

The logo consists of the word "BBVA" in a bold, white, sans-serif font, followed by a vertical line and the word "Research" in a smaller, white, sans-serif font.

BBVA | Research

Situación Madrid

2º SEMESTRE 2017 | UNIDAD DE ESPAÑA Y PORTUGAL



Índice

1. Editorial	3
2. Perspectivas para la economía de la Comunidad de Madrid	6
Análisis de la situación económica de Madrid a través de la Encuesta BBVA de Actividad Económica. Tercer trimestre de 2017	27
3. Cuadros	30
4. Glosario	33

Fecha de cierre: 10 de noviembre de 2017

1. Editorial

El crecimiento del PIB de Madrid alcanzará un 3,4% en 2017 y un 2,7% en 2018, respectivamente. De cumplirse el escenario que BBVA Research considera más probable, la economía madrileña completará cinco años con un crecimiento anual promedio cercano al 2,5%, todavía 0,4 p.p. por debajo de la media de observada desde 1980. Entre el final de 2016 y el de 2018 se espera que **se puedan crear 175 mil puestos de trabajo, y reducir la tasa de paro hasta el 10,5%, rebasando el nivel de PIB per cápita que se tenía en 2008**. La mejora del entorno exterior junto con un contexto todavía favorable de la política monetaria, soportarán este avance del PIB en el horizonte de previsión. Además, el crecimiento de la productividad media supone un soporte para mantener esa tendencia en el medio plazo. Sin embargo, aún si se cumplen estas previsiones, la tasa de desempleo se situará a finales del año siguiente unos 3,7 p.p. por encima de su nivel de comienzos de 2008.

En 2017, el aumento de la actividad se ha soportado en el dinamismo del consumo privado, impulsado por la mejora de la confianza, la reducción de los tipos de interés y el incremento de las nuevas operaciones de crédito. Además, las reformas implementadas en años anteriores, junto a la reducción de los desequilibrios acumulados por el sector privado en el período anterior a la crisis, continuarán favoreciendo el crecimiento de la inversión empresarial. Por otra parte, las exportaciones de bienes repuntaron en el primer semestre de 2017 tras la desaceleración experimentada a mediados de 2016, apoyadas principalmente en los productos energéticos y las materias primas. Todo ello ha impulsado el empleo y ha permitido que en los tres primeros trimestres de este año, la economía madrileña creciera, en promedio, en torno al 0,9% trimestral (CVEC¹).

Pese a que continúa observándose una inercia muy positiva, los datos conocidos del segundo semestre señalan que se está produciendo una desaceleración en línea con lo esperado en la edición anterior de esta publicación². Así, en el tercer trimestre se podría haber observado un crecimiento cercano al 0,8% t/t CVEC. Este comportamiento es consistente con la información recogida a través de la Encuesta BBVA de Actividad Económica, que en un entorno de incertidumbre como el actual muestra un cierto deterioro en los saldos de respuestas extremas, tanto para el tercer trimestre como para el cuarto (véase el Recuadro 1). Este menor dinamismo se explica, en buena parte, por factores ya comentados en ediciones anteriores de esta publicación u otras de BBVA Research. Entre ellos, cabe citar el agotamiento de buena parte de la “demanda embalsada” durante la crisis y de la ventaja que ha supuesto para el turismo en España las dificultades experimentadas por los mercados competidores, además de los riesgos inherentes a que en algunos puntos de máxima afluencia turística puedan estar empezando a destacar los costes de congestión.

Para 2018, se espera un aumento del PIB de la Comunidad de Madrid del 2,7%. Entre los soportes para la continuidad del crecimiento cabe destacar el escenario exterior. Así, se espera que el entorno externo favorable y la política monetaria del BCE apoyen que se mantenga la recuperación. En particular, el crecimiento global parece ligar varios trimestres por encima de su promedio desde 2008 y esto continuará durante el siguiente

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

2: Para más información véase Situación Madrid 1S17 disponible en: <https://www.bbvaaresearch.com/public-compuesta/situacion-madrid-primero-semester-2017/>

año. Además, esta aceleración de la economía mundial parece más sincronizada. De especial importancia para España es el mayor crecimiento que se observa en la UEM, donde el avance del PIB estaría alrededor del 2% en promedio en 2017 y 2018. En todo caso, la creación de empleo en las economías desarrolladas no está viniendo acompañada de un incremento sostenido en la inflación, lo que apunta a políticas monetarias que mantendrán el coste de financiación en niveles históricamente bajos. **Ambos factores deberían impulsar la demanda por bienes y servicios madrileños en el resto del mundo, mientras que el crédito continuará aumentando y apoyando el crecimiento del consumo y de la inversión privada.**

Sin embargo, en los últimos meses un par de factores han introducido un punto de incertidumbre adicional. Por un lado, los atentados terroristas sufridos durante el mes de agosto en Cataluña podrían condicionar las visitas de turistas extranjeros³, ya que durante los últimos años una de las ventajas comparativas de España había sido la percepción de seguridad respecto a otros destinos. En todo caso, de confirmarse que los atentados han supuesto un evento atípico, el efecto final podría ser moderado. Asimismo, con la recuperación, las empresas del sector habían comenzado a trasladar a márgenes el incremento de la demanda. Este proceso podría revertirse durante los próximos meses, dando paso a caídas de precios que podrían mantener el crecimiento de la demanda. En el caso de Madrid, el peso del turismo exterior es similar al promedio en España (en torno del 50%), lo que haría vulnerable a la comunidad a un entorno menos propicio.

Por otro lado, la incertidumbre sobre la política económica ha aumentado. Las medidas tomadas a finales del año anterior y a lo largo de este, junto con la recuperación económica, apuntan a que el conjunto de las AA.PP. cumplirán con el objetivo de déficit fijado para finales de 2017. En particular, Madrid podría situarse entre aquellas comunidades que cumplan con la meta fijada. Hacia delante, se prevé que 2018 comience con unos Presupuestos Generales del Estado prorrogados. Esto introduce incertidumbre sobre ámbitos la evolución de los ingresos de las CC.AA. y aunque puede ayudar a continuar con el proceso de reducción del déficit público, sería mejor que para lograr esta meta se acordaran medidas específicas que minimizaran el impacto económico de la consolidación fiscal.

Asimismo, se ha producido un aumento en la volatilidad en algunas variables financieras, principalmente relacionado con el entorno político en Cataluña. Al respecto, los indicadores que intentan medir la incertidumbre sobre la política económica han alcanzado niveles muy por encima de los observados en el año 2016. De esta manera, existe el riesgo de que, a futuro, esta mayor tensión se traslade negativamente a las decisiones de gasto de consumidores y empresas. Estimar el impacto en el PIB asociado al actual entorno político en Cataluña es especialmente complicado, ya que esta incertidumbre es de naturaleza distinta a la observada en el pasado. Además, presenta canales de contagio a otras regiones que pueden ser únicos debido al evento al que se enfrenta la economía española. Por otro lado, existen distintos factores que podrían moderar el efecto sobre la actividad, como la política monetaria del BCE o el redireccionamiento del gasto hacia otras regiones de España. Finalmente, las repercusiones sobre la economía dependerán crucialmente de la intensidad de la incertidumbre y de su extensión en el tiempo. Así, se estima un rango de impacto amplio. En particular, de acuerdo a estimaciones preliminares, de

3: Véase Situación España 4T17 disponible aquí: <https://www.bbvaaresearch.com/public-compuesta/situacion-espana-cuarto-trimestre-2017/>

prolongarse la incertidumbre observada en octubre hasta finales de año, el PIB de España en 2018 podría ser entre un 0,2% y un 1,1% inferior al que se hubiera observado en un escenario sin tensiones.

En todo caso, **la necesidad de continuar reduciendo los desequilibrios** que aún conserva la economía española, en general, y madrileña, en particular, **obliga a la consideración de nuevas reformas** que ayuden a elevar el crecimiento de la productividad, mientras se mantiene el del empleo y se consolida el desapalancamiento frente al resto del mundo. Serán de especial interés aquellas medidas encaminadas a mejorar el mercado laboral (reducir la tasa de paro, especialmente entre los jóvenes, disminuir la temporalidad o incrementar la tasa de actividad), el capital humano y la adopción de nuevas tecnologías, que deberían permitir seguir incrementando la productividad media del trabajo. En cuanto a la relación existente entre el grado de competitividad regional y la implementación de la sociedad de la información, para el año 2016 Madrid está mejor respecto al promedio nacional en los dos índices, aunque, todavía, lejos de las regiones líderes en Europa.

2. Perspectivas para la economía de la Comunidad de Madrid

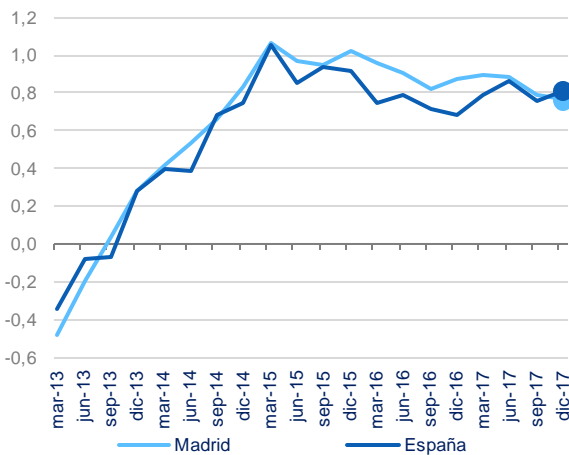
La economía madrileña creció a un ritmo promedio trimestral del 0,9% en el primer semestre de 2017 según el modelo MICA BBVA de Madrid, una décima por encima del conjunto de España y en línea con el crecimiento registrado en el último semestre del año anterior. Este crecimiento, además, está en línea con lo avanzado en el anterior número de esta publicación, lo que supone que la economía madrileña ha avanzado en línea con lo previsto a lo largo del primer semestre del año.

Los datos de actividad y expectativas confirman una desaceleración de este ritmo de crecimiento en el segundo semestre del año, tal y como se anticipó en Situación Madrid 1S17. En particular, el modelo MICA-BBVA estima que el PIB madrileño habría aumentado ligeramente por debajo del 0,8% t/t en el tercer trimestre y que la desaceleración podría continuar hasta el entorno del 0,7% t/t en los últimos tres meses del año (véase el Gráfico 2.1). Esta evolución es consistente con la información recogida a través de la Encuesta BBVA de Actividad Económica que, en un entorno de incertidumbre como el actual, muestra un cierto deterioro en los saldos de respuestas extremas, tanto para lo observado en el tercer trimestre como para las expectativas sobre lo que puede ocurrir en el cuarto (véase el Gráfico 2.2).

En conjunto, se prevé que el PIB regional crezca un 3,4% en 2017 y un 2,7% en 2018, lo que permitiría la creación neta de unos 175 mil empleos en el conjunto de los dos años⁴. Ello confirma el escenario de 2017 presentado en la revista anterior, aunque supone reducir en dos décimas la previsión para 2018, lo que se explica en buena parte por el aumento de la incertidumbre, en particular en España. Además de en el dinamismo observado en el primer semestre y en la inercia positiva que se observa en el tercer trimestre de 2017, este escenario se apoya en distintos factores de soporte, como el sólido crecimiento mundial, un precio del petróleo relativamente bajo y una política monetaria expansiva, entre otros. En todo caso, al final de este periodo el nivel de ocupados será todavía casi un 4% inferior al de comienzos de 2008.

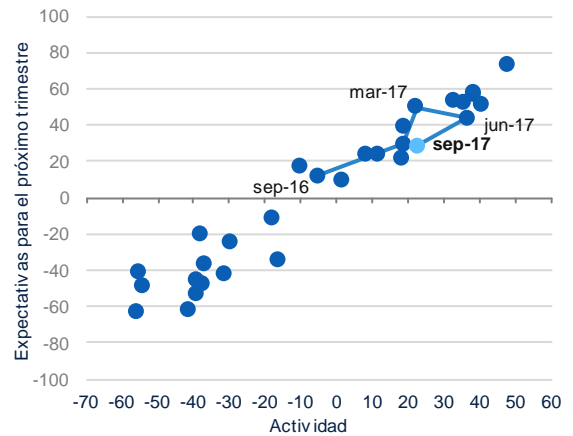
4: Los datos de la EPA correspondientes al segundo y tercer trimestre del año sorprendieron al alza, tras dos trimestres en los que el empleo se había comportado de manera dubitativa en la región. Esta evolución ha permitido revisar al alza las previsiones de creación de empleo para el conjunto del bienio respecto a las presentadas en el anterior número de esta publicación.

