas esperadas por Oliver Wyman en el escenario base, se justifican por tratarse de una adquisición en bloque, por la cobertura de los riesgos de la Sareb, por los gastos que afrontará y por las perspectivas de desinversión de los activos. Por tanto, dichos precios no deben constituir una referencia para la valoración de activos bancarios no transferidos.

El Servicio de Estudios
 del Grupo BBVA

Cuadro 1

España: previsiones macroeconómicas

(% a/a salvo indicación contraria)	1T11	2T11	3T11	4T11	1T12	2T12	3T12 (e)	2011	2012 (p)	2013 (p)
Gasto en Consumo Final Nacional	0,6	-0,8	-1,0	-2,1	-2,0	-2,4	-2,3	-0,8	-2,4	-3,9
G.C.F Privado	0,0	-1,0	-0,4	-2,5	-1,4	-2,2	-1,9	-1,0	-2,0	-2,9
G.C.F Hogares	0,2	-0,9	-0,2	-2,4	-1,5	-2,2	-2,0	-0,8	-2,1	-2,9
G.C.F AA.PP	2,2	-0,5	-2,7	-1,1	-3,6	-3,0	-3,2	-0,5	-3,6	-6,9
Formación Bruta de Capital	-5,9	-5,1	-4,6	-6,5	-7,6	-9,3	-10,9	-5,5	-9,5	-7,4
Formación Bruta de Capital Fijo	-6,0	-4,9	-4,2	-6,0	-7,7	-9,4	-11,2	-5,3	-9,7	-7,5
Activos Fijos Materiales	-6,7	-5,4	-4,7	-6,6	-8,4	-10,3	-12,1	-5,8	-10,5	-8,0
Equipo, Maquinaria y Activos Cultivados	4,9	2,9	3,5	-1,7	-5,9	-6,9	-9,2	2,3	-7,6	-3,7
Equipo y Maquinaria	5,1	3,0	3,4	-1,7	-6,0	-7,0	-9,2	2,4	-7,7	-3,8
Construcción	-10,8	-8,5	-8,0	-8,6	-9,5	-11,8	-13,4	-9,0	-11,8	-10,0
Vivienda	-7,8	-7,3	-5,8	-5,9	-6,3	-7,0	-8,1	-6,7	-6,8	-8,4
Otros edificios y Otras Construcciones	-13,5	-9,6	-9,9	-10,9	-12,3	-16,0	-18,1	-11,0	-16,3	-11,7
Activos Fijos Inmateriales	4,1	1,4	4,9	2,0	3,0	2,9	1,0	3,1	2,0	-1,6
Variación de existencias (*)	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0
Demanda nacional (*)	-0,9	-1,8	-1,8	-3,1	-3,2	-3,9	-4,2	-1,9	-4,0	-4,7
Exportaciones	10,2	7,1	7,6	5,8	2,8	3,3	3,5	7,6	3,8	8,2
Importaciones	4,5	-1,6	-1,2	-4,9	-5,9	-5,4	-4,7	-0,9	-4,7	-1,8
Saldo exterior (*)	1,4	2,4	2,5	3,1	2,6	2,6	2,6	2,3	2,6	3,3
PIB pm	0,5	0,5	0,6	0,0	-0,6	-1,3	-1,6	0,4	-1,4	-1,4
Pro-memoria										
PIB sin inversión en vivienda	1,2	1,1	1,1	0,4	-0,2	-0,9	-1,3	1,0	-1,1	-1,0
PIB sin construcción	2,7	2,1	2,1	1,4	0,8	0,4	0,1	2,1	0,2	-0,3
Empleo total (EPA)	-1,3	-0,9	-2,1	-3,3	-4,0	-4,8	-4,6	-1,9	-4,4	-3,4
Tasa de Paro (% Pob. Activa)	21,3	20,9	21,5	22,8	24,4	24,6	25,0	21,6	25,0	26,1
Empleo total (e.t.c.)	-1,4	-0,9	-1,6	-2,9	-3,6	-4,6	-4,6	-1,7	-4,2	-3,2

(*) Contribuciones al crecimiento

(e): estimación; (p): previsión

Fuente: BBVA Research a partir de INE

3. Situación y perspectivas de la economía madrileña

La economía madrileña continuará en recesión hasta el 2013, aunque mantendrá un diferencial positivo con la economía española

Desde la publicación del último número del Situación Madrid la economía regional ha continuado en recesión, aunque ésta ha sido de una intensidad menor que la del conjunto de España. Además, la debilidad de los determinantes de la evolución de la economía muestra que la región continuará en recesión en los próximos trimestres pese a las medidas anunciadas en los últimos meses. Esta debilidad vendrá marcada por un acceso a la financiación que, pese a las facilidades anunciadas desde el BCE, continuará siendo relativamente caro. Asimismo, las perspectivas de crecimiento en Europa y España supondrá siendo débiles, lo que supondrá dificultades añadidas para el sector externo.

En lo que respecta a los condicionantes domésticos, la corrección de los desequilibrios acumulados seguirá lastrando la demanda regional: por un lado, el consumo se verá acotado por el proceso de desapalancamiento de las familias, la difícil situación del mercado laboral, la disminución de la renta disponible de los hogares y el alza de los precios tras el aumento del IVA materializado en septiembre; por otro lado, la inversión continuará afectada por el incremento en el coste de la financiación, por el necesario proceso de desapalancamiento de las empresas y por la finalización del proceso de ajuste en el sector inmobiliario. Por último, el sector público deberá mantener su compromiso con los objetivos de déficit acordados en el Consejo de Política Fiscal y Financiera para eliminar las posibles dudas existentes tras la desviación observada en 2011.

Como contrapeso, la capacidad de las empresas exportadoras madrileñas para continuar reorientando su producción hacia aquellos mercados que más van a crecer en los próximos trimestres podría compensar parcialmente la corrección de los desequilibrios estructurales internos.

En definitiva, las perspectivas sobre la economía madrileña apuntan a que ésta seguirá en recesión durante los próximos trimestres, lo que supone que, en el escenario más probable, el PIB regional experimente una caída que podría situarse en el entorno del -0,7% en 2012 y del -1% en 2013 aunque con riesgos a la baja.

La economía madrileña continuó contrayéndose en el 2T12 al ritmo marcado durante el primer trimestre del año

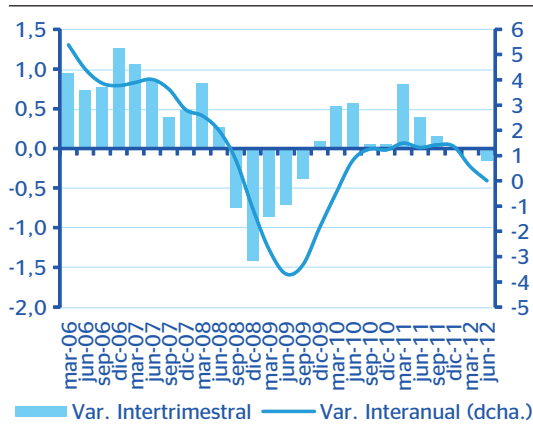
La actividad económica en la Comunidad de Madrid se contrajo un 0,2% t/t (datos corregidos de variaciones estacionales, CVE) en el segundo trimestre del año (ver Gráfico 5). Esto supone la primera caída tras más de dos años según el Instituto de Estadística de Madrid (IEM). El dato contrasta con el estancamiento observado en el primer trimestre, pero mejora la evolución del conjunto de España (-0,3% t/t y -0,4% t/t en el segundo y tercer trimestre del año respectivamente, CVE).

Esta corrección viene justificada por la evolución de los indicadores parciales de coyuntura, con caídas en todos los componentes de la demanda doméstica que, en su conjunto, se contrajo un -1,3% t/t en el segundo trimestre del año.