Gráfico 2.1 Crecimiento del PIB según el modelo MICA-BBVA (t/t % CVEC)



Fuente: BBVA Research

Gráfico 2.2 Madrid: actividad y perspectivas según la Encuesta de Actividad Económica BBVA (% saldo de respuestas extremas)



Fuente: BBVA

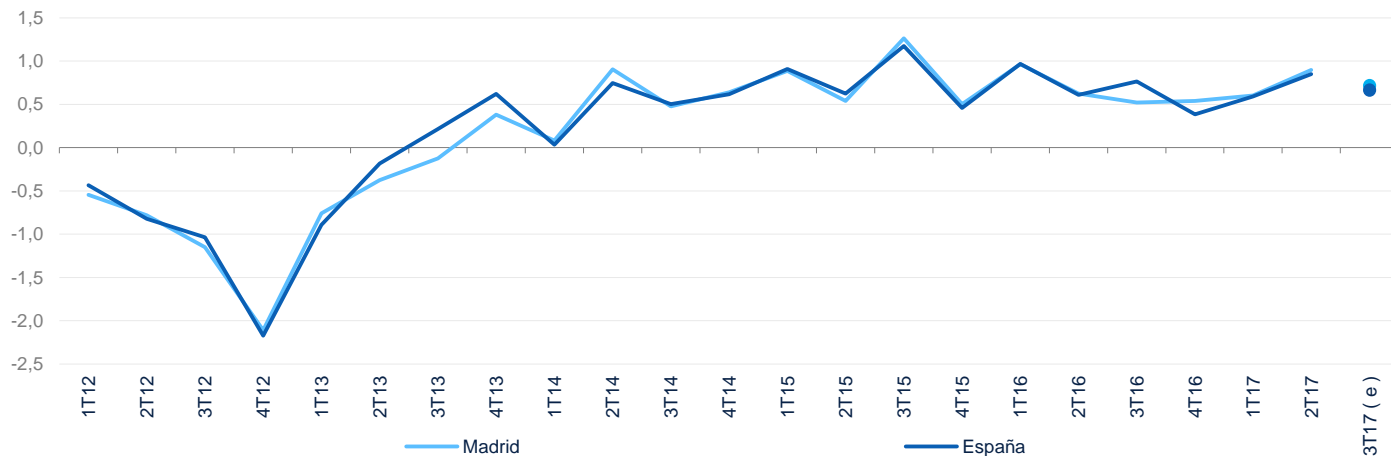
El consumo de las familias madrileñas se recupera tras la desaceleración observada en el cierre de 2016

El gasto en consumo de las familias madrileñas continuó creciendo en 2017, especialmente en el segundo trimestre del año, en línea con lo observado en el conjunto de España. Entre los factores que soportaron dicho crecimiento se encuentran el mantenimiento de unos tipos de interés históricamente bajos, el aumento de la riqueza disponible de las familias y un precio del petróleo que se mantiene relativamente barato. Así lo muestra el Indicador Sintético de Consumo que elabora BBVA Research –ISCR-BBVA⁵– y que aglutina la señal de los principales indicadores parciales de gasto disponibles para la comunidad, entre los que destacaban la aceleración de las importaciones de bienes de consumo y las matriculaciones de automóviles en el segundo trimestre.

En el tercer trimestre de 2017, el ISCR de Madrid refleja que el consumo privado en la región podría haber se incrementado en torno a 0,7% CVEC (véase el Gráfico 2.3), precisamente por el menor dinamismo de las compras de bienes de consumo en el exterior y el estancamiento en las matriculaciones de turismos. (véase el Gráfico 2.4).

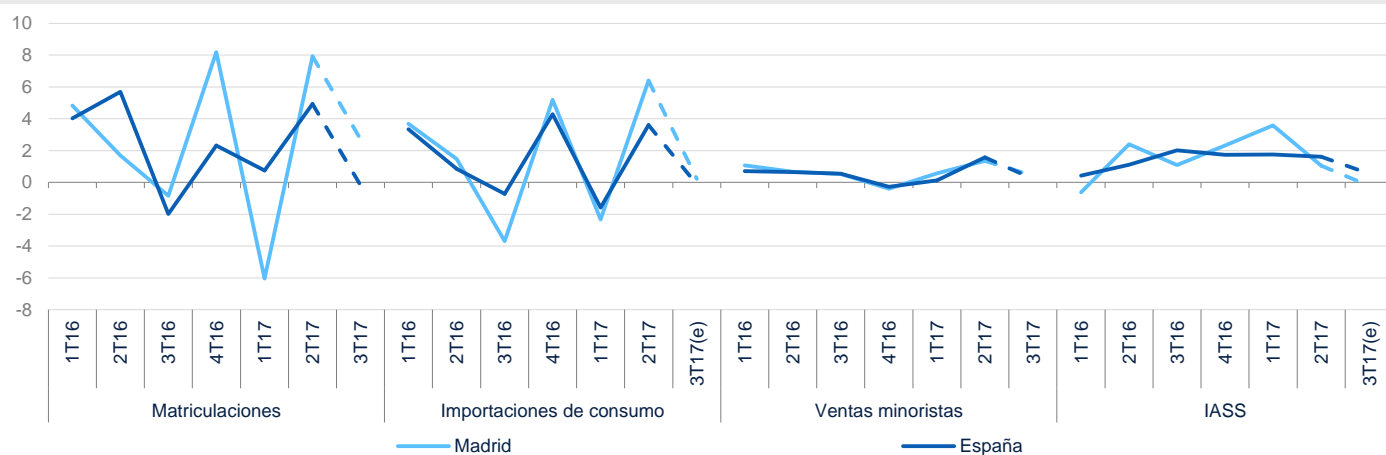
5: El indicador sintético de consumo está construido a partir de los principales indicadores parciales de gasto disponibles a nivel regional: ventas minoristas, matriculaciones de vehículos, índice de actividad del sector servicios, importaciones de bienes de consumo, carburantes y consumo interno nacional. La metodología utilizada para la construcción del indicador se basa en el análisis de componentes principales. Para más información, véase R.1 ¿Afecta la evolución de la demanda doméstica al crecimiento de las exportaciones? en Situación España, 4 Trimestre 2015, BBVA Research.

Gráfico 2.3 Indicador sintético de consumo regionalizado ISCR (% t/t CVEC)



Fuente: BBVA Research a partir de INE

Gráfico 2.4 Evolución de los principales indicadores de consumo privado (% t/t CVEC)

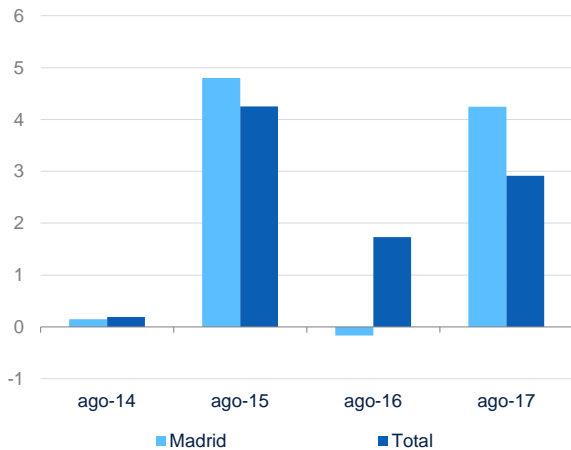


(e) estimación con la última información disponible.
Fuente: BBVA Research a partir de INE, DGT y Datacomex

Hasta agosto de 2017, un impulso diferencial al consumo público en la Comunidad de Madrid

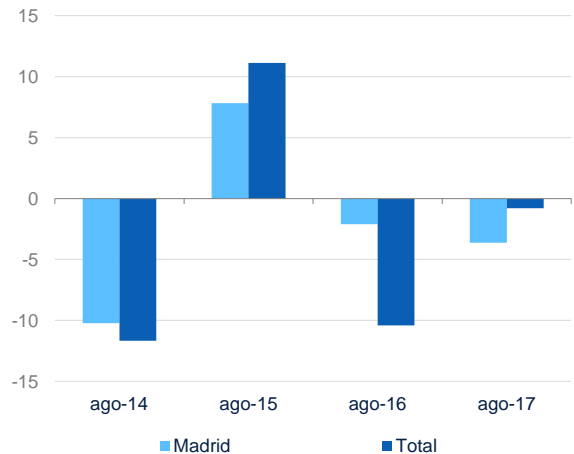
Los datos de ejecución presupuestaria disponibles hasta agosto de 2017 vienen a confirmar el mayor impulso que la Comunidad de Madrid está dando al gasto en consumo final, de tal forma que habría acelerado su ritmo de crecimiento hasta el 4,2%, muy por encima lo observado en el conjunto de comunidades autónomas (2,9% a/a). Por el contrario, Madrid habría vuelto a concentrar su esfuerzo de ajuste en la inversión autonómica, la cual registra una contracción del 3,6% a/a (véanse los Gráficos 2.5 y 2.6).

Gráfico 2.5. Comunidad de Madrid: gasto en consumo final nominal*. Acumulado enero a agosto (% a/a)



(*) Aproximación al gasto en consumo final nominal, excluido el consumo de capital fijo.
Fuente: BBVA Research a partir de MINHAFP

Gráfico 2.6. Comunidad de Madrid: formación bruta de capital nominal. Acumulado enero a agosto (% a/a)



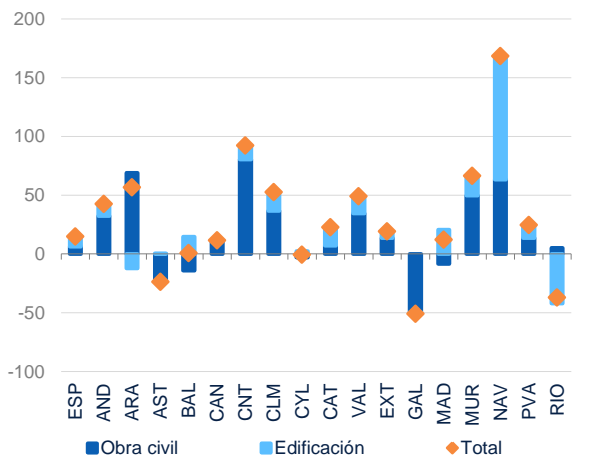
Fuente: BBVA Research a partir de MINHAFP

La mayor edificación de los entes territoriales acelera la licitación de nueva obra pública en los primeros nueve meses de 2017

Entre enero y septiembre del año en curso, **la licitación de nueva obra pública en Madrid se comportó algo peor que la media**. Mientras en el conjunto del país el presupuesto licitado en el periodo creció el 14,9% interanual, en Madrid creció el 12,1% (véase el Gráfico 2.7). Aunque la obra civil se contrajo en el período (-14,3% a/a), el crecimiento de la licitación se pudo soportar en el importante avance de las obras de edificación (+49,9% a/a) que casi doblaron al aumento observado en España (+24,7% a/a). **El detalle por partidas para el primer semestre del año indica que la mayor partida presupuestaria se destinó a obras hidráulicas**, que coparon el 23,1% del gasto comprometido en el semestre. La construcción y mejora de edificios administrativos y de viviendas fueron las otras dos partidas destacadas. También fueron relevantes los importes destinados a la construcción y mejora de terminales de transporte así como las acometidas en la red ferroviaria de la comunidad.

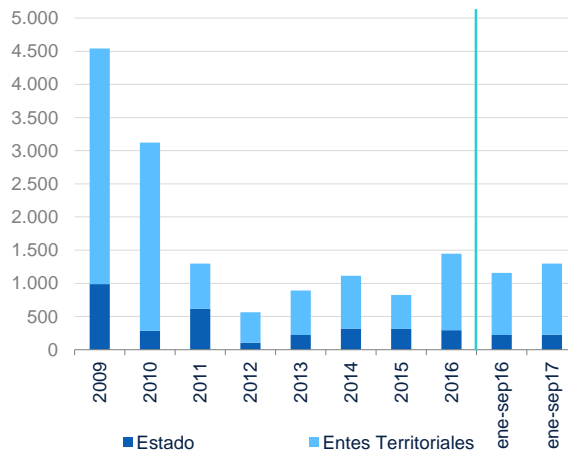
Distinguiendo por organismos financiadores, **la subida de la licitación los primeros nueve meses de 2017 vino, sobre todo, por parte de los Entes Territoriales**. El Estado incrementó el presupuesto destinado a nueva obra pública el 1,2% interanual entre enero y septiembre de 2017. Por su parte, los Entes Territoriales lo hicieron en un 14,7%. De este modo, la relevancia del Estado en la financiación de nueva obra pública permanece en mínimos de los últimos años: entre enero y septiembre del año en curso, tan sólo el 17,2% de la nueva obra financiada se hizo desde el Estado.

Gráfico 2.7 Obra pública por tipo de obra licitada entre enero y septiembre de 2017: contribución al crecimiento interanual (puntos porcentuales)



Fuente: BBVA Research a partir de Ministerio de Fomento

Gráfico 2.8 Madrid: presupuesto de licitación por provincias entre enero y septiembre de 2017



Fuente: BBVA Research a partir de SEOPAN

La inversión empresarial se acelera en los tres primeros trimestres del año

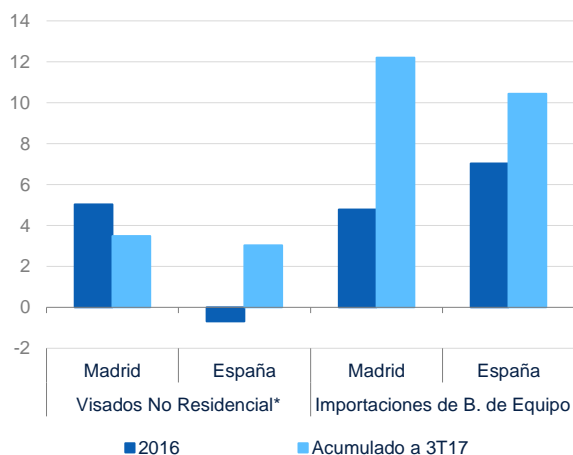
Las importaciones de bienes de equipo mostraron un fuerte dinamismo en los nueve primeros meses de 2017, con crecimientos trimestrales promedio del 4,3% CVEC. Esta evolución es consistente con un aumento de las compras de bienes del extranjero del 12,2% respecto al mismo periodo del año anterior, más de 2 p.p. por encima de las realizadas por el promedio nacional. Con ello, los bienes de inversión equivalieron a algo más del 35,5% del total de importaciones, y casi alcanzaron los 16,5 mil millones de euros.

La construcción de edificios no residenciales en los ocho primeros meses de 2017 creció algo por encima de la media nacional. Hasta el último mes disponible, agosto, la superficie visada para la construcción de edificaciones destinadas a uso no residencial⁶ aumentó el 3,5% interanual, un avance ligeramente superior al del 3,0% registrado de media en España. De este modo, en Madrid se visaron 579.000 m² para la construcción de edificios no residenciales. Distinguiendo por la tipología de las edificaciones, se observa cómo la superficie visada para edificios industriales junto con la de oficinas fueron las que experimentaron mayores incrementos interanuales en el periodo. En contraposición, la peor evolución en estos meses se apreció en los usos destinados a servicios de transporte así como los dirigidos a servicios comerciales y almacenamiento.

De modo más cualitativo, la visión general que muestran los resultados de la Encuesta BBVA de Actividad Económica en Madrid en 3T17 es más optimista que hace un año, con todas las partidas de la inversión reflejando saldos de respuestas extremas positivos (véase el Gráfico 2.10). Además, las opiniones son muy similares a las obtenidas en el trimestre anterior, reflejando cierta estabilidad en estos resultados (véase el Recuadro 1).

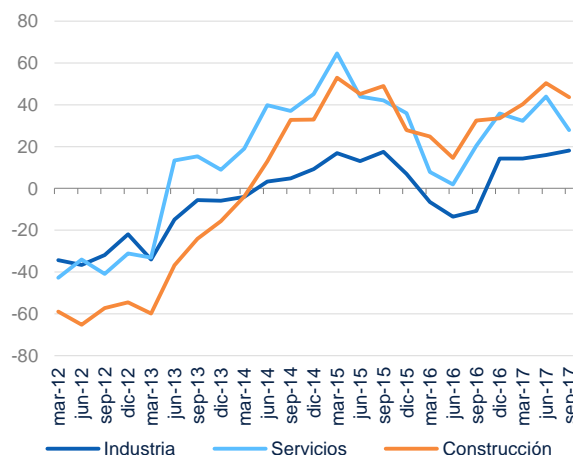
6: Edificios destinados a servicios comerciales y almacenamiento, a actividades agrarias y ganaderas, industriales, oficinas, a turismo y recreo y servicios de transporte, entre otros.

Gráfico 2.9 Crecimiento de visados de construcción no residencial (m²) e importaciones de bienes de equipo (% , a/a)*



*Datos de 2017 hasta agosto en visados.
Fuente: BBVA Research a partir de Ministerio de Fomento y Datacomex

Gráfico 2.10 Madrid: evolución de la inversión por sectores según la Encuesta de Actividad Económica de BBVA (saldos de respuestas, %)



Fuente: BBVA

El mercado inmobiliario de Madrid mantiene la tendencia de crecimiento

Madrid sigue siendo una de las comunidades que muestra una mejor evolución del mercado inmobiliario. Hasta ahora, la solidez de la demanda ha seguido propiciando el crecimiento de la venta de viviendas en la región. Este buen tono ha quedado reflejado en la evolución del precio, que ha vuelto a situar a Madrid como una de las comunidades donde más se ha notado su crecimiento en la primera mitad del año. Por su parte, después de tres años de expansión, los visados de vivienda moderaron su crecimiento en los primeros ocho meses del año.

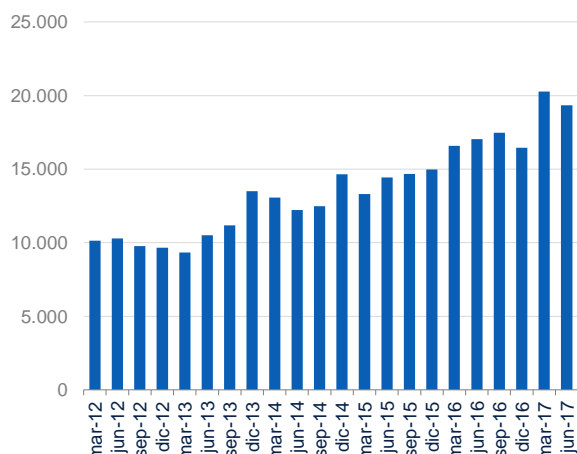
La venta de viviendas en la primera mitad del año creció algo por encima de la media española. Entre enero y junio de 2017 en Madrid se vendieron 39.804 viviendas, lo que supuso un incremento interanual del 18,1%, algo por encima del 17,3% al que crecieron las ventas de media en España. En términos trimestrales, entre enero y marzo las ventas consiguieron más que superar el retroceso que habían sufrido las transacciones en el 4T16, pero se aprecia un mejor desempeño de las ventas en el primer trimestre del año que en el segundo. Con todo, en los seis primeros meses del año las ventas aumentaron a una tasa trimestral promedio del 9,3% CVEC.

Diferenciando por el origen de los compradores de vivienda en Madrid, se observa cómo en la región el peso de las compras de residentes en la misma sigue siendo muy superior a la media: el 85,1% de las transacciones fueron realizadas por este segmento de demanda (frente al 73,3% de media en España). En el primer semestre, el aumento de las compras de este colectivo fue del 18,4% a/a. En todo caso, el más dinámico fue el segmento de los extranjeros, cuyas compras aumentaron el 21,4% interanual, aunque su escaso peso (8,8% del total de operaciones) hace que tenga menos repercusión en la dinámica del mercado. Sucede lo mismo con las compras realizadas por residentes en otras comunidades autónomas que, con un crecimiento del 11,1% interanual, tienen un impacto reducido en el mercado debido a su escasa relevancia (5,9% del total de operaciones).

El precio de la vivienda en Madrid continúa creciendo más que la media nacional. Según el Ministerio de Fomento, al cierre del segundo trimestre el precio de la vivienda en la región era de 2.263,6 €/m², un nivel superior al de la media nacional (1.530,0€/m²), como viene ocurriendo tradicionalmente. En los dos primeros trimestres de 2017 el precio ha experimentado un crecimiento interanual del 4,4% en promedio trimestral, por encima del registrado de media en España (1,9%). Al igual que la media, el incremento en el primer trimestre fue ligeramente superior al del segundo.

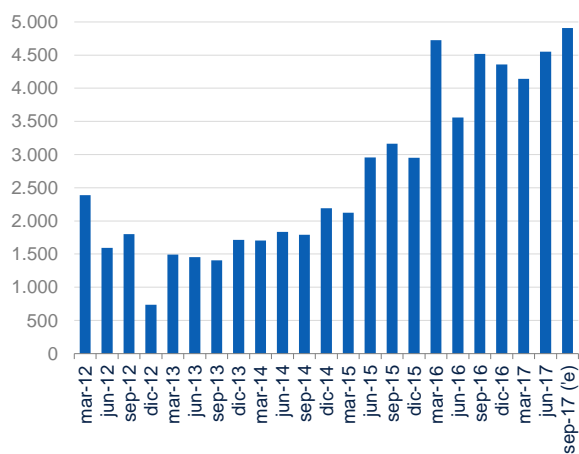
Pese al dinamismo de la demanda, la iniciación de viviendas se moderó en los ocho primeros meses del año en Madrid. Así, los permisos para iniciar nuevas viviendas entre enero y agosto de 2017 crecieron por debajo de la media nacional. En este periodo la firma de visados en Madrid ascendió a casi 12.600 unidades, el 7,1% más que hace un año, frente al incremento del 25,9% en el conjunto del país. En términos trimestrales, se observa cómo la contracción del primer trimestre vino seguida de una recuperación en el segundo y de un previsible nuevo aumento en el tercero (véase el Gráfico 2.12). Con todo, a falta del mes de septiembre, en los primeros tres trimestres del año la firma de visados creció un promedio trimestral del 4,2% CVEC.

Gráfico 2.11 Madrid: venta de viviendas CVEC



Fuente: BBVA Research a partir de Ministerio de Fomento

Gráfico 2.12 Madrid: visados de construcción de vivienda nueva CVEC



(e) Estimación realizada con información hasta agosto.

Fuente: BBVA Research a partir de Ministerio de Fomento

Cuadro 2.1 Madrid: variables del mercado inmobiliario

	Venta de viviendas				Precio de la vivienda		Visados de vivienda de obra nueva			
	2016		1S17		2016	1S17	2016		ene-ago 2017	
	Viviendas	% a/a	Viviendas	% a/a	% a/a	% a/a	Viviendas	% a/a	Viviendas	% a/a
Madrid	67.366	17,3	39.804	18,1	4,5	4,4	11.210	44,7	12.573	7,1
España	457.738	13,9	266.338	17,3	1,9	1,9	49.695	42,5	53.977	25,9

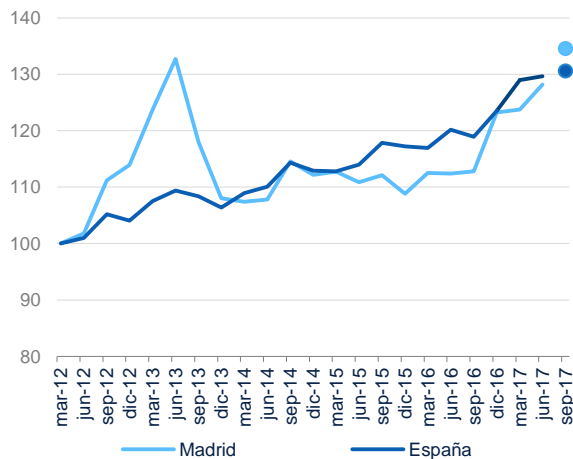
Fuente: BBVA Research a partir de MFOM

Las exportaciones madrileñas podrían crecer más que en 2016

Las exportaciones madrileñas de bienes en términos reales crecieron un 14,3% a/a CVEC hasta agosto de 2017, 5,0 p.p. por encima del crecimiento observado a nivel nacional, recuperándose así de la desaceleración experimentada a mediados de 2016. Además, la tendencia favorable habría continuado en los meses de verano. Con los datos disponibles, las exportaciones de la comunidad podrían haber cerrado el tercer trimestre del año con un crecimiento promedio del 3,0% t/t CVEC (véase el Gráfico 2.13).

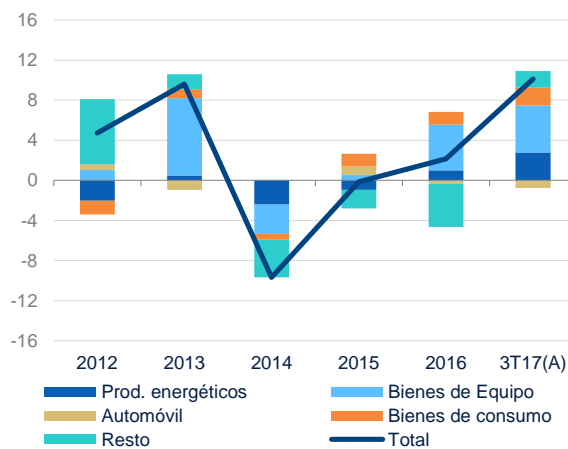
En términos nominales, las exportaciones madrileñas de bienes crecieron un 6,7% CVEC hasta agosto de 2017. Los productos energéticos y las materias primas, que desde 2014 presentaban tasas de crecimiento negativas, han sido los dos sectores que más han crecido durante este periodo, 31,4% y 67,7% respectivamente. De mantenerse esta evolución, las exportaciones de bienes de la comunidad podrían crecer un 10,1% en 2017, la tasa más alta desde 2012 y bastante por encima de como lo hicieron en 2016, con los productos energéticos y los bienes de equipo aportando casi tres cuartos de este crecimiento. El sector automotriz, continúa restando al crecimiento de las exportaciones de la comunidad (véase el Gráfico 2.14).

Gráfico 2.13 Madrid y España: exportaciones reales (1T12=100, CVEC)



Fuente: BBVA Research a partir de Datacomex

Gráfico 2.14 Madrid: exportaciones y contribuciones sectoriales (% a/a, p.p.)

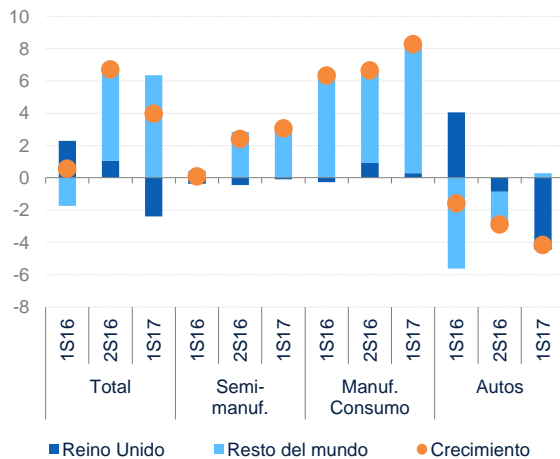


Fuente: BBVA Research a partir de Datacomex

Los principales destinos de las ventas de la comunidad siguen siendo Francia, Alemania, Portugal, Reino Unido e Italia. Estos países compraron casi la mitad del total exportado por la comunidad hasta agosto de 2017 (Unión Europea 63,0%). Dentro del mercado europeo es de especial relevancia la caída de las exportaciones a Reino Unido, -18,9% en lo que va de 2017, donde la disminución en las ventas de automóviles y otras mercancías contribuyeron negativamente a las exportaciones totales de la comunidad (véase el Gráfico 2.15).

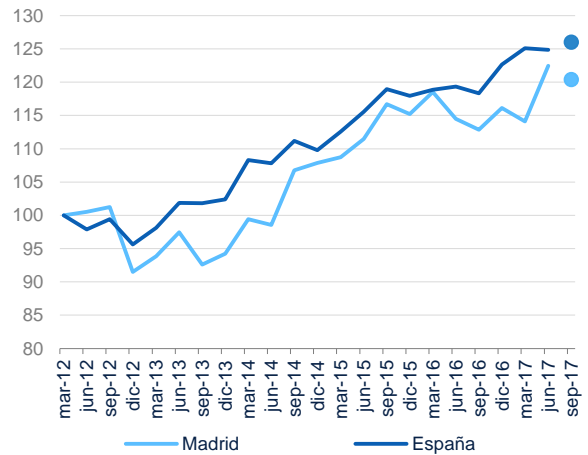
Por otro lado, y en línea a lo observado en el conjunto de España, las importaciones reales de bienes madrileñas también crecieron, en este caso un 2,6% CVEC hasta agosto de 2017 (véase el Gráfico 2.16). El incremento se explica principalmente por el aumento de las compras de productos energéticos y materias primas. Con los datos disponibles, las importaciones de Madrid podrían cerrar el tercer trimestre del año con un crecimiento promedio del 1,3% t/t CVEC.