Por tanto, según los datos del IEM, la composición del crecimiento habría vuelto a estar marcada por una demanda interior débil que, por primera vez en los últimos dos años, no puede ser compensada por el sector exterior, pese a que éste se mantiene robusto y continúa creciendo (ver Gráfico 6).

Gráfico 5

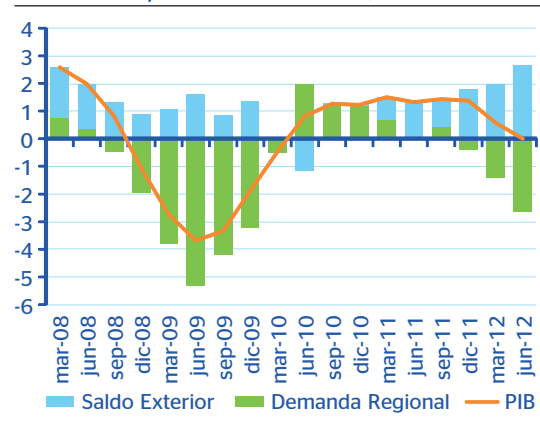
Madrid: crecimiento del PIB (%)



Fuente: IE de Madrid y BBVA Research

Gráfico 6

Madrid: PIB y contribuciones (a/a; %)

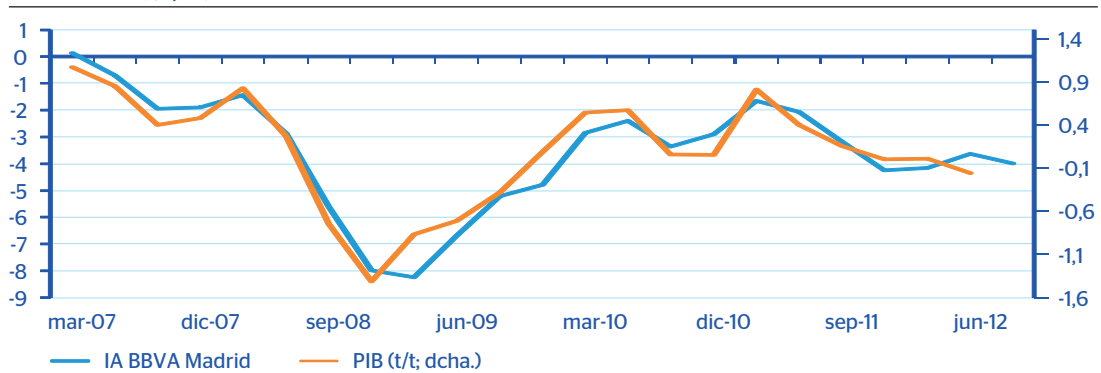


Fuente: IE de Madrid y BBVA Research

A fecha de cierre de esta revista, todavía no se dispone de los datos de evolución de la actividad de la región para el tercer trimestre de 2012, aunque sí se han publicado algunos indicadores parciales de coyuntura. Según el indicador IA BBVA-Madrid (que dispone ya del 84% de la información correspondiente al tercer trimestre), la economía madrileña habría continuado su contracción y podría haber experimentado una caída de la actividad en línea con la experimentada en el segundo trimestre del año (ver Gráfico 7).

Gráfico 7

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



Fuente: BBVA Research a partir de INE e IE Madrid

La demanda doméstica continúa lastrada por sus determinantes

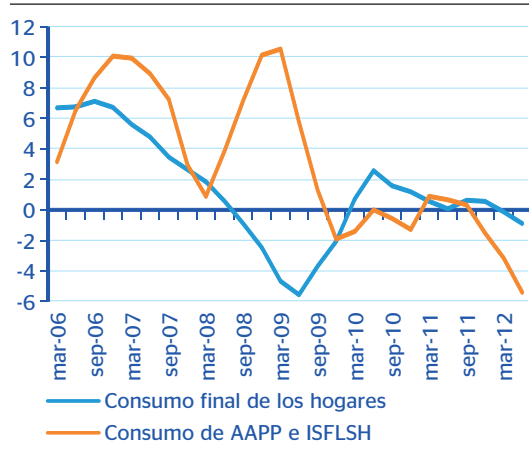
El segundo trimestre se caracterizó por el retroceso tanto del gasto en consumo total como de la inversión, mientras que los indicadores parciales de coyuntura disponibles apuntan a que esta evolución habría continuado durante el tercer trimestre del año.

Por el lado del consumo la caída fue más intensa en el de las AAPP (-1,4% t/t, CVE) como consecuencia del necesario proceso de consolidación fiscal. Además, el consumo privado experimentó una contracción del -0,7% t/t (CVE) en el segundo trimestre del año, afectado por el proceso de desapalancamiento de las familias, la deteriorada situación del mercado laboral y las caídas de renta disponible y riqueza neta que no se ven compensadas por el descenso de la tasa de ahorro (ver Gráfico 8). Esta tendencia podría incluso agravarse durante el cuarto trimestre del año como consecuencia del alza de los precios producida por la subida del IVA concretada en septiembre y la materialización de buena parte de las medidas de contención del sector público, como la eliminación de la segunda paga extraordinaria a los trabajadores de este sector.

Con todo, la demanda interna madrileña también refleja un menor impacto de la crisis que el conjunto de España. Así lo corroboran los indicadores parciales de coyuntura, como las matriculaciones y las ventas minoristas, que muestran un menor deterioro en lo que va de año como consecuencia de ventajas relativas que disfruta la economía regional: menor tasa de paro, mayor tasa de ahorro y menor apalancamiento relativo¹.

Gráfico 8

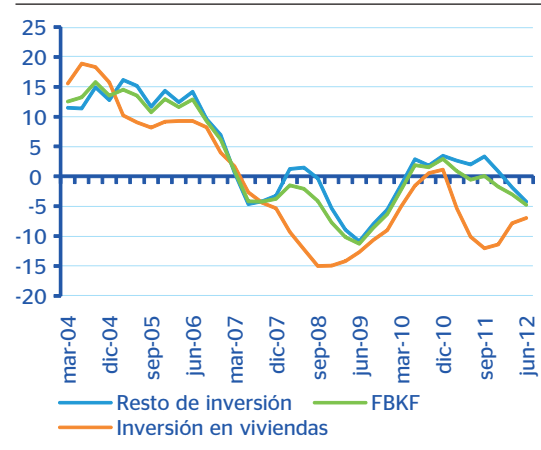
Madrid: evolución de los componentes del consumo (a/a; %)



Fuente: IE de Madrid y BBVA Research

Gráfico 9

Madrid: componentes de la inversión (a/a; %; CVE)



Fuente: IE de Madrid y BBVA Research

Por su parte, la información relativa a la inversión privada muestra que, en el segundo trimestre, ésta continuó debilitándose. Además, este comportamiento se observa en todos los componentes de la inversión siendo la partida más castigada la inversión en vivienda, como consecuencia del proceso de corrección de desequilibrios acumulados, por la atonía de la demanda interna y por un entorno de necesidades de desapalancamiento. A pesar de esto, los cambios impositivos anunciados a comienzo del trimestre mitigaron la intensidad de este deterioro y, aunque la corrección todavía muestra tasas elevadas, disminuye el ritmo por tercer trimestre consecutivo.

El ajuste inmobiliario en Madrid, más cerca de finalizar

El mercado inmobiliario en la Comunidad de Madrid continúa ajustándose tal y como indica la evolución de los indicadores de oferta y de demanda en los últimos meses. Sin embargo, existen indicios que permiten afirmar que el sector se encuentra mejor posicionado para salir de la crisis respecto a en otras comunidades autónomas.