Gráfico 2.15 Exportaciones dirigidas al Reino Unido respecto al total por sector y variación a/a (% 1S17)



Fuente: BBVA Research a partir de Datacomex e INE

Gráfico 2.16 Madrid y España: importaciones reales (1T12=100, CVEC)



Fuente: BBVA Research a partir de Datacomex

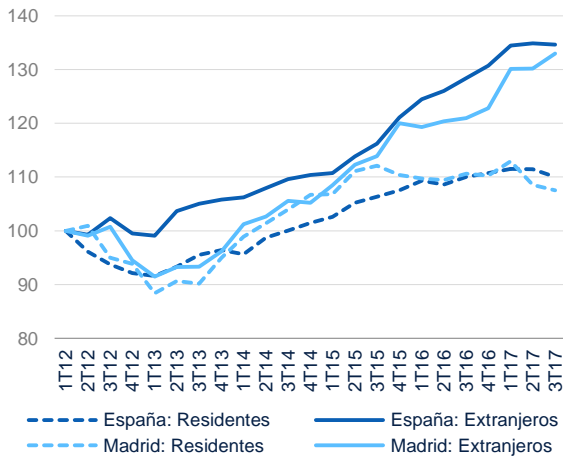
El turismo continúa creciendo y lo hace con una mayor llegada de extranjeros

Tras el récord de viajeros alcanzado en 2016 (11,6 millones), **los datos de los primeros trimestres de 2017 señalan una evolución de flujos aún más favorable en el sector turístico** (véase el Gráfico 2.17). Hasta septiembre de 2017, Madrid ha recibido casi 9 millones de viajeros (+4,0% a/a), generando un total de 18,3 millones de pernoctaciones (+7,4% a/a).

El incremento de la demanda fue empujado sobre todo por el segmento de extranjeros que, hasta septiembre de 2017, registró unas tasas de +9,0% a/a en entrada de viajeros y +12,9% a/a en pernoctaciones, mientras que los residentes en España, presentaron tasas bastante menores (+0,7% a/a en entrada de viajeros y +1,1% a/a en pernoctaciones).

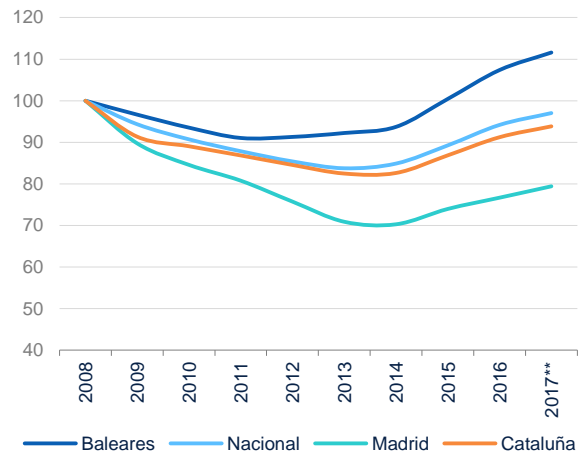
En cuanto a los precios hoteleros en la Comunidad de Madrid, estos aumentaron en lo que va de año, aunque aún sin alcanzar los niveles de precios precrisis (véase el Gráfico 2.18). Así, el incremento en cantidades volvió a ser compatible con un nuevo incremento de precios reales del sector hotelero.

Gráfico 2.17 Viajeros en hoteles (1T12=100, CVEC)



Fuente: BBVA Research a partir de INE

Gráfico 2.18 Índice de precios hoteleros (reales*, 2008=100)



* Deflactado con IPC nacional.

** Datos acumulados interanuales hasta septiembre.

Fuente: BBVA Research a partir de INE

Pese a los buenos datos de turismo, la hostelería desacelera el mercado laboral en el tercer trimestre de 2017

La creación de empleo continuó creciendo de manera robusta en el primer semestre de 2017, aunque experimentó una desaceleración en el tercer trimestre del año. En la primera mitad de 2017 el número de afiliados a la Seguridad Social se incrementó a un ritmo trimestral promedio del 0,9% CVEC. Este dinamismo se asentó en la contribución positiva de las actividades profesionales, científicas y técnicas y en la de los servicios públicos, superior a los 0,2 p.p. en ambos casos (véase el Cuadro 2.2). Sin embargo, tras este buen inicio de año, la afiliación ha mostrado una cierta ralentización entre julio y septiembre, que situó la creación de empleo en el 0,6% t/t CVEC. Detrás de esta ralentización se encontró la hostelería, con una contribución negativa de casi 0,4 p.p., pese a que los dos sectores que más aportaron al crecimiento en el primer semestre del año continuaron haciéndolo de igual manera. En todo caso, esta desaceleración del tercer trimestre es similar a la experimentada por el conjunto nacional, aunque con ciertas diferencias términos de aportación sectorial: en este caso, por un estancamiento en hostelería – que no parece acorde con los buenos datos de turismo, y por tanto, podría ser temporal- y un menor crecimiento que en la región en actividades profesionales, científicas y técnicas y en servicios públicos. En el conjunto de los tres primeros trimestres de 2017, el crecimiento de la afiliación fue del 0,8% promedio trimestral, en línea con lo ocurrido con el conjunto nacional.

Por su parte, los primeros datos de octubre apuntan a que en el cuarto trimestre el empleo continuará dinámico, e incluso podría acelerarse por encima del 1,0% CVEC si este comportamiento se mantiene. Esta aceleración se explicaría por el fuerte dinamismo de la hostelería, que habría compensado el bache mostrado a lo largo del tercer trimestre.

En la misma línea, la **Encuesta de Población Activa (EPA)** también refleja la **evolución positiva del mercado laboral en la región en los tres primeros trimestres del año**. Tras un inicio dubitativo del año, en el que el número de ocupados disminuyó en términos CVEC durante el primer trimestre, el dinamismo ha sido superior al promedio nacional en el segundo y tercero. Así, en promedio trimestral, el número de ocupados se ha incrementado un 0,9% en la región entre enero y septiembre. Este dato está en línea con lo mostrado por los registros de afiliación a la Seguridad Social y, además, una décima por encima de lo ocurrido en el conjunto de España. En términos sectoriales, es la aportación de los servicios, tanto públicos como privados, la que soporta el crecimiento del número de ocupados en la región.

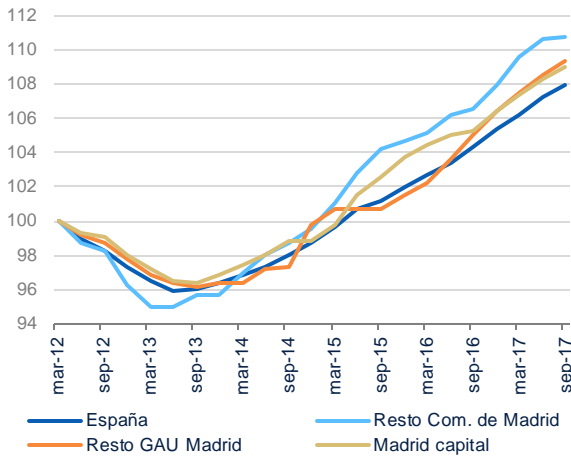
Cuadro 2.2 Contribuciones al crecimiento de la afiliación a la Seguridad Social (t/t % CVEC)

	Madrid				España			
	1T17	2T17	3T17	4T17 (e)	1T17	2T17	3T17	4T17 (e)
Agricultura	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Ind. Extractivas y energía	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Manufacturas	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1
Construcción	0,1	0,1	0,1	0,2	0,1	0,1	0,1	0,2
Comer., transporte y repar.	0,2	0,1	0,2	0,1	0,1	0,2	0,1	0,2
Hostelería	0,0	0,2	-0,4	0,6	0,1	0,2	0,0	0,1
Comunic., Finanzas y s. inmob.	0,1	0,1	0,2	0,1	0,0	0,0	0,1	0,1
Activ. Profesionales	0,2	0,2	0,3	0,2	0,1	0,2	0,1	0,2
Serv. públicos	0,2	0,2	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,3
Serv. sociales y act. Artíst.	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1
Resto (incluye Hogar)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Total	0,9	1,0	0,7	1,5	0,8	1,1	0,7	1,2

Fuente: BBVA Research a partir de la Seguridad Social

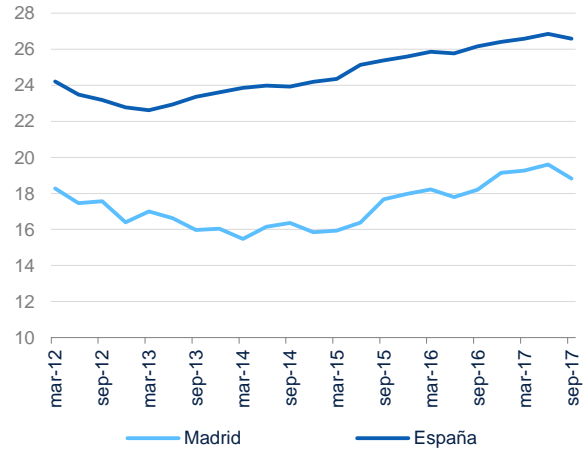
La mejora del empleo en lo que va de 2017 es bastante homogénea en la región, en base al análisis de la afiliación por áreas urbanas. El municipio de Madrid, la capital, muestra un incremento intersemestral del 1,7% en los trimestres centrales de 2017, respecto a los dos trimestres anteriores. El resto de municipios de la Comunidad, incluidos o no en la Gran Área Urbana capitalina, crecen apenas una décima más. Respecto al inicio de 2012, la afiliación se ha incrementado en torno al 10% tanto en la capital, como en su GAU, o en el conjunto del resto de municipios de la Comunidad. Todas las zonas, por tanto, superan el 8,0% de aumento del conjunto nacional (véase el Gráfico 2.19).

Gráfico 2.19 Afiliación por Grandes Áreas Urbanas (GAU, 1T12=100, CVEC)



Fuente: BBVA Research a partir de INE, Seguridad Social y Fomento

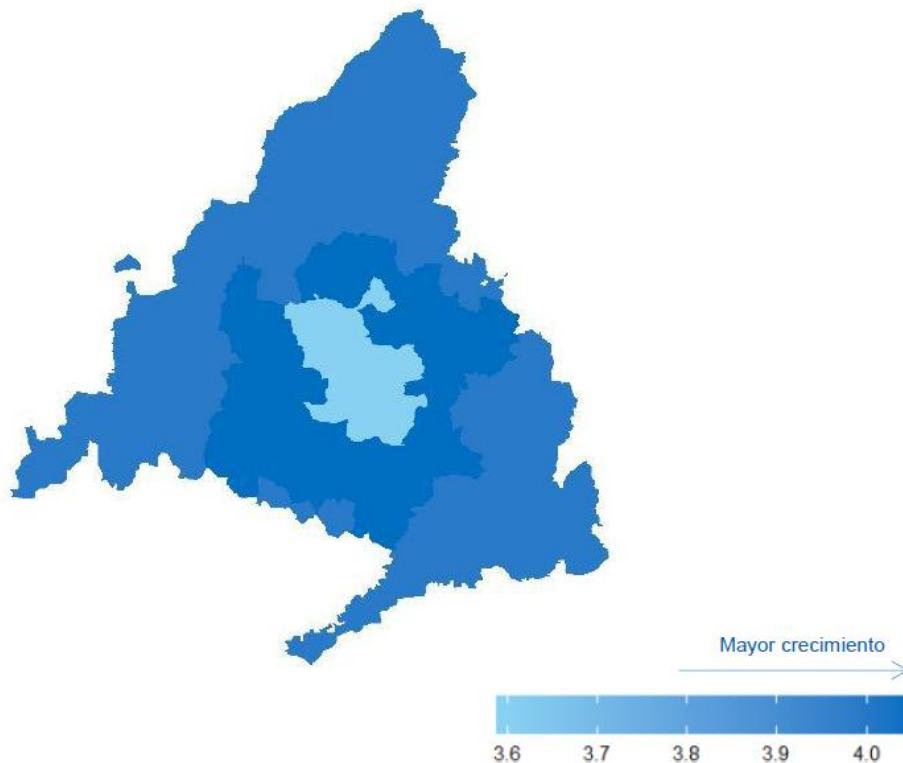
Gráfico 2.20 Temporalidad en el empleo (% del total de asalariados, promedio anual)



Fuente: BBVA Research a partir de INE

El Gráfico 2.21 muestra el detalle por áreas urbanas de la evolución interanual de la afiliación a 3T17, en el que destaca la GAU capitalina ex Madrid capital: las cifras oscilan entre un +4,1% a/a en dichos municipios, que concentran más de un tercio de la afiliación regional y el +3,6% de la propia capital, que supone casi el 63% de la afiliación. Por su parte, los municipios de la región no incluidos en la GAU crecen un 4,0% a/a. Por primera vez en 9 años, la afiliación regional supera los 3 millones de afiliados en términos desestacionalizados y su ubicación espacial ha cambiado: en el conjunto de municipios de la GAU capitalina (ex Madrid), así como en Aranjuez (que está definida como GAU no capitalina) ya se supera el empleo que había en 3T08, último trimestre en el que se alcanzó el umbral de los 3 millones de afiliados en la región. Sin embargo, Madrid capital y los municipios no incluidos en la GAU están al 96,8% del empleo que tenían en 2008.