Por un lado, el stock de viviendas sin vender que se acumula en Madrid es menos acusado que el de la mayoría de comunidades autónomas, situándose en torno al 2,6% del parque residencial al cierre de 2011, y por debajo del 4,0% de media nacional (véase el Gráfico 10). Con todo, la corrección del volumen de vivienda pendiente de venta, que venía reduciéndose al mismo ritmo que la media nacional, está siendo algo más lenta en los últimos meses: mientras en la comunidad las ventas del tercer trimestre se contrajeron un 2% t/t (CVEC), la media nacional apunta a un crecimiento del 4,5% t/t (CVEC).

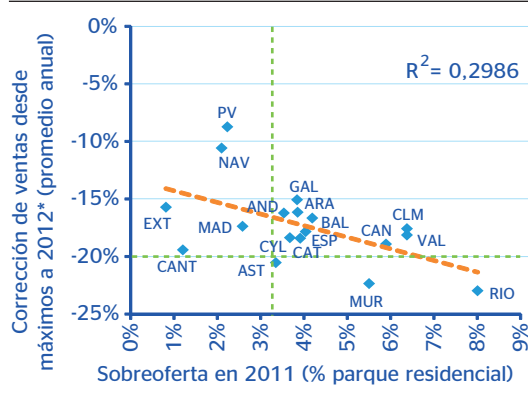
Un segundo indicio que coloca a Madrid en una posición relativamente mejor que el resto de comunidades autónomas tiene que ver con la evolución del precio de la vivienda. Madrid es la región en la que más se ha corregido el precio de la vivienda, acumulando un descenso desde máximos del 40% en términos reales, por encima del 32% de la media nacional. Ello, junto con un menor deterioro del mercado de trabajo y, por tanto, de la renta salarial, ha favorecido una mayor corrección del esfuerzo de acceso, en términos de renta salarial, a una vivienda (véase el Gráfico 11). Así, en Madrid, la compra de una vivienda media exige a un hogar la dedicación de 6,3 años

¹: Para un mayor detalle sobre los desequilibrios regionales en comparación con el conjunto de España ver Situación Madrid (Segundo Semestre 2011) en <http://www.bbva.com>

de renta salarial, dos años menos que en 2006. De hecho, en la actualidad el esfuerzo se sitúa en el nivel promedio de los últimos dieciocho años, algo que no sucedía desde 2002, y que sin duda será un incentivo para la demanda una vez concluya el proceso de ajuste de la economía. Por su parte, en el conjunto del país, la compra de una vivienda requiere todavía de un año más de salario que en el promedio histórico.

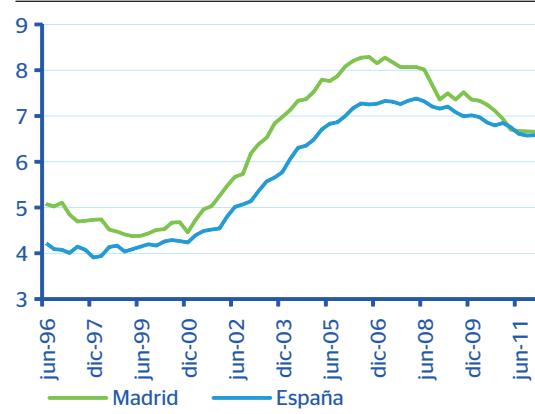
En síntesis, aunque el ajuste del sector inmobiliario en Madrid persistirá en los próximos trimestres, buena parte del mismo ya se ha realizado, lo que coloca a Madrid en una posición ventajosa para iniciar la recuperación del sector.

Gráfico 10
España: corrección de compraventas y sobreoferta de vivienda



Fuente: BBVA Research a partir de MFOM

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



Fuente: BBVA Research a partir de MFOM e INE

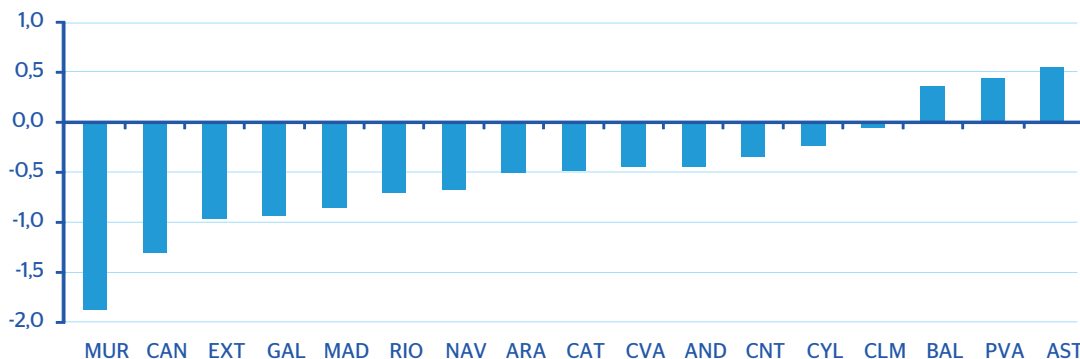
El ineludible proceso de consolidación fiscal se ve intensificado por la negativa sorpresa de las cuentas autonómicas en 2011

Desde el último número del Situación Madrid se ha confirmado que el déficit público de la Comunidad alcanzó el 2,2% del PIB en 2011, el doble de lo previsto inicialmente, como consecuencia del deterioro cíclico de los ingresos. Esta desviación ha obligado a la región a una mayor disciplina durante el año 2012 y 2013 para garantizar el cumplimiento de los objetivos de déficit planteados para las CC.AA.

Con la información disponible hasta agosto de 2012, la ejecución presupuestaria de la Comunidad de Madrid habría acumulado un déficit presupuestario del 0,88% del PIB sumando 0,21pp al déficit acumulado hasta el segundo trimestre del año. Estas cifras sitúan a la Comunidad de Madrid en una buena posición para cerrar el año cumpliendo el objetivo de estabilidad del -1,5% del PIB en 2012, siempre y cuando se continúe con la política de contención del gasto a lo largo de este último trimestre.

Gráfico 12

CC.AA.: ejecución presupuestaria entre enero y agosto de 2012 (% del PIB)



Fuente: BBVA Research a partir de MEH e INE

De cara a 2013, el Proyecto de Presupuestos de la Comunidad de Madrid presentado a finales del pasado mes de octubre contempla una disminución del gasto en torno al 8% respecto a las previsiones de 2012, hasta situarse en 17.048 millones de euros (8,9% del PIB regional²), continuando así con la política de consolidación fiscal. El recorte del gasto previsto se concentra en sanidad -que incluye la puesta en marcha del “euro por receta” (83 millones de recaudación según las estimaciones del gobierno autonómico), en infraestructuras y transporte y la ayuda a la cooperación y las subvenciones. Por el lado de los ingresos, pese a que el proyecto de presupuestos de 2013 de la Comunidad de Madrid contempla unos recursos adicionales por importe de 1.335 millones de euros correspondientes a enajenación de inversiones e inmuebles, mayores tasas, dividendos, etc., la previsión de ingresos no financieros para el ejercicio cae un 12,6% respecto a lo esperado en el presupuesto para 2012, arrastrados por la caída prevista de los ingresos tributarios, fundamentalmente por las menores entregas a cuenta del sistema de financiación autonómica. La relevancia de los ingresos inciertos (como la enajenación de inversiones) y la posibilidad de que estos no se produzcan, suponen riesgos que de concretarse supondrían la necesidad de tomar medidas adicionales para asegurar el cumplimiento del objetivo.

El buen comportamiento del sector exterior no pudo compensar el debilitamiento de la demanda interna en el 3T12

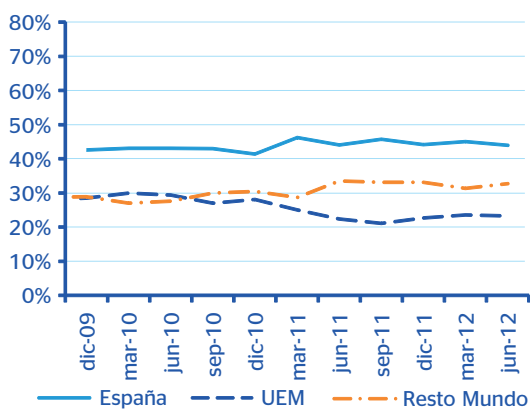
El sector exterior regional comenzaba el segundo trimestre de 2012 mostrando un comportamiento sólido que servía para compensar la debilidad de la demanda interna regional y permitía a la economía madrileña continuar mostrando tasas de crecimiento positivas. Sin embargo, desde entonces, el sector exterior viene enfrentando un entorno poco favorable, caracterizado por la persistencia de las tensiones financieras y la incertidumbre sobre el crecimiento de los principales socios comerciales de la Comunidad, que hace que su capacidad para contribuir al crecimiento haya perdido fuerza. En particular, la continuidad de la recesión en el resto de España, principal destino de las exportaciones regionales y el deterioro observado en las economías de la UEM, segundo mayor comprador de productos madrileños, explican la debilidad observada durante los últimos meses (véase el Gráfico 13).

Como consecuencia de este entorno exterior poco favorable y del “efecto base” derivado del buen comportamiento en 2011, las exportaciones reales muestran una contracción entre enero y agosto del presente año de un 1,7% respecto al mismo periodo del año anterior (frente al -2,3% del conjunto nacional). La combinación de un sector exterior menos dinámico y de una demanda interna que podría volver a acelerar su ritmo de contracción supone un riesgo creciente para la segunda mitad del año.

2. Según previsiones de BBVA Research

Gráfico 13

Distribución geográfica de las exportaciones de Madrid (%)



Fuente: Datacomex, Ceprede y BBVA Research

Cuadro 2

Entrada de viajeros en el territorio

	Madrid	España
Crecimiento en 2011 (a/a,%)		
Total	7,4	4,2
Residentes en España	4,4	-0,9
Extranjeros	11,1	10,9
Crecimiento hasta septiembre 2012 (a/a,%)		
Total	-3,9	-2,0
Residentes en España	-1,5	-5,5
Extranjeros	-6,7	1,9
Peso en 2011		
Extranjeros	45,0	46,3
Residentes en España	55,0	53,7

Fuente: BBVA Research a partir de INE

Por el lado de las exportaciones de servicios, principal sector de exportación de la Comunidad de Madrid³, la información de la que se dispone es parcial. Los indicadores de turismo y, en particular la entrada de viajeros, muestran una caída aproximadamente igual al doble de la experimentada por el promedio nacional en lo que llevamos de año. Esta mayor caída viene explicada por una disminución del turismo extranjero que no puede ser compensada por el mejor comportamiento del turismo nacional (ver Cuadro 2).

Sin embargo, este (aparentemente) peor comportamiento del turismo en la región en lo que llevamos de año es debido, al menos parcialmente, a un efecto base. La celebración de las Jornadas Mundiales de la Juventud (JMJ) en agosto de 2011 incrementó la entrada de turistas en la región en aproximadamente 180 mil personas. En consecuencia, si se descuenta el efecto de la entrada de turistas procedentes de las JMJ -tanto de los datos de la región como del conjunto de España en el año 2011- la caída del turismo en lo que llevamos de año (datos entre enero y septiembre) es muy similar en la región (-1,7%) y el conjunto de España (-1,8%). Esto supone que el sector turístico en la Comunidad de Madrid no está mostrando un comportamiento diferencialmente negativo en relación al conjunto de España lo que supone una buena noticia para una comunidad con una importancia destacada del peso del sector servicios.

Las importaciones, por su parte, estarían sufriendo una mayor contracción de la experimentada por las exportaciones, lo que permite al sector exterior continuar aportando positivamente al crecimiento. Aunque el adelantamiento de las compras domésticas ante la subida del IVA en septiembre habría generado una expansión moderada de las importaciones, éste no ha sido suficiente para compensar una caída que, hasta agosto, se sitúa en el -3,3%, 2,5pp más que la media nacional.

En síntesis, los elementos mencionados configuran una contribución positiva de la demanda externa neta al crecimiento durante el tercer trimestre de 2012 pero, de acuerdo a la previsión apuntada por el IA BBVA Madrid, no sería suficiente para compensar la debilidad de la demanda interna.

El deterioro del mercado de trabajo se ralentizó en 3T12

Desde la publicación del anterior número de la revista Situación Madrid el mercado laboral regional ha continuado destruyendo empleo, aunque lo ha hecho a menor ritmo que el agregado nacional (ver Cuadro 3). Sin embargo, los últimos datos disponibles muestran que los indicadores del mercado laboral han moderado su ritmo de corrección. Así, la afiliación media a la Seguridad Social cayó un -0,5% t/t CVEC en el tercer trimestre de 2012, 4 décimas menos en términos absolutos que el agregado nacional y 1 menos que en el trimestre precedente. Por su parte,

3: Para más detalle sobre las características del sector exportador regional consultar Situación Madrid Segundo Semestre 2011 en www.bbva-research.com

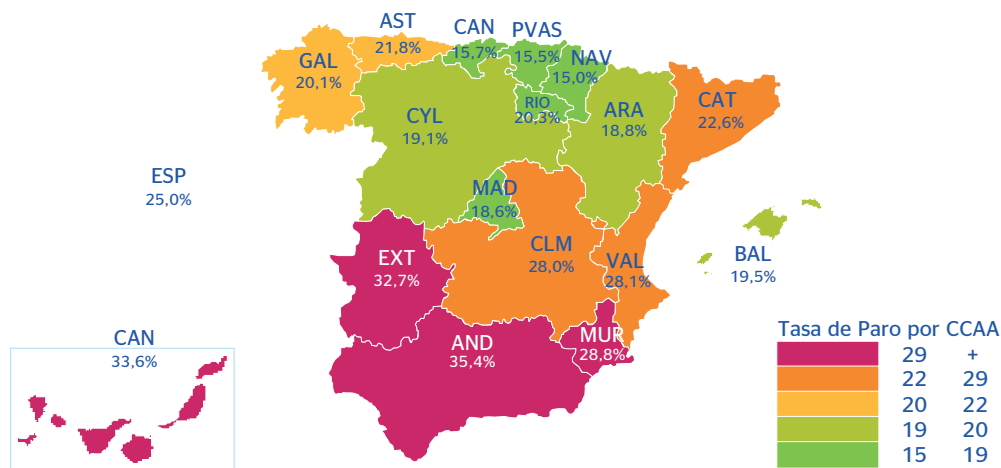
esta evolución de la afiliación tiene su reflejo en el paro registrado, que cerró el tercer trimestre del año con un incremento de 12,3 mil personas (es decir, 2,3% t/t, CVEC) ligeramente menor que el 2,4% (t/t CVEC) observado en 2T12.

Pese a estos datos de paro registrado, la Encuesta de Población Activa (EPA) correspondiente al tercer trimestre del año mostró una mejora marginal en la tasa de paro de la economía regional y se situó en el 18,56% (3 décimas menos que el trimestre anterior y 6,5pp inferior a la del conjunto nacional) debido al descenso en la población activa (-25mil entre el segundo y tercer trimestres de 2012).

La ocupación, por su parte, disminuyó en 10,6mil empleos (CVEC) en el mismo periodo. En el último año, la reducción acumulada es de 39,5 mil empleos, observándose destrucción en todos los sectores a excepción de la agricultura, donde se creó empleo. Esta contracción se concentra especialmente en la construcción, responsable de algo más del 60% de la caída de la ocupación, seguida de las observadas en servicios (29,2%) e industria (10,6%).

Gráfico 14

Tasa de paro por CC.AA.