Gráfico 2.21 Comunidad de Madrid: afiliación a la Seguridad Social por áreas urbanas (% entre 3T16 y 3T17)



Fuente: BBVA Research a partir de Seguridad Social y Fomento

La evolución positiva del mercado laboral contribuyó a una caída en la tasa de desempleo, compensando el incremento de la población activa. Así, los datos disponibles muestran que la tasa de paro se situó en el 12,7% CVEC en el tercer trimestre del año, más de 2,8 p.p. inferior a la del mismo periodo del año anterior. Esta cifra, aun siendo la más baja vista desde diciembre de 2008, todavía está otros 2,8 p.p. por encima de la alcanzada entonces.

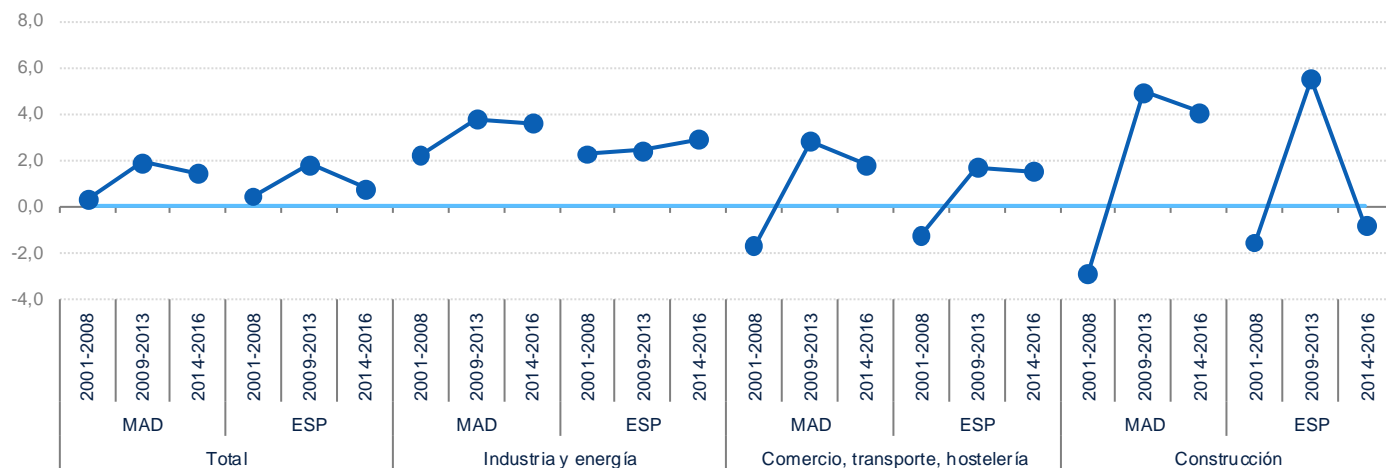
En lo que respecta a la calidad del empleo, **la tasa de temporalidad frenó la tendencia al alza que había mostrado a lo largo del último año** y volvió a descender en el tercer trimestre de 2017, situándose en el 18,8% CVEC (véase el Gráfico 2.20). Esta cifra, algo más de medio punto inferior a la registrada en el mismo periodo del año anterior, está 7,8 p.p. por debajo de la del promedio nacional. Sin embargo, el elevado nivel de empleo temporal existente todavía en la región, con un promedio del 19,2% en los tres primeros trimestres de 2017 que dificulta la mejora de la calidad del empleo y del capital humano, supone un reto de primera magnitud.

Se mantiene el crecimiento de la productividad aparente en la economía madrileña

La productividad aparente del factor trabajo ha experimentado una relativa estabilización del crecimiento en los últimos dos años tras el crecimiento producido durante la etapa de crisis (2009-2013). Este crecimiento fue más importante en sectores de alta destrucción de empleo, como en la construcción, pero también se produjo en otros como el industrial y, en menor medida, en los servicios, de gran relevancia para la región. Además, la relativa

estabilización observada durante los últimos dos años, ha permitido generar un diferencial positivo con el conjunto de España, tras evolucionar de manera muy similar tanto durante el periodo de expansión iniciado a principios de siglo como durante la recesión de comienzos de la década actual (véase el Gráfico 2.22).

Gráfico 2.22 Productividad aparente del factor trabajo (VAB por hora; promedio anual en cada periodo)



Fuente: BBVA Research a partir de INE

Continúa el crecimiento en Madrid en 2017 y 2018

En 2017 se prevé que el PIB de la economía madrileña aumente en un 3,4%, ligeramente por debajo del crecimiento registrado en 2016 (3,7%), y que el ritmo de crecimiento se modere hasta el 2,7% en 2018. Esto permitiría la creación de 175 mil empleos en estos dos años y que la tasa de paro promedio se reduzca en torno a 2,5 p.p., para cerrar a final de 2018 en el 10,5%.

Detrás del dinamismo de la región se encuentran diversos factores: por un lado, la demanda interna continuará contribuyendo positivamente al crecimiento gracias, entre otras cosas, al consumo y la aceleración de la inversión residencial. Además, la economía regional ha mantenido los niveles de productividad en sectores clave para la región, como el comercio, el transporte y la hostelería, lo que se constituye como un elemento de soporte para el crecimiento regional futuro.

Por otro lado, hay que destacar que sigue el crecimiento de las exportaciones, tanto de bienes, como de servicios turísticos. En particular, el sector exportador de servicios, pero también de bienes, de Madrid sigue acelerando su actividad y está relativamente diversificado, lo que apoyará el crecimiento de la región en un entorno de recuperación de la demanda europea y mundial. En todo caso, la mejora de la ocupación consistente con esta evolución de la actividad continúa sin ser suficiente: a finales de 2018 se prevé que la tasa de paro será todavía unos 3,4 p.p. superior a la existente a comienzos de 2008. Estas previsiones de recuperación económica, pese a una dinámica poblacional algo más favorable que la media española, permitirán que el PIB per cápita, que ya recuperó su nivel previo a la crisis en euros constantes en 2016, continúe mejorando en el horizonte de previsión.

Este escenario de mejora se explica por diversos factores. Por un lado, algunos factores externos apoyan unas buenas perspectivas para el sector exterior madrileño. Por otro, la propia inercia de la economía, junto con los nuevos datos conocidos, señalan que la actividad continuará creciendo a un ritmo saludable. En concreto, se estima que el PIB madrileño mantuvo en el primer semestre del año un crecimiento trimestral de 0,9%, corregidas las variaciones estacionales y de calendario, que podría haber crecido un 0,8% t/t en el tercero y que en el cuarto trimestre podría continuar con un dinamismo similar.

El dinamismo de la eurozona y del comercio mundial impulsarán el crecimiento de las exportaciones

La estabilización prevista en el avance del PIB global (3,3% en 2017 y 2,4% en 2018), junto a la revisión a la alza del de la eurozona (2,0% y 1,7% respectivamente) seguirán incentivando la demanda de exportaciones de la Madrid. A pesar de algunos focos de incertidumbre (*brexit* y el futuro de la política de comercio exterior de Estados Unidos), otros como la incertidumbre geopolítica europea se han reducido tras las últimas citas electorales. En todo caso, el sector exportador madrileño se ha ido fortaleciendo en los últimos años y está bien diversificado, lo que supone un elemento de soporte para la economía regional. Un mayor nivel de complejidad/conectividad facilitaría que la mejora del entorno global, particularmente en los mercados emergentes y con un tipo de cambio favorable, se trasladara a incrementar las ventas al exterior. Además, las condiciones monetarias se mantienen todavía laxas y el precio del petróleo continúa en niveles reducidos. De este último se prevé que el retorno a niveles de equilibrio (en torno a 60\$/barril), sea lento, sobre todo por el aumento de la oferta, lo que favorecerá el consumo privado y el turismo. Siendo el peso de este sector muy importante en la región, se beneficiará de la recuperación del mercado nacional y la renta disponible de las familias, así como de la reducción de los costes de transporte.

La demanda interna continuará aumentando, aunque la política monetaria se irá normalizando progresivamente...

El Banco Central Europeo (BCE) mantiene los tipos de interés, pero se muestra más confiado en la fortaleza del crecimiento y ha dado pie a los primeros cambios en la comunicación (forward guidance): en junio eliminó el sesgo a la baja que tenía sobre los tipos de interés, lo cual se interpretó como un primer paso para la normalización que, en cualquier caso, será largo. Hacia adelante, se prevé que en octubre anuncie una reducción del programa de compra de activos, que entraría en vigor en enero de 2018. Hasta ahora, el BCE ha comunicado de forma clara que las subidas de tipos se producirían una vez finalizado dicho programa, en línea con el proceso que siguió la Fed. Por tanto, si la autoridad monetaria comienza a reducir su ritmo de compras mensuales a comienzos del próximo año (*tapering*), el proceso se podría dilatar hasta mediados de 2018 y la primera subida del tipo de interés de referencia no se espera antes de finales de ese año. Una comunicación adecuada y una estrategia de salida ordenada y paulatina de las medidas extraordinarias serán claves a la hora de emprender el proceso de normalización sin poner en riesgo la recuperación económica y evitando tensiones en los mercados financieros, que se han mostrado bastante escépticos sobre una normalización inminente.

Los bajos tipos de interés y la política monetaria expansiva suponen un soporte para el crecimiento del gasto de familias y empresas, además de facilitar el proceso de reducción del déficit público. Esto es particularmente importante para sociedades con un alto nivel de endeudamiento, como la española y la madrileña, a pesar del esfuerzo realizado durante los últimos años para disminuir el apalancamiento.

Por otro lado, las reformas implementadas durante los últimos años seguirán incentivando el crecimiento de la inversión. En particular, se espera que las compras de bienes de equipo sigan aumentando impulsadas por las mejoras de competitividad alcanzadas, y por la mejora de la demanda, tanto externa como interna. Eventualmente esto debería contribuir a impulsar de manera adicional los visados no residenciales, así como a seguir impulsando la inversión residencial, más dinámica que en otras zonas de España por el turismo y una demografía más favorable.

...apoyada por una política fiscal neutral

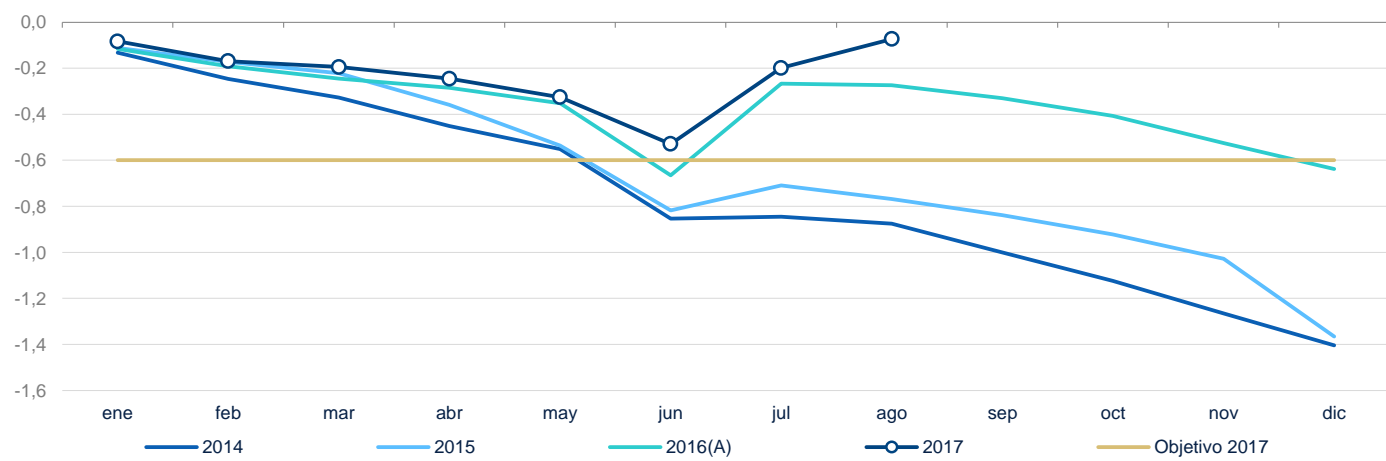
El presupuesto del Estado aprobado para 2017 introdujo pocos cambios respecto a las políticas anunciadas a finales del año pasado. Así, los ingresos tributarios están recuperando dinamismo favorecidos, en parte, por la recuperación de la actividad, a la vez que continúa el control sobre el aumento del gasto de la administración central. En su conjunto, las administraciones públicas están implementando una política fiscal neutral, diferente a la observada durante los dos años anteriores, cuando las reducciones impositivas o el incremento del gasto llevaron a desviaciones respecto a las metas de déficit inicialmente planteadas.

El dinamismo de los ingresos favorecerá el cumplimiento del objetivo de estabilidad de 2017

La ejecución presupuestaria conocida hasta agosto de 2017 confirma que la Comunidad de Madrid habría vuelto a dar un impulso al gasto autonómico, el cual está creciendo a tasas superiores al 4,5% a/a. Dicho impulso es particularmente intenso en la remuneración de asalariados y los consumos intermedios. Por el contrario, el ajuste se está concentrando en la formación bruta de capital, el gasto en intereses y en las prestaciones sociales en especie. Por otro lado, los ingresos se muestran especialmente dinámicos hasta agosto de 2017, favorecidos por las mayores entregas a cuenta recibidas en 2017, y sobre todo, por el dinamismo observado en algunos tributos de gestión propia como el impuesto sobre transmisiones patrimoniales o el impuesto sobre sucesiones y donaciones. De esta forma, los ingresos de Madrid crecieron hasta agosto a un ritmo del 7,7% a/a. Como resultado, la Comunidad de Madrid ha cerrado agosto de 2017 con un déficit del 0,1% del PIB regional, dos décimas mejor que el registrado hasta agosto de 2016 (véase el Gráfico 2.23).