Fuente: INE y BBVA Research

Escenario 2012-2013: se mantiene el escenario de la economía regional

En línea con lo esbozado en la introducción de esta sección, la evolución de la economía durante el segundo trimestre de 2012, los indicadores parciales de coyuntura disponibles para el tercero y el indicador de actividad IA-BBVA Madrid continúan siendo consistentes con un escenario en el que el PIB regional se contraería en torno a -0,7% durante el presente año.

Esta evolución de la economía regional continuará caracterizada por una demanda interna débil, que permanecerá lastrada por la necesidad de desapalancamiento tanto del sector público como del privado, por un acceso a la financiación que se mantendrá caro y por la debilidad del mercado laboral. Por su parte, el sector exterior se caracterizará por su dinamismo en la medida en que siga siendo capaz de continuar diversificando el destino de sus exportaciones a aquellos países que más van a crecer y que continúe mostrándose competitivo.

Frente a este escenario, los principales riesgos que pueden sesgar a la baja esta evolución han aumentado en relación a los últimos meses. Estos riesgos son, principalmente, los que provienen del mantenimiento de un entorno exterior débil, particularmente del europeo, de la posibilidad de un incumplimiento de los objetivos de déficit público que retrase el ajuste a 2013 y de las implicaciones que pueda tener la decisión que finalmente se tome sobre el acceso a la ayuda ofrecida por el Banco Central Europeo.

Así pues, con los condicionantes existentes, se mantiene el escenario para la economía de la Comunidad de Madrid en 2012 y 2013, si bien la probabilidad de una mayor contracción podría incrementarse de materializarse o agravarse alguno de los riesgos anteriormente citados.

Cuadro 3

Principales indicadores de coyuntura de la economía madrileña

%	Crecimiento medio desde principio de año						Último mes
	2011		(a/a)		Último dato (m/m, cve)		
	Madrid	España	Madrid	España	Madrid	España	
Importaciones	3,6%	8,7%	-3,3%	-0,8%	0,2%	-0,9%	ago-12
Exportaciones Reales	6,4%	8,3%	-1,7%	-2,3%	-1,9%	4,4%	ago-12
Afiliación a la SS	-0,9%	-1,5%	-1,7%	-3,1%	0,3%	-0,3%	sep-12
Paro Registrado	2,0%	4,8%	10,5%	11,0%	0,7%	0,8%	oct-12
IASS	-1,6%	-1,1%	-5,1%	-5,0%	-8,1%	-9,4%	sep-12
Ventas Minoristas	-4,9%	-5,8%	-5,9%	-6,0%	-10,7%	-9,0%	sep-12
Matriculaciones	-5,6%	-18,7%	-9,5%	-14,2%	-13,9%	-1,7%	oct-12
Visados de Viviendas	20,5%	-14,6%	-55,3%	-41,1%	-12,4%	5,1%	ago-12
IPI	0,6%	-1,8%	-13,1%	-6,2%	-2,6%	-2,4%	sep-12
Pernoctaciones	8,0%	7,3%	-5,4%	-1,3%	-2,8%	0,7%	sep-12
Viajeros	5,6%	4,2%	-3,9%	-2,0%	-3,2%	1,0%	sep-12

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

Cuadro 4

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

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

Fecha: 31 de octubre de 2012

Fuente: BBVA Research

Recuadro 1. Encuesta de Actividad Económica en Madrid: un duro tercer trimestre

La encuesta de Actividad económica a la red de oficinas de BBVA cumple en Madrid más de tres años - trece trimestres - con la oleada correspondiente al tercer trimestre de 2012. La principal nota característica es que, transcurrido este tiempo, los resultados no han permitido ver una mejora de la situación, en línea con lo mostrado por el resto de indicadores de actividad procedentes de organismos oficiales. Así, los resultados de la encuesta de actividad económica en Madrid en el tercer trimestre de 2012 muestran que la economía experimentó un retroceso adicional en relación al trimestre anterior y pronostican que volverá a hacerlo el próximo trimestre. Además, los resultados son más negativos que en el segundo trimestre del año, y empeoran más en términos de expectativas que de actividad.

Este deterioro en el tercer trimestre del año es un patrón común que se observa en el registro histórico de los tres años de la encuesta (y que también se detecta en otros territorios donde la encuesta lleva más tiempo) por lo que, presumiblemente, parte de este empeoramiento se puede deber a un patrón estacional que deberá ser corregido a medida que se disponga de una muestra más amplia.

Sin embargo, a pesar de este deterioro en relación a 2T12, cuando se compara en términos anuales, la situación es menos negativa - tanto en términos de actividad como de expectativas - que la existente en el mismo trimestre de 2011, aunque todavía se encuentra lejos de los registros del 3T10 (último año de crecimiento económico).

Desde una perspectiva sectorial, prácticamente todos los indicadores se mantienen en terreno negativo y reflejan una peor evolución respecto al trimestre anterior, especialmente en el empleo en servicios (-27pp). Pese a la evolución especialmente negativa de esta variable, los indicadores más castigados en términos absolutos continúan siendo aquellos relacionados con la construcción y, particularmente, con el empleo en dicho sector (-73%) y con las ventas en general (-61%). En este sentido, la evolución de los precios tampoco ha favorecido la recuperación de la demanda interna y la reactivación de la actividad puesto que éstos han aumentado para el 43% de los encuestados como consecuencia del incremento del IVA materializado en septiembre, rompiendo con la tendencia de contención en precios de los últimos trimestres. Pese a esta evolución negativa, las noticias positivas vienen, un trimestre más, del lado de las exportaciones y del turismo, que evolucionaron positivamente respecto al trimestre anterior y se encuentran en la neutralidad, como reflejo del tirón de la demanda externa.

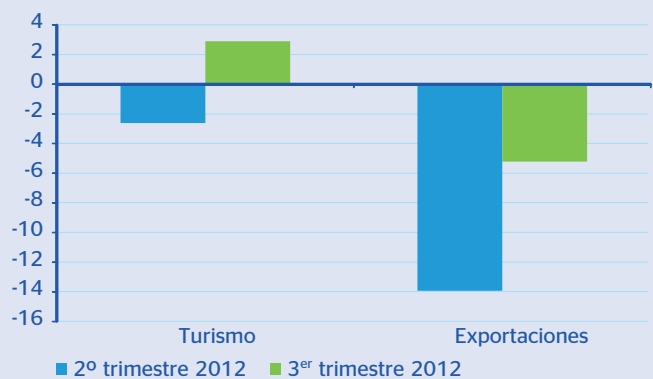
La encuesta, por tanto, refleja una señal similar a la ofrecida por el conjunto de los indicadores parciales disponibles para la economía regional y a la del indicador sintético IA BBVA Madrid (Gráfico 15) que muestra que las expectativas para el próximo trimestre continúan siendo negativas. Así, las perspectivas apuntadas por los encuestados apuntan hacia una nueva contracción en el corto plazo, lo que es consistente con el escenario que se describe en esta publicación para el conjunto del año.

Gráfico 15
Madrid: actividad y perspectivas para el próximo trimestre.
Saldo de respuestas extremas (%)



Fuente: BBVA

Gráfico 16
Evolución de las exportaciones y el turismo.
Saldo de respuestas extremas (%)



Fuente: BBVA

Cuadro 5

Cuadro Resumen de la Actividad Económica. Madrid

(% de respuestas)	3er Trimestre 2012			2º Trimestre 2012			3er Trimestre 2011		
	Aumenta	Estable	Baja	Aumenta	Estable	Baja	Aumenta	Estable	Baja
Actividad Económica	8	45	47	9	50	41	3	39	58
Perspectiva para el próximo trimestre	4	39	57	5	49	46	6	39	55
Producción industrial	3	55	42	4	53	43	1	50	49
Cartera de pedidos	7	44	49	5	46	49	5	34	62
Nivel de estocs	3	60	37	2	69	29	1	67	32
Inversión en el sector primario	3	75	22	1	74	25	1	81	19
Inversión industrial	2	65	34	2	60	38	3	67	30
Inversión en servicios	7	46	48	12	42	46	8	42	50
Nueva construcción	8	27	65	6	24	71	4	21	76
Empleo industrial	1	43	56	0	46	54	1	42	56
Empleo en servicios	6	35	59	19	37	45	8	40	52
Empleo en construcción	2	23	75	0	29	71	2	25	73
Precios	43	38	19	13	61	26	21	64	16
Ventas	1	37	62	4	35	62	1	39	61
Turismo	23	57	20	20	58	22	36	50	14
Exportaciones	19	57	24	13	59	27	9	64	27

(*) Saldo de respuestas extremas

Fuente: BBVA

Recuadro 2.

Madrid Ciudad: el diferencial de productividad, clave para el arrastre del crecimiento regional

Entre los años 2000 y 2007, el PIB per cápita relativo de la ciudad de Madrid se incrementó en 6 puntos porcentuales, desde el 136% hasta el 142% de la media española, para, después, corregirse ligeramente hasta el 137% en 2010, último periodo del que se dispone de datos. También se observa un avance similar respecto a la Comunidad de Madrid, que ha llevado a que la ratio se situara, en los últimos años, entre un 18 y un 20% por encima de la media de la Comunidad. Este dato refleja, por tanto, no solamente la ganancia de bienestar económico de la ciudad en la década pasada, sino el hecho de que ésta se ha producido a un ritmo mayor que para el conjunto nacional y de la región.

El aumento del PIB per cápita de Madrid se ha logrado, además, con un crecimiento de la población sin parangón entre las ciudades desarrolladas europeas. Madrid forma parte de la cuarta área metropolitana europea si se mide el tamaño de las mismas a través de la población (tras Estambul, París y Londres). Pero es, además, la sexta aglomeración urbana de la OCDE que más creció entre 2005 y 2010. Entre 1995 y 2010, en Europa, solamente las áreas urbanas turcas (Estambul, Esmirna y Ankara) muestran un crecimiento superior al de Madrid, que adicionalmente, no se produce únicamente en los municipios del núcleo urbano. Si entre 1995 y 2010 el área metropolitana experimentó un crecimiento de la población de casi un 1,5% anual en media, la propia ciudad aumentó su población a razón de un 1,2% anual, desde 3 millones hasta 3,3 millones de personas. La ciudad de Madrid se situaría, con este crecimiento, en quinta posición en este ranking⁴.

¿Qué posibilita que un crecimiento sin parangón de la población, coexista con una mejora tan relevante del PIB

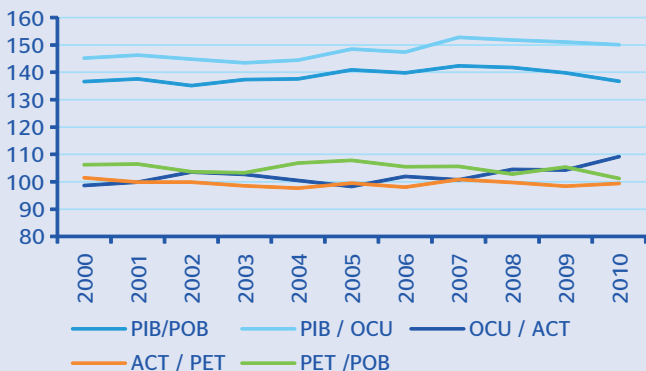
per cápita? Para ello, una descomposición sencilla del PIB per cápita contribuye a detectar cuáles son los principales factores que se encuentran tras la evolución de esta variable. A medio y largo plazo, el PIB per cápita (PIB/POB) depende de una serie de determinantes que pueden analizarse descomponiendo dicha ratio en una serie de componentes. Así, el PIB per cápita puede entenderse como el resultado de multiplicar la productividad (PIB por ocupado), la tasa de empleo (ocupados sobre población activa), la tasa de actividad (población activa sobre población en edad de trabajar) y un factor demográfico (población en edad de trabajar sobre la población total)⁵. Expresado de otro modo,

$$\frac{PIB}{POB} = \frac{PIB}{OCU} * \frac{OCU}{ACT} * \frac{ACT}{PET} * \frac{PET}{POB}$$

Como puede observarse en los gráficos 17 y 18, tanto para la ciudad como para la Comunidad de Madrid, los componentes ligados al mercado de trabajo y al factor demográfico no experimentan cambios relevantes respecto a lo que sucede en el conjunto de España, exceptuando el periodo de crisis, en que la tasa de empleo favorece a la ciudad. De hecho, el aumento de la población y de la tasa de actividad durante el periodo analizado es un factor común a las tres áreas. Las diferencias, en cambio, se observan en el comportamiento de la productividad (PIB/OCU), que sí muestra en la ciudad de Madrid una senda ascendente hasta el año 2007. Adicionalmente, pese a la ligera corrección experimentada a lo largo de los primeros años de la crisis, este factor continúa mostrando todavía niveles que superan claramente la media española.

Gráfico 17

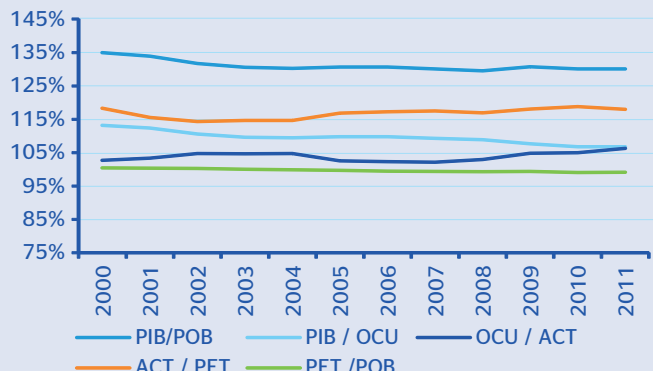
Descomposición del PIB per cápita de la ciudad de Madrid. España = 100



Fuente: BBVA Research y Ayuntamiento de Madrid

Gráfico 18

Descomposición del PIB per cápita de la Comunidad de Madrid. España = 100



Fuente: BBVA Research e INE

4: Áreas urbanas de más de 2 millones de habitantes. Los datos de áreas urbanas se pueden encontrar en State of the World's Cities, 2012-2013, UN Habitat, descargable aquí: <http://www.unhabitat.org/pmss/listItemDetails.aspx?publicationID=3387>. Los datos de la ciudad de Madrid se obtienen del propio ayuntamiento de Madrid
5: Para un mayor detalle de la metodología, véase, por ejemplo, Observatorio Balears, BBVA Research, del primer semestre de 2012

Además, una segunda diferencia relevante –al margen de la identidad- viene dada por la mayor especialización sectorial. La ciudad de Madrid muestra una especialización en servicios a empresas (que incluyen al sector de la intermediación inmobiliaria o los servicios financieros) y en comercio bien sea éste mayorista o minorista, aún mayor que la de la propia comunidad (Gráficos 19 y 20). La especial relevancia de la crisis para los sectores que tienen mayor peso en la ciudad explica un comportamiento peor del PIB que la media nacional, frente a un mejor comportamiento relativo de la comunidad entre 2008 y 2010 (Gráfico 21). Pero también el mayor crecimiento experimentado durante el periodo previo a la crisis.

No obstante, la corrección experimentada durante los últimos años se ha producido de un modo más rápido también en la ciudad, especialmente en estos sectores. Así, las cifras relativas al mercado inmobiliario muestran que este comenzó a reactivarse en 2010 en la ciudad habiéndose doblado el número de viviendas visadas en la ciudad entre 2009 y 2011, frente al estancamiento del conjunto de la comunidad. Por su parte, en lo referente al sector bancario, el ajuste en el número de oficinas está siendo de menor magnitud en la capital.