En este escenario, los ingresos se están comportando en línea con lo previsto, una vez aprobadas las entregas a cuenta en los Presupuestos Generales del Estado para 2017; mientras el ajuste del gasto está siendo mayor de lo esperado a comienzos del año. De esta forma, la Comunidad de Madrid no debería tener problemas en cerrar 2017 con un déficit por debajo del -0,6% del PIB regional del objetivo de estabilidad.

Gráfico 2.23 Comunidad de Madrid: capacidad / necesidad de financiación (% del PIB regional)



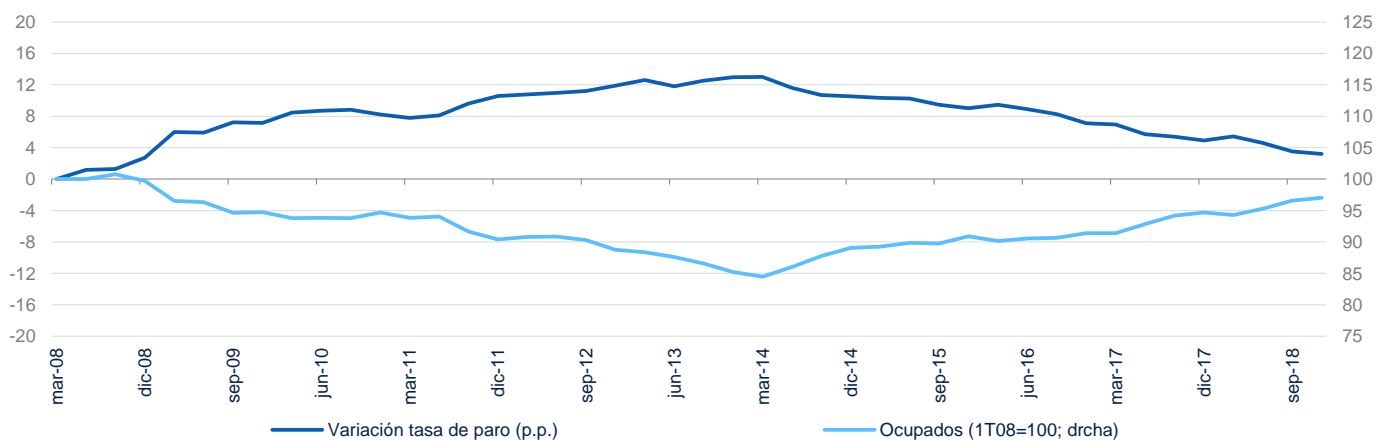
(A) Avance.
Fuente: BBVA Research a partir de MINHAFP

Se crearán cerca de 175 mil empleos en el bienio

Las previsiones de mejora del PIB para la región en los próximos dos años favorecen una evolución positiva del mercado laboral. **Así, en el escenario más probable se generarán cerca de 175 mil puestos de trabajo en el bienio 2017-2018.** Pese a esto, el empleo en términos EPA todavía se situará unos 3,4 p.p. por debajo del nivel inicial de 2008. Paralelamente, **la tasa de paro se reducirá hasta el 10,5% a finales de 2018**, unos 3 p.p. por encima de su nivel a comienzos de 2008 (véase el Gráfico 2.24).

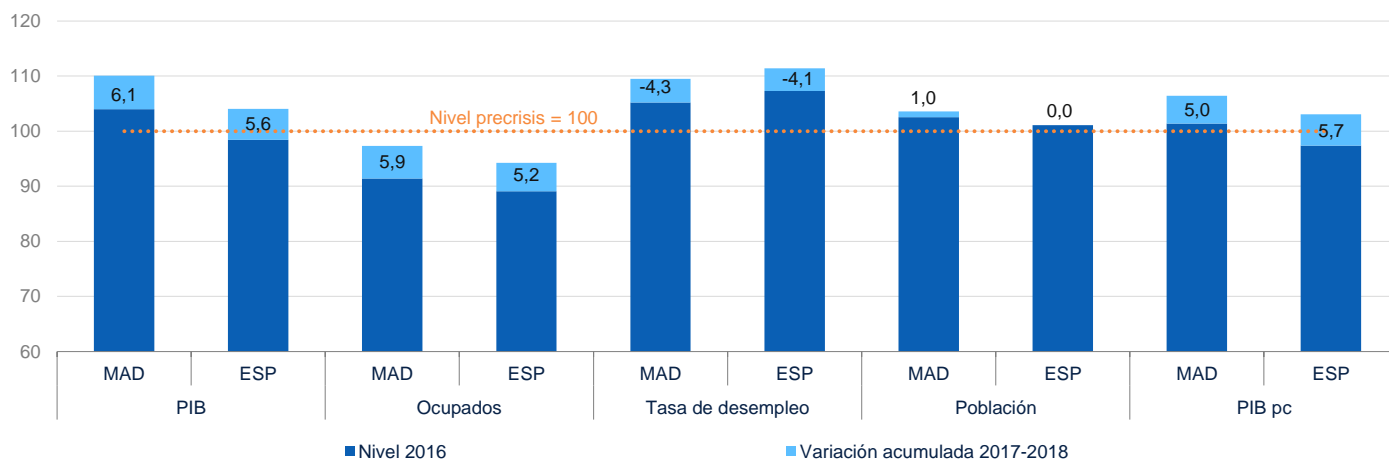
Por su parte, la combinación de un crecimiento del PIB en línea con el promedio nacional y un dinamismo demográfico mayor provocarán que, tanto en términos per cápita como en términos absolutos, el PIB continúe creciendo en **Madrid, tras haber superado los niveles precrisis de ambas variables ya en 2016. En términos de empleo, sin embargo, todavía queda trabajo por hacer, ya que al final del bienio el número de ocupados aún será inferior al existente en 2008** (véase el Gráfico 2.25). Seguir dinamizando el mercado laboral, por tanto, sigue siendo uno de los principales retos que enfrenta la región **en los próximos años.**

Gráfico 2.24 Madrid: ocupados EPA y tasa de paro (CVEC)



Fuente: BBVA Research a partir de INE

Gráfico 2.25 PIB, empleo, tasa de paro, población y PIB per cápita. Nivel en 2016 y cambio en el bienio 2017-2018 (Nivel precrisis=100)



Fuente: BBVA Research a partir de INE

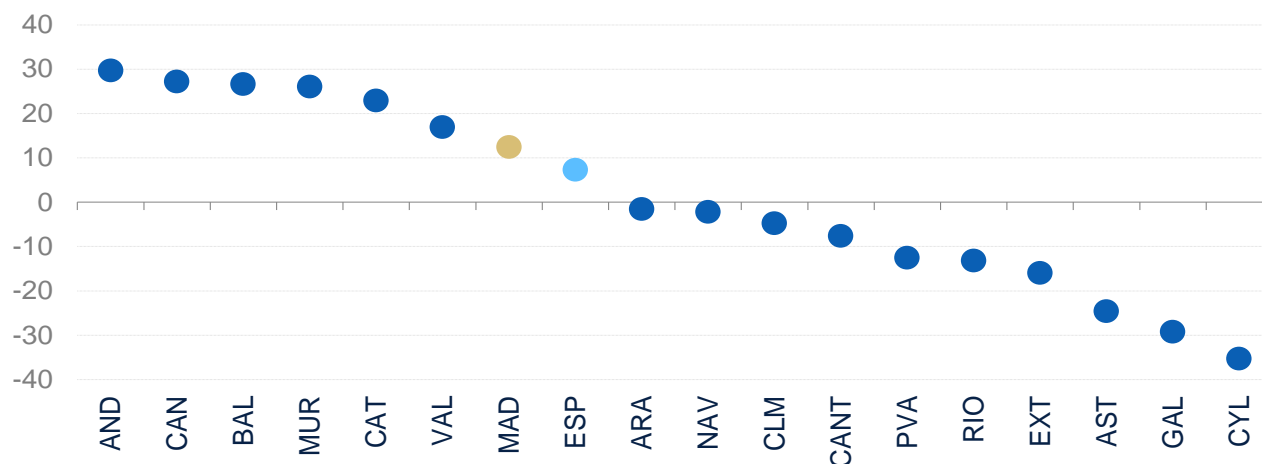
El abanico de riesgos sobre el escenario se ha ampliado

Si bien la actualización del escenario macroeconómico incorpora una revisión a la baja sobre el crecimiento previsto para el próximo año, los riesgos a la baja siguen dominando el balance de sesgos. A nivel externo, persiste la incertidumbre en torno al comercio global, ligada al devenir de la política comercial en EE. UU. y a la salida del Reino Unido de la UE. Además, las consecuencias de las elecciones recientes en Alemania y de las próximas en Italia (en los primeros meses de 2018) permanecen como una incógnita adicional en el panorama exterior.

A pesar de que la retirada de estímulos por parte del BCE se espera muy gradual, hacia futuro, el aumento de tipos de interés supondrá un lastre para las regiones más endeudadas. Respecto a lo anterior, la región sería una de las CC.AA. más expuestas a un eventual cambio de dichas condiciones monetarias. Así, en Madrid el crédito a otros

sectores residentes, como proporción del PIB regional, se redujo en 2016 hasta el 162,9% desde el 222,4% alcanzado en 2010. Aunque el esfuerzo realizado por empresas y familias para reducir el nivel de apalancamiento, el saldo entre crédito y depósitos continúa siendo elevado (véase el Gráfico 2.26).

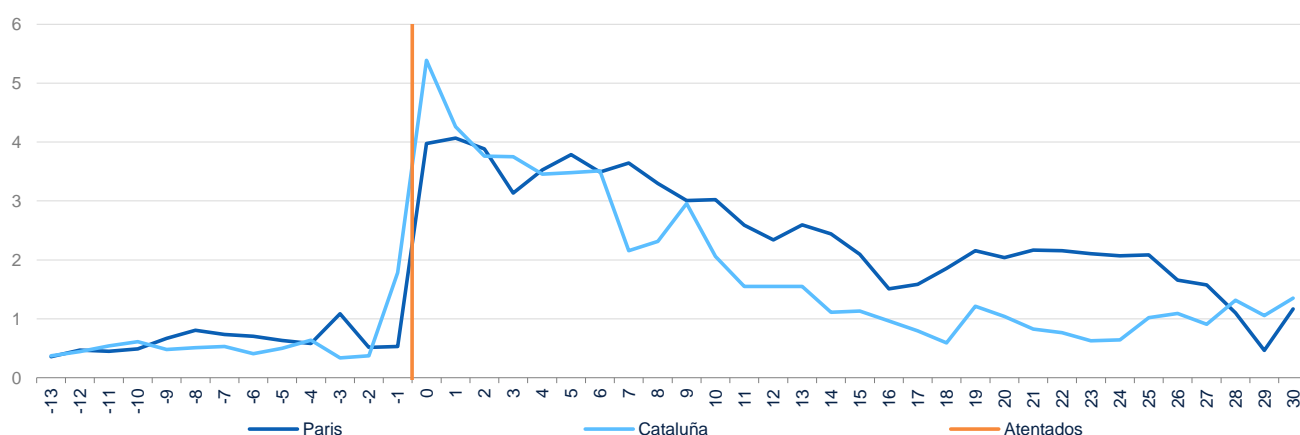
Gráfico 2.26 Saldo entre crédito y depósitos a OSR (% sobre PIB; 4T16)



Fuente: BBVA Research a partir de Banco de España

En el entorno doméstico, los acontecimientos recientes introducen incertidumbre en el escenario. Por un lado, los atentados terroristas en Cataluña han producido un aumento temporal de las tensiones similar al observado en otros episodios en distintos puntos de Europa, como París, Londres o Niza (véase el Gráfico 2.27)⁷. En cualquier caso, el impacto se espera sea negativo y probablemente temporal en sectores como el turístico o el inmobiliario.

Gráfico 2.27 Índices de inestabilidad* (Días tras los atentados (t=0))



*Volumen de noticias que incluyen inestabilidad, malestar social, atentado, conflicto y miedo normalizadas por el total de noticias.

Fuente: BBVA Research a partir de GDELT

7: Los índices de inestabilidad se elaboran utilizando GDELT, una base de datos a escala Big Data que recoge información de la prensa, radio, televisión y noticias online a nivel internacional, nacional, regional y local en más de 65 idiomas, proporcionando una amplia cantidad de información georreferenciada desde 1979 hasta hoy cada 15 minutos. En estos índices se recoge una doble dimensión, la cobertura mediática hacia el tema en cuestión y el sentimiento o tono medio con el que aparecen en las noticias para evaluar la "importancia" o "impacto" del evento en cuestión. El tono medio va de -100 (extremadamente negativo) a +100 (extremadamente positivo). Los valores habituales oscilan entre -10 y +10, siendo 0 un sesgo neutral. Esta puntuación puede utilizarse como método para filtrar el "contexto" de los eventos a fin de obtener una medida sutil de la importancia de un evento como aproximación al "impacto" del mismo.

Por otra parte, no se puede descartar que la persistencia de **las tensiones políticas actuales ejerza más presión sobre la recuperación si se intensifica o se dilata en el tiempo que la incorporada en la actualización del escenario macroeconómico**. Las estimaciones de BBVA Research indican que si el grado de incertidumbre de política económica se mantiene durante el cuarto trimestre, el crecimiento del PIB de España en 2018 podría situarse entre 0,2 p.p. y 1,1 p.p. por debajo del previsto en el escenario en ausencia de incertidumbre (cuando se estimaba un avance del 2,8%)⁸.