La rapidez de esta corrección se comprueba también cuando se analiza el ajuste de la accesibilidad a la vivienda. Si en la comunidad de Madrid este ajuste es más rápido que en el conjunto de España (ver el Gráfico 11 de esta

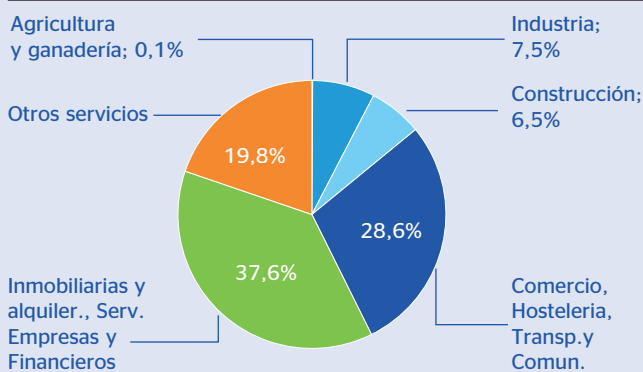
misma publicación) lo mismo puede decirse de lo que está sucediendo entre la ciudad y la región. Aplicando la misma metodología, el esfuerzo de acceso a la vivienda en la ciudad de Madrid se ha corregido en los últimos trimestres hasta igualar al del conjunto de la Comunidad, lo que vendría a reflejar que la corrección en la capital se está produciendo con mayor celeridad que en el conjunto de la región.

Estos datos, junto a la mejor dotación de capital humano, permiten anticipar que Madrid podría estar en condiciones de liderar la recuperación dentro de la comunidad, cuando esta se produzca. Por ahora los datos que se obtienen a través de las Encuestas trimestrales que realiza BBVA a la red de oficina de Madrid reflejan que, desde 2011, no se habría producido un empeoramiento adicional de la actividad en la capital (Gráfico 22).

Por su parte, el padrón municipal refleja que la población en la ciudad de Madrid se redujo tanto en 2010 como en 2011, anticipando ya el comportamiento previsto para el conjunto de la década. Esto es, que según las previsiones de UN Habitat, el crecimiento del área metropolitana podría reducirse hasta niveles muy moderados entre 2010 y 2020. Dada la estabilidad mostrada por los indicadores demográficos y la poca aportación que podrá generar en el futuro el aumento poblacional, que Madrid continúe siendo un polo de atracción y una ciudad con crecimiento dependerá de su capacidad para seguir basando su ventaja en ganancias de productividad.

Gráfico 19

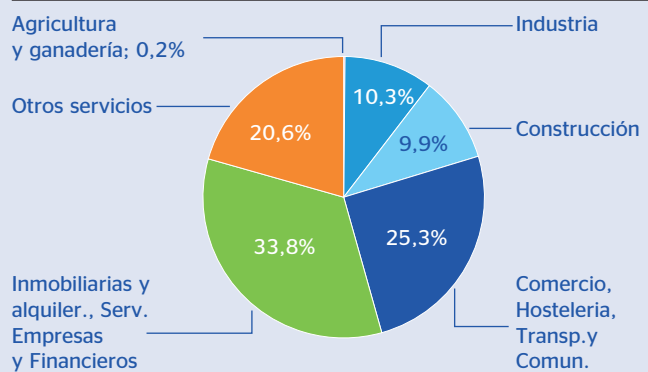
Madrid: Distribución sectorial del VAB (2010)



Fuente: BBVA Research y Ayuntamiento de Madrid

Gráfico 20

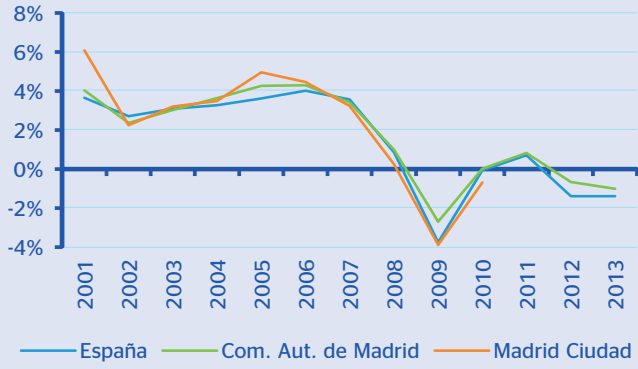
C.A. Madrid: Distribución sectorial del VAB (2010)



Fuente: BBVA Research e INE

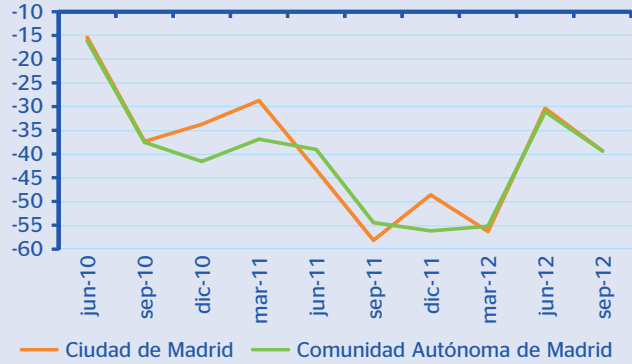
El Servicio de Estudios
del Grupo BBVA

Gráfico 21
Crecimiento del PIB real (a/a)



Fuente: INE y Ayuntamiento de Madrid

Gráfico 22
Encuesta de actividad BBVA. Actividad en el trimestre. Resultados para la Comunidad y la ciudad de Madrid. Saldos de respuestas (%)



Fuente: BBVA Research

4. Cuadros

Cuadro 6

Previsiones Macroeconómicas: Producto Interior Bruto

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

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

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

Fecha cierre de previsiones: 2 de noviembre de 2012

Fuente: BBVA Research

Cuadro 7

Previsiones Macroeconómicas: Tipos de Interés a 10 años (Promedio)

	2009	2010	2011	2012	2013
Estados Unidos	3,2	3,2	2,8	1,8	2,1
UEM	3,3	2,8	2,6	1,6	2,1

Fecha cierre de previsiones: 2 de noviembre de 2012

Fuente: BBVA Research

Cuadro 8

Previsiones Macroeconómicas: Tipos de Cambio (Promedio)

Dólares (\$) por moneda nacional	2009	2010	2011	2012	2013
Estados Unidos (EUR por USD)	0,72	0,76	0,72	0,78	0,77
UEM	1,39	1,33	1,39	1,28	1,30
Reino Unido	1,56	1,55	1,60	1,59	1,66
China	6,83	6,77	6,46	6,32	6,26

Fecha cierre de previsiones: 2 de noviembre de 2012

Fuente: BBVA Research

Cuadro 9

Previsiones Macroeconómicas: Tipos de Interés Oficiales (Final período)

	2009	2010	2011	2012	2013
Estados Unidos	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25
UEM	1,00	1,00	1,00	0,75	0,75
China	5,31	5,81	6,56	5,75	5,75

Fecha cierre de previsiones: 2 de noviembre de 2012

Fuente: BBVA Research

Cuadro 10

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

	2009	2010	2011	2012	2013
PIB real	-4,3	1,9	1,5	-0,5	0,3
Consumo privado	-0,9	0,9	0,1	-1,0	0,0
Consumo público	2,6	0,7	-0,1	-0,1	-0,5
Formación Bruta de Capital Fijo	-12,7	-0,3	1,6	-3,6	-0,6
Equipo, Maquinaria y Activos Cultivados	-18,7	6,3	4,2	-5,3	-0,8
Equipo y Maquinaria	-18,8	6,4	4,3	-5,3	-0,8
Construcción	-9,9	-4,4	-0,2	-3,4	-1,4
Vivienda	-12,5	-2,9	0,9	-1,9	0,4
Otros edificios y Otras Construcciones	-7,0	-5,9	-1,4	-5,1	-3,3
V. existencias (contribución al crecimiento)	-0,9	0,6	0,1	-0,5	0,0
Demanda interna (contribución al crecimiento)	-3,6	1,2	0,5	-1,8	-0,3
Exportaciones	-12,4	11,0	6,4	3,1	3,2
Importaciones	-11,0	9,4	4,2	0,1	2,2
Demanda externa (contribución al crecimiento)	-0,8	0,7	1,0	1,3	0,5