Hacia delante será clave la capacidad de generar consensos alrededor de las medidas que se necesitan para mejorar el funcionamiento de los mercados de trabajo y de bienes y servicios, de tal manera que aumente la velocidad del crecimiento y la creación de empleo. Por otro lado, aunque siguen sin apreciarse efectos de segunda ronda en la inflación derivados del incremento del salario mínimo interprofesional (SMI), no se puede descartar que se produzcan en el futuro. De materializarse, podrían afectar negativamente a la competitividad de las empresas y al poder adquisitivo de las familias, lo que ralentizaría el crecimiento de la demanda y la creación de empleo⁹. Este último punto es, si cabe, más relevante aun cuando el mercado laboral madrileño adolece de algunos problemas adicionales a los que ya de por sí observa el mercado laboral español: la proporción de parados de larga duración es mayor en Madrid (en promedio del último año, casi el 60,0% de los parados lo era desde hacía un año o más, 2 p.p. más que en España), cifra inaceptablemente alta. Por otro lado, y en el caso de los estudiantes, la situación es algo más positiva, aunque todavía lejos de ser suficiente: la probabilidad de que un universitario tuviera un contrato indefinido en su primer empleo era del 32,3%, 5,6 p.p. mayor que en el promedio nacional, según los últimos datos del INE referentes a la inserción laboral, de 2014¹⁰. En este sentido, la probabilidad de encontrar trabajo del joven universitario en los tres primeros meses una vez terminada su educación en la región, era del 28,4%, 3,8 p.p. más que la media de España.

En todo caso, la necesidad de continuar reduciendo los desequilibrios que aún conserva la economía española, en general, y madrileña, en particular, obliga a la consideración de nuevas reformas que ayuden a elevar el crecimiento de la productividad, mientras se mantiene el del empleo y se consolida el desapalancamiento frente al resto del mundo. Serán de especial interés aquellas medidas encaminadas a **mejorar el mercado laboral** (reducir la tasa de paro, especialmente entre los jóvenes, reducir la temporalidad o incrementar la tasa de actividad), **el capital humano y la adopción de nuevas tecnologías**, que deberían permitir seguir incrementando la productividad media del trabajo.

El Gráfico 2.28 compara la evolución de la productividad y del PIB per cápita de Madrid en el quinquenio 2010-2015, con las 30 regiones europeas *peers* o de referencia, que más se le parecen en base a criterios estructurales¹¹. Madrid se sitúa levemente por debajo del promedio de los *peers* en crecimiento del PIB per cápita,

8: Para más detalles acerca de la estimación de los efectos de la incertidumbre de política económica en la actividad de la economía española, véase el Recuadro 1 de la revista Situación España correspondiente al primer trimestre de 2016, disponible en: <https://goo.gl/TksUX0>

9: Véase, al respecto, el Observatorio de BBVA Research, *Repercusiones del aumento del salario mínimo en España*, disponible aquí:

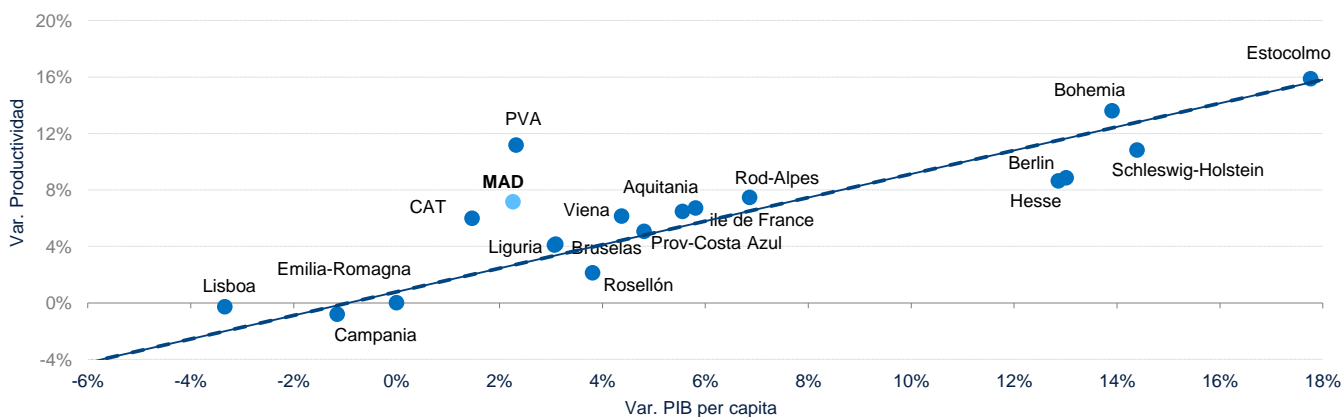
<https://www.bbvaresearch.com/publicaciones/repercusiones-del-aumento-del-salario-minimo-en-espana/> y Situación Madrid, primer semestre de 2017, disponible aquí: https://www.bbvaresearch.com/wp-content/uploads/2017/06/Situacion_Madrid_1S17.pdf

10: Véase la Encuesta de Inserción Laboral del INE, disponible aquí: www.ine.es/dyngs/INEbase/es/operacion.htm

11: En base a la metodología de elección de benchmarks que se desarrolla por la UE en el marco del S3, Smart Specialization Platform véase: <http://s3platform.jrc.ec.europa.eu/regional-benchmarking>. No se incluyen en las regiones del Reino Unido.

aunque se encuentra bien posicionada en términos de productividad. En cualquier caso, es necesario continuar realizando los esfuerzos necesarios que permitan a la región situarse en la zona correspondiente a las regiones líderes de Europa.

Gráfico 2.28 Evolución de la productividad y del PIB per cápita en regiones europeas comparables (2010-2015)



Fuente: BBVA Research a partir de la Comisión Europea y Eurostat

Análisis de la situación económica de Madrid a través de la Encuesta BBVA de Actividad Económica. Tercer trimestre de 2017¹²

Los resultados de la encuesta BBVA de actividad económica (EAE-BBVA) correspondiente al tercer trimestre de 2017 en la Comunidad de Madrid son consistentes con una economía que continúa creciendo y que mantiene expectativas favorables de cara al cuarto trimestre. Sin embargo, los resultados de la encuesta también muestran una ligera desaceleración de la actividad en el tercer trimestre, en línea con la señal lanzada por el modelo MICA BBVA para Madrid. En cualquier caso, los datos de esta oleada, realizada a finales de septiembre de 2017, son más positivos que los obtenidos hace un año.

En la visión sobre la actividad en el tercer trimestre predomina la estabilidad para tres de cada cinco encuestados. Con todo, el saldo neto de respuestas¹³ se sitúa en +23 p.p., algo inferior al del segundo trimestre del año pero considerablemente mejor que el de hace un año (véase el Gráfico R1.1). Los eventos geopolíticos del año pasado (doble

convocatoria electoral en España, victoria del *brexít* en el referéndum o la elección de Trump en EE.UU., junto con el repunte puntual del precio del crudo) podrían estar detrás del empeoramiento observado en la visión de los encuestados en 2016 que, sin embargo, no impidió una aceleración de la actividad económica.

Superada en parte la incertidumbre de los factores anteriores, **las expectativas siguen siendo positivas de cara al 4T17¹⁴** (+29 p.p. de saldo neto, véase el Cuadro R1.1), aunque también predomina la visión de estabilidad. Al igual que ocurre con la opinión sobre la actividad, el saldo de expectativas continúa siendo superior al de hace año, aunque inferior al previsto hace un trimestre, señalando que la leve desaceleración se prolongará durante los últimos tres meses del año. Cabe recordar, en todo caso, que esta encuesta se realizó en la segunda quincena de septiembre, y por tanto, podría no estar captándose en su totalidad el aumento de incertidumbre ligado a los eventos que están teniendo lugar en Cataluña.

En cualquier caso, **los resultados de las encuestas reflejan una alta volatilidad**, en particular en el último año. Esto se debe, al menos en parte, al alto nivel de incertidumbre, pero que no se refleja en igual medida en el potente crecimiento económico que está experimentando la región.

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

13: El saldo neto de respuestas extremas se obtiene como diferencia entre el porcentaje de respuestas de los usuarios que consideran que la actividad evolucionó al alza menos los que consideran que lo hizo a la baja.

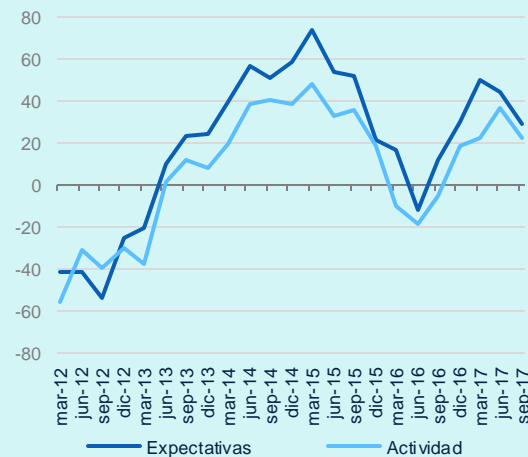
14: Los datos recopilados en la encuesta BBVA de Actividad Económica son brutos, por lo que podrían reflejar cierto componente estacional. La ausencia de una serie histórica suficientemente larga impide la corrección de variaciones estacionales y de calendario.

Recuadro1

En términos sectoriales, **todos los indicadores parciales muestran saldos de respuesta netos positivos**, por encima de los de hace un año. Sin embargo, algunos componentes de inversión han corregido respecto al trimestre anterior. Las variables en las que se refleja un mayor dinamismo continúan siendo las relacionadas con el sector exterior y, particularmente, con el turismo (véase Gráfico R1.2). Además, destaca la buena evolución del sector de la construcción, que muestra los saldos de respuestas extremos más elevados, especialmente en inversión, pero también en empleo.

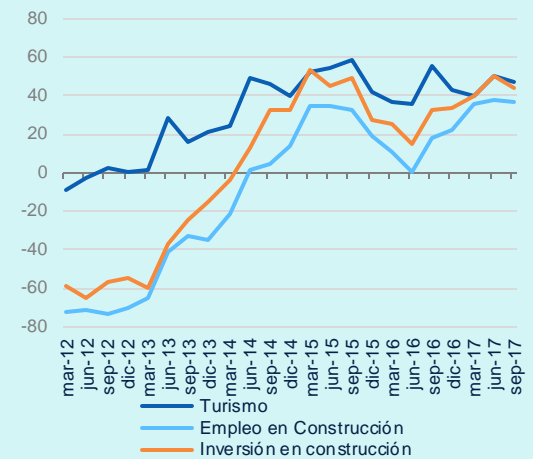
En síntesis, los resultados de **la encuesta BBVA de Actividad Económica confirman que la economía madrileña mantiene un crecimiento positivo**, y que este continuará durante el próximo trimestre, con señales positivas en el sector servicios, construcción y turismo.

Gráfico R.1.1 Madrid: evolución de la actividad económica y las expectativas. Saldos de respuestas extremas (%)



Fuente: BBVA

Gráfico R.1.2 Encuesta BBVA de Actividad Económica en Madrid. Saldos de respuestas (%). Variables seleccionadas



Fuente: BBVA

Cuadro R.1.1 Encuesta BBVA de Actividad Económica en la Comunidad de Madrid. Resultados generales (%)

	3º Trimestre 2017				2º Trimestre 2017				3º Trimestre 2016			
	Aumenta	Estable	Baja	Saldo*	Aumenta	Estable	Baja	Saldo*	Aumenta	Estable	Baja	Saldo*
Actividad Económica	31	61	8	23	39	58	2	37	12	70	18	-5
Perspectiva para el próximo trimestre	34	60	5	29	48	48	4	44	22	68	10	12
Producción industrial	25	68	7	18	32	64	4	27	15	73	13	2
Cartera de pedidos	29	59	12	17	42	52	6	35	15	70	16	-1
Nivel de stocks	15	77	7	8	15	81	4	11	7	83	10	-3
Inversión en el sector primario	10	83	8	2	7	86	7	0	6	83	11	-5
Inversión industrial	23	72	5	18	22	72	6	16	5	79	16	-11
Inversión en servicios	35	58	7	28	48	48	4	44	33	54	13	20
Nueva construcción	50	43	7	44	55	41	4	50	40	52	8	33
Empleo industrial	29	65	6	23	30	66	4	25	8	83	10	-2
Empleo en servicios	40	52	9	31	53	44	3	49	35	54	11	25
Empleo en construcción	41	54	5	37	41	56	3	38	27	64	9	18
Precios	33	58	9	24	31	58	11	20	9	75	17	-8
Ventas	33	61	6	26	42	55	3	39	28	58	14	14
Turismo	50	46	3	47	52	47	1	50	57	41	2	55
Exportaciones	29	68	3	25	30	69	1	29	26	70	4	22

(*) Saldo de respuestas extremas.
Fuente: BBVA

3. Cuadros

Cuadro 3.1 Principales indicadores de coyuntura de la economía de la Comunidad de Madrid (%)

	2016		Crecimiento medio desde principio de año (a/a)		Último dato (m/m, CVEC)		
	Madrid	España	Madrid	España	Madrid	España	Último mes
Ventas Minoristas	4,5%	3,7%	1,6%	1,2%	-1,2%	-0,1%	sep-17
Matriculaciones	11,4%	12,4%	7,8%	7,9%	2,1%	2,5%	sep-17
IASS	3,9%	4,2%	8,4%	6,6%	0,1%	0,6%	ago-17
Viajeros Residentes (1)	0,5%	4,2%	-0,9%	1,0%	-2,7%	1,1%	sep-17
Pernoctaciones Residentes (1)	-1,3%	3,6%	0,7%	0,4%	-3,7%	0,7%	sep-17
IPI	3,0%	1,6%	1,3%	1,8%	-2,0%	0,1%	sep-17
Visados de Viviendas	49,6%	30,2%	7,1%	24,0%	-32,1%	-42,3%	ago-17
Transacciones de viviendas	14,0%	14,0%	10,1%	10,1%	-2,6%	-2,6%	sep-17
Exportaciones Reales (2)	3,5%	3,7%	13,7%	8,8%	18,5%	0,5%	ago-17
Importaciones Reales (2)	2,3%	2,6%	2,6%	6,0%	4,7%	0,3%	ago-17
Viajeros Extranjeros (3)	6,0%	10,1%	9,6%	6,3%	0,6%	2,5%	sep-17
Pernoctaciones Extranjeros (3)	6,1%	9,6%	12,7%	4,3%	-4,7%	0,9%	sep-17
Afiliación a la SS	3,3%	3,0%	3,7%	3,6%	0,7%	0,5%	oct-17
Paro Registrado	-8,8%	-8,6%	-9,9%	-9,6%	-1,2%	-0,6%	oct-17

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

	2014	2015	2016	2017 (p)	2018 (p)
PIB a precios constantes	1,4	2,0	1,8	2,2	1,8
Consumo privado	0,9	1,8	2,0	1,8	1,7
Consumo público	0,7	1,3	1,7	1,3	1,3
Formación bruta de capital fijo	1,9	3,0	4,5	4,0	3,7
Inventarios (*)	0,3	0,0	-0,1	0,0	0,0
Demanda interna (*)	1,3	1,9	2,3	2,1	2,0
Exportaciones (bienes y servicios)	4,6	6,1	3,3	4,7	2,9
Importaciones (bienes y servicios)	4,9	6,5	4,7	4,7	3,5
Demanda externa (*)	0,1	0,1	-0,5	0,2	-0,2
Precios					
IPC	0,4	0,0	0,2	1,5	1,2
IPC subyacente	0,9	0,8	0,8	1,1	1,4
Mercado laboral					
Empleo	0,6	1,0	1,4	1,6	1,3
Tasa desempleo (% población activa)	11,6	10,9	10,0	9,2	8,5
Sector público					
Déficit (% PIB)	-2,6	-2,1	-1,5	-1,2	-1,1
Deuda (% PIB)	92,0	90,3	89,2	87,1	84,8
Sector exterior					
Balanza por cuenta corriente (% PIB)	2,5	3,2	3,3	3,2	3,0

(p) previsión.