Pro-memoria

PIB sin inversión en vivienda	-3,8	2,2	1,5	-0,4	0,3
PIB sin construcción	-3,6	2,7	1,7	-0,2	0,4
Empleo total (EPA)	-1,8	-0,5	0,5	-0,8	-0,3
Tasa de Paro (% Pob. Activa)	9,6	10,1	10,2	11,4	11,8
Saldo por cuenta corriente (% PIB)	0,1	-0,1	0,0	1,2	1,2
Saldo de las AA.PP (% PIB)	-6,3	-6,2	-4,1	-3,2	-2,3
IPC (media periodo)	0,3	1,6	2,7	2,5	1,8

Fecha cierre de previsiones: 2 de noviembre de 2012

Fuente: organismos oficiales y BBVA Research

Cuadro 11

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

	2009	2010	2011	2012	2013
Actividad					
PIB real	-3,7	-0,3	0,4	-1,4	-1,4
Consumo privado	-3,8	0,7	-1,0	-2,0	-2,9
Consumo público	3,7	1,5	-0,5	-3,6	-6,9
Formación Bruta de Capital	-17,9	-5,5	-5,5	-9,5	-7,4
Equipo y Maquinaria	-24,5	3,0	2,4	-7,7	-3,8
Construcción	-16,6	-9,8	-9,0	-11,8	-10,0
Vivienda	-23,1	-10,1	-6,7	-6,8	-8,4
Demanda Interna (contribución al crecimiento)	-6,6	-0,6	-1,9	-4,0	-4,7
Exportaciones	-10,0	11,3	7,6	3,8	8,2
Importaciones	-17,2	9,2	-0,9	-4,7	-1,8
Demanda Externa (contribución al crecimiento)	2,9	0,3	2,3	2,6	3,3
PIB nominal	-3,7	0,1	1,4	-0,6	0,7
(Miles de millones de euros)	1048,1	1048,9	1063,4	1057,4	1065,0
PIB sin inversión en vivienda	-1,4	0,5	1,0	-1,0	-0,9
PIB sin construcción	-0,5	1,6	2,1	0,3	-0,2
Mercado de trabajo					
Empleo, EPA	-6,8	-2,3	-1,9	-4,4	-3,4
Tasa de paro (% población activa)	18,0	20,1	21,6	25,0	26,1
Empleo CNTR (equivalente a tiempo completo)	-6,2	-2,5	-1,7	-4,2	-3,2
Productividad aparente del factor trabajo	2,5	2,2	2,1	2,8	1,8
Precios y costes					
IPC (media anual)	-0,3	1,8	3,2	2,5	2,3
Deflactor del PIB	0,1	0,4	1,0	0,8	2,1
Deflactor del consumo privado	-1,1	2,0	2,9	2,5	2,6
Remuneración por asalariado	4,2	0,3	0,7	1,5	2,1
Coste laboral unitario	1,7	-2,0	-1,4	-1,3	0,4
Sector exterior					
Balanza por Cuenta Corriente (% del PIB)	-4,8	-4,5	-3,5	-1,4	-0,5
Sector público (*)					
Deuda (% PIB)	53,9	61,3	69,1	85,2	96,2
Saldo AA.PP. (% PIB)	-11,2	-9,7	-9,0	-7,2	-5,9
Hogares					
Renta disponible nominal	0,6	-2,9	-0,5	-3,1	-1,5
Tasa de ahorro (% renta nominal)	17,8	13,1	11,0	7,6	6,6

(*): Excluyendo ayudas a las entidades financieras españolas

Fecha cierre de previsiones: 2 de noviembre de 2012

Fuente: organismos oficiales y BBVA Research

AVISO LEGAL

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Este informe ha sido elaborado por la Unidad de España:*Economista Jefe 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**Juan Ramón García**
+34 91 374 33 39
juanramon.gj@bbva.com**Mercedes Nogal**
+34 91 807 51 44
mmercedes.nogal@bbva.com**Anabel Arador**
+ 34 93 401 40 42
ana.arador@grupobbva.com**Ángel Gavilán**
+34 91 374 52 62
angel.gavilan@bbva.com**Virginia Pou**
+34 91 537 77 23
virginia.pou@bbva.com**Joseba Barandiaran**
+34 94 487 67 39
joseba.barandia@bbva.com**Félix Lores**
+34 91 374 01 82
felix.lores@bbva.com**Juan Ruiz**
+34 646 825 405
juan.ruiz2@bbva.com**Xavier Callol**
+34 91 374 75 28
xavier.callol@bbva.com**Antonio Marín**
+34 648 600 596
antonio.marin.campos@bbva.com**Pep Ruiz**
+34 91 537 55 67
ruiz.aguirre@bbva.com**Mónica Correa**
+34 91 374 64 01
monica.correa@bbva.com**Myriam Montañez**
+34 954 24 74 86
miriam.montanez@bbva.com**Camilo Andrés Ulloa**
+34 91 537 84 73
camiloandres.ulloa@bbva.com**BBVA Research***Economista Jefe del Grupo*
Jorge Sicilia*Economías Emergentes:***Alicia García-Herrero**
alicia.garcia-herrero@bbva.com.hk

Análisis Transversal Economías Emergentes

Álvaro Ortiz Vidal-Abarca
alvaro.ortiz@bbva.com

Asia

Stephen Schwartz
stephen.schwartz@bbva.com.hk

Coordinación Latam

Juan Ruiz
juan.ruiz@bbva.com

Argentina

Gloria Sorensen
gsorensen@bancofrances.com.ar

Chile

Alejandro Puente
apuente@grupobbva.cl

Colombia

Juana Téllez
juana.tellez@bbva.com

Perú

Hugo Perea
hperea@grupobbva.com.pe

Venezuela

Oswaldo López
oswaldo_lopez@provincial.com

México

Adolfo Albo
a.albo@bbva.bancomer.com

Análisis Macro México

*Economías Desarrolladas:***Rafael Doménech**
r.domenech@bbva.com

España

Miguel Cardoso
miguel.cardoso@bbva.com

Europa

Miguel Jiménez
mjimenezg@bbva.com

Estados Unidos

Nathaniel Karp
nathaniel.karp@bbvacompass.com*Sistemas Financieros y Regulación:***Santiago Fernández de Lis**
sfernandezdelis@grupobbva.com

Sistemas Financieros

Ana Rubio
arubiog@bbva.com

Pensiones

David Tuesta
david.tuesta@bbva.com

Regulación y Políticas Públicas

María Abascal
maria.abascal@bbva.com*Áreas Globales:*

Escenarios Económicos

Julián Cubero
juan.cubero@bbva.com

Escenarios Financieros

Sonsoles Castillo
s.castillo@bbva.com

Innovación y Procesos

Clara Barrabés
clara.barrabes@bbva.com*Market & Client Strategy:***Antonio Pulido**
ant.pulido@grupobbva.com

Equity Global

Ana Munera
ana.munera@grupobbva.com

Crédito Global

Javier Serna
Javier.Serna@bbvauk.com

Tipos de Interés, Divisas y

Materias Primas

Luis Enrique Rodríguez
luisen.rodriguez@grupobbva.com**Interesados dirigirse a:****BBVA Research**Paseo Castellana, 81 - 7ª planta
28046 Madrid (España)
Tel.: +34 91 374 60 00 y +34 91 537 70 00
Fax: +34 91 374 30 25
bbvaresearch@bbva.com
www.bbvaresearch.com