Fecha cierre de previsiones: 5 de julio de 2017.

Fuente: organismos oficiales y BBVA Research

Cuadro 3.3 Previsiones Macroeconómicas: Producto Interior Bruto

(Promedio anual, %)	2014	2015	2016	2017 (p)	2018 (p)
EEUU	2,6	2,9	1,5	2,1	2,2
Eurozona	1,4	2,0	1,8	2,2	1,8
Alemania	1,9	1,5	1,9	2,2	1,8
Francia	1,0	1,0	1,1	1,7	1,7
Italia	0,2	0,9	1,1	1,5	1,3
España	1,4	3,4	3,3	3,1	2,5
Reino Unido	3,1	2,3	1,8	1,4	1,2
Latam *	0,9	-0,4	-1,3	1,1	1,6
México	2,3	2,7	2,0	2,2	2,0
Brasil	0,5	-3,8	-3,6	0,6	1,5
Eagles **	5,4	4,7	5,2	5,3	5,1
Turquía	5,2	6,1	2,9	6,0	4,5
Asia Pacífico	5,6	5,6	5,6	5,5	5,3
Japón	0,2	1,1	1,0	1,4	1,0
China	7,3	6,9	6,7	6,7	6,0
Asia (ex. China)	4,2	4,5	4,7	4,4	4,6
Mundo	3,5	3,4	3,3	3,5	3,5

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

** Arabia Saudí, Bangladesh, Brasil, China, Filipinas, India, Indonesia, Iraq, México, Nigeria, Pakistán, Rusia, Tailandia y Turquía.

(p) previsión.

Fecha de cierre de previsiones: 5 de julio de 2017.

Fuente: BBVA Research y FMI

Cuadro 3.4 Tipo de interés de la deuda pública a 10 años

(Promedio anual, %)	2014	2015	2016	2017 (p)	2018 (p)
EEUU	2,53	2,13	1,84	2,34	2,62
Alemania	1,22	0,52	0,13	0,43	0,97

(p) previsión.

Fecha de cierre de previsiones: 5 de julio de 2017.

Fuente: BBVA Research y FMI

Cuadro 3.5 Previsiones Macroeconómicas: tipos de cambio

(Promedio anual)	2014	2015	2016	2017 (p)	2018 (p)
EUR-USD	0,75	0,90	0,90	0,89	0,83
USD-EUR	1,33	1,11	1,11	1,13	1,20
USD-GBP	1,65	1,53	1,35	1,28	1,30
JPY-USD	105,82	121,07	108,82	112,12	117,33
CNY-USD	6,14	6,23	6,64	6,79	6,83

(p) previsión.

Fecha de cierre de previsiones: 5 de julio de 2017.

Fuente: BBVA Research y FMI

Cuadro 3.6 Previsiones Macroeconómicas: tipos de interés de política monetaria

(Fin de periodo, %)	2014	2015	2016	2017 (p)	2018 (p)
EEUU	0,25	0,50	0,75	1,50	2,00
Eurozona	0,05	0,05	0,00	0,00	0,00
China	5,60	4,35	4,35	4,35	4,10

(p) previsión.

Fecha de cierre de previsiones: 5 de julio de 2017.

Fuente: BBVA Research y FMI

Cuadro 3.7 España: previsiones macroeconómicas (tasas de variación anual en %, salvo indicación contraria)

(Promedio anual, %)	2014	2015	2016	2017 (p)	2018 (p)
Actividad (1)					
PIB real	1,4	3,4	3,3	3,1	2,5
Consumo privado	1,5	3,0	2,9	2,6	2,1
Consumo público	-0,3	2,1	0,8	1,3	1,8
Formación Bruta de Capital	4,7	6,5	3,3	4,7	3,6
Equipo y Maquinaria	5,9	11,5	5,0	5,6	2,8
Construcción	4,2	3,8	2,4	4,5	3,8
Vivienda	11,3	-1,0	4,4	8,2	5,9
Demanda Interna (contribución al crecimiento)	1,9	3,9	2,5	2,6	2,3
Exportaciones	4,3	4,2	4,8	5,0	4,3
Importaciones	6,6	5,9	2,7	3,8	3,8
Demanda Externa (contribución al crecimiento)	-0,5	-0,4	0,7	0,5	0,3
PIB nominal	1,2	4,1	3,6	4,0	3,9
(Miles de millones de euros)	1037,8	1080,0	1118,5	1163,4	1208,8
PIB sin inversión en vivienda	1,0	3,6	3,2	2,9	2,4
PIB sin construcción	1,4	3,4	3,3	3,0	2,4
Mercado de trabajo					
Empleo, EPA	1,2	3,0	2,7	2,7	2,3
Tasa de paro (% población activa)	24,4	22,1	19,6	17,1	15,5
Empleo CNTR (equivalente a tiempo completo)	1,0	3,2	3,0	2,8	2,1
Productividad aparente del factor trabajo	0,3	0,3	0,3	0,3	0,5
Precios y costes					
IPC (media anual)	-0,2	-0,5	-0,2	1,9	1,4
IPC (fin de periodo)	-1,0	0,0	1,6	1,2	1,7
Deflactor del PIB	-0,2	0,6	0,3	0,9	1,3
Remuneración por asalariado	0,1	1,6	-0,3	0,1	1,4
Coste laboral unitario	-0,2	1,4	-0,6	-0,3	1,0
Sector exterior					
Balanza por Cuenta Corriente (% del PIB)	1,1	1,1	1,9	1,8	1,5
Sector público (*)					
Deuda (% PIB)	100,4	99,4	99,0	98,3	97,0
Saldo A.A.P.P. (% PIB)	-5,8	-5,2	-4,3	-3,1	-2,4
Hogares					
Renta disponible nominal	1,1	2,2	2,0	2,8	4,6
Tasa de ahorro (% renta nominal)	9,4	8,8	7,9	6,4	7,4

Tasa de variación anual en %, salvo indicación expresa.

(1) Los datos de actividad de los años 2014 a 2016 mostrados en este cuadro están actualizados conforme a la revisión de la Contabilidad Nacional Anual publicada el 12 de septiembre. En el resto de la revista se utilizan como referencia los datos de la Contabilidad Regional de España, para tratar información comparable entre la región y el conjunto nacional.

(p) previsión.

Fecha cierre de previsiones: 5 de julio de 2017.

(*) Excluyendo ayudas a las entidades financieras españolas.

Fuente: BBVA Research

4. Glosario

Siglas

- AA. PP: Administraciones Públicas
- AENC: Acuerdo para el empleo y la negociación colectiva
- BBVA: Banco Bilbao Vizcaya Argentaria
- BBVA – GAIN: Índice de actividad global de BBVA
- BCE: Banco Central Europeo
- BOE: Boletín Oficial del Estado
- CC. OO: Comisiones Obreras
- CEOE: Confederación Española de Organizaciones Empresariales
- CEPYME: Confederación Española de la Pequeña y Mediana Empresa
- CG: Consejo de Gobierno
- CNTR: Contabilidad Nacional Trimestral
- CVEC: Corregido de variaciones estacionales y efecto calendario
- EAE – BBVA: Encuesta de Actividad Económica de BBVA
- EAGLES: Economías emergentes y líderes del crecimiento (Emerging and Growth-Leading Economies)
- EPA: Encuesta de Población Activa
- E.t.c: Empleo equivalente a tiempo completo
- Euribor: Tipo de interés de oferta de los depósitos interbancarios en euros (Euro interbank Offered Rate)
- FED: Reserva Federal (Federal Reserve System)
- GCFN: Gasto en Consumo Final Nacional
- GDEL: La Base de Datos Global de eventos, idioma y tono
- IPC: Índice de Precios al Consumo
- JPY: Yen Japonés
- LATAM: Agregado de Latinoamérica que incluye a Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela
- INE: Instituto Nacional de Estadística
- ME Y SS: Ministerio de Empleo y Seguridad Social
- MICA-BBVA: Modelo de Indicadores Coincidentes de Actividad de BBVA
- MINHAP: Ministerio de Hacienda y Administraciones Públicas
- PIB: Producto Interior Bruto
- PYMES: Pequeñas y medianas empresas
- RDL: Real Decreto-Ley
- SMI: Salario mínimo interprofesional
- TAE: Tasa anual equivalente
- TPV: Terminal Punto de Venta
- UE: Unión Europea
- UEM: Unión Económica y Monetaria
- UGT: Unión General de Trabajadores
- USD: Dólar Estadounidense

Abreviaturas

- a/a: variación interanual
- IC: Intervalo de confianza
- mV: miles de millones
- pbs: Puntos Básicos
- pm: Precio de mercado
- pp: Puntos porcentuales
- t/t: variación trimestral

AVISO LEGAL

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

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

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

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

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

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

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

Este informe ha sido elaborado por la unidad de España y Portugal

Economista Jefe de España y Portugal**Miguel Cardoso**

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

Ignacio Archondo

ignacio.archondo@bbva.com
+34 673 70 60 36

Joseba Barandiaran

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

Giancarlo Carta

giancarlo.cart@bbva.com
+34 673 69 41 73

Juan Ramón García

juanramon.gl@bbva.com
+34 91 374 33 39

María Gómez de Olea

maria.gomezdeolea@bbva.com
+34 91 537 79 11

Antonio Marín

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

Myriam Montañez

miriam.montanez@bbva.com
+34 638 80 85 04

Virginia Pou

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

Camilo Rodado

camilo.rodado@bbva.com
+34 91 537 54 77

Pep Ruiz

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

Angie Suárez

angie.suarez@bbva.com
+34 91 374 86 03

Camilo Andrés Ulloa

camiloandres.ulloa@bbva.com
+34 91 537 84 73

BBVA Research**Economista Jefe Grupo BBVA****Jorge Sicilia Serrano****Análisis Macroeconómico**

Rafael Doménech
r.domenech@bbva.com

Escenarios Económicos Globales

Miguel Jiménez
mjimenezg@bbva.com

Mercados Financieros Globales

Sonsoles Castillo
s.castillo@bbva.com

Modelización y Análisis de Largo

Plazo Global
Julián Cubero
juan.cubero@bbva.com

Innovación y Procesos

Oscar de las Peñas
oscar.delaspenas@bbva.com

Sistemas Financieros y Regulación

Santiago Fernández de Lis
sfernandezdelis@bbva.com

Coordinación entre Países

Olga Cerqueira
olga.gouveia@bbva.com

Regulación Digital

Álvaro Martín
alvaro.martin@bbva.com

Regulación

María Abascal
maria.abascal@bbva.com

Sistemas Financieros

Ana Rubio
arubiog@bbva.com

Inclusión Financiera

David Tuesta
david.tuesta@bbva.com

España y Portugal

Miguel Cardoso
miguel.cardoso@bbva.com

Estados Unidos

Nathaniel Karp
Nathaniel.Karp@bbva.com

México

Carlos Serrano
carlos.serrano@bbva.com

Oriente Medio, Asia y

Geopolítica
Álvaro Ortiz
alvaro.ortiz@bbva.com

Turquía

Álvaro Ortiz
alvaro.ortiz@bbva.com

Asia

Le Xia
le.xia@bbva.com

América del Sur

Juan Manuel Ruiz
juan.ruiz@bbva.com

Argentina

Gloria Sorensen
gsorensen@bbva.com

Chile

Jorge Selaive
jselaive@bbva.com

Colombia

Juana Téllez
juana.tellez@bbva.com

Perú

Hugo Perea
hperea@bbva.com

Venezuela

Julio Pineda
juliocesar.pineda@bbva.com

INTERESADOS DIRIGIRSE A: BBVA Research: Calle Azul, 4. Edificio de la Vela - 4ª y 5ª plantas. 28050 Madrid (España). Tel.: +34 91 374 60 00 y +34 91 537 70 00 / Fax: +34 91 374 30 25 - bbvaresearch@bbva.com www.bbvaresearch.com