

Documentos de Trabajo  
Número 12/17

# Las Perspectivas de la Economía Española en 2012

Análisis Económico  
Madrid, 31 de julio de 2012

## Las Perspectivas de la Economía Española en 2012\*

R. Doménech<sup>a,b</sup>

Julio 2012

### Resumen

Tras el intento de recuperación económica de 2010 y principios de 2011, la economía española ha vuelto a la recesión. La crisis de deuda soberana en Europa, la pérdida de confianza y las elevadas tensiones financieras sitúan a la economía española al borde de una severa restricción crediticia y amenazan con posponer el inicio de la recuperación económica y reducir significativamente su crecimiento potencial. Para evitar ese escenario España, necesita que la eurozona utilice los mecanismos e instituciones existentes con la máxima efectividad y flexibilidad para anclar cuanto antes las expectativas de los agentes económicos sobre el futuro del euro y recuperar el atractivo de los mercados de deuda y la demanda de los inversores internacionales. Al mismo tiempo, España debe llevar a cabo una estrategia creíble y bien coordinada con las instituciones europeas, con la que realizar una consolidación fiscal, que sea a la vez rigurosa y gradual de todas sus administraciones públicas, completar la reestructuración bancaria y efectuar un amplio conjunto de reformas estructurales, que faciliten la reasignación de los factores productivos a las empresas y sectores más dinámicos, incentivar la inversión y la creación de empleo, y generar expectativas de una mayor crecimiento potencial.

Palabras clave: previsiones, crecimiento potencial, equilibrios múltiples.

JEL: E17, E32, O40.

---

\* Este artículo se basa en la presentación realizada en el seminario organizado por FUNCAS, bajo el título Crisis y Reformas de la Economía Española, celebrado en Madrid los días 21 y 22 de Marzo de 2012. El autor agradece la ayuda del Ministerio de Economía y Competitividad (Proyecto ECO2011-29050).

a: BBVA Research

b: Universidad de Valencia

## 1. Introducción

A pesar de que todas las previsiones indican que la economía mundial crecerá en 2012 a una tasa entre el 3,5 y el 4 por ciento, similar a la de 2011, las incertidumbres han ido aumentando de manera significativa durante los últimos meses, sobre todo en el entorno internacional más relevante para la economía española: Europa. En poco más de medio año se ha producido una importante revisión a la baja de las expectativas de crecimiento de Europa, que se descuelga del crecimiento económico del resto del mundo. La economía mundial refleja una elevada heterogeneidad con las economías emergentes más importantes o EAGLES (véase García Herro, Navia y Nigrinis, 2011) en un extremo, creciendo cerca del 6 por ciento, y las economías europeas en el otro, con una previsión de ligera recesión pero sometidas a una enorme incertidumbre sobre su futuro a corto, medio y largo plazo. Entre medias de ambas áreas geográficas, EE.UU. podría crecer ligeramente por encima del 2 por ciento, continuando con su lenta salida de la crisis.

Conviene empezar resaltando esta heterogeneidad porque con demasiada frecuencia desde Europa y desde España se tiende a valorar la situación de la economía mundial desde la óptica de unas economías que se encuentran estancadas o en recesión. Nada más lejos de la realidad, ya que la mayor parte de la población mundial va a experimentar un crecimiento sólido e intenso, que permitirá seguir mejorando sus condiciones de vida. En ese contexto de crecimiento, particularmente elevado en las economías emergentes, Europa corre el riesgo de convertirse no sólo en un foco recurrente de tensiones y preocupaciones para la economía mundial, sino también de perder su relevancia económica más rápidamente de lo que implican sus actuales tendencias demográficas a largo plazo.

Estas incertidumbres procedentes del exterior, que se manifiestan en unas tensiones financieras en el conjunto de la UEM tan elevadas como las experimentadas tras el colapso de Lehman Brothers, interaccionan con otros cuatro factores específicos de la economía española, que van a condicionar sus perspectivas económicas a corto, medio y largo plazo: las necesidades de financiación con el resto del mundo, el proceso de desapalancamiento de los sectores público y privado, la reestructuración y la recapitalización del sistema bancario y las reformas estructurales que se necesitan llevar a cabo. La resolución de la crisis de deuda en Europa y la disminu-

## LAS PERSPECTIVAS DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

ción de las tensiones financieras son una condición necesaria para la recuperación económica en España, de la misma manera que lo son los ajustes fiscales, la reestructuración bancaria y las reformas estructurales con la que aumentar el crecimiento potencial de la economía española y reducir su tasa de desempleo. Desde hace meses ambos frentes se retroalimentan entre sí, generando una relación de causalidad bidireccional, que condiciona las perspectivas de crecimiento de la economía española. Por un lado, con las actuales tensiones financieras en la eurozona resulta casi imposible que los ajustes fiscales y reformas estructurales que se están realizando en España tengan efectos positivos sobre la recuperación económica. Por otro, en la medida que España es en, estos momentos, uno de los focos de atención de los mercados financieros internacionales, sin el éxito de sus políticas económicas difícilmente se podrá encontrar una salida a la crisis de deuda en la UEM.

En este contexto, en el que las decisiones de política económica europeas y nacionales resultan cruciales para determinar los escenarios de los próximos trimestres, la predicción económica se hace particularmente compleja y dependiente de los supuestos e hipótesis sobre cómo se concreten cada uno de estos procesos en marcha. Y aunque el abanico de posibilidades y escenarios es enorme, de mantenerse las circunstancias actuales y de no llevarse a cabo cambios sustanciales en la gestión de la crisis de la eurozona, lo más probable es que la contracción de la actividad económica en España continúe durante los próximos trimestres. Junto con medidas europeas eficaces, la economía española debe llevar a cabo políticas económicas que permitan transitar cuanto antes a un equilibrio de elevado nivel de actividad, en el que se produzca una interacción positiva entre los determinantes del crecimiento económico.

En las secciones siguientes se analizan con detalle los determinantes del crecimiento económico en España. En la segunda sección se examina el entorno internacional, dedicando especial atención a la crisis del euro. La tercera sección evalúa los ajustes y reformas en marcha en España que determinan sus perspectivas económicas a corto plazo y el crecimiento potencial a medio y a largo plazo. La última sección presenta las principales conclusiones de este artículo.

## 2. El entorno internacional y la crisis del euro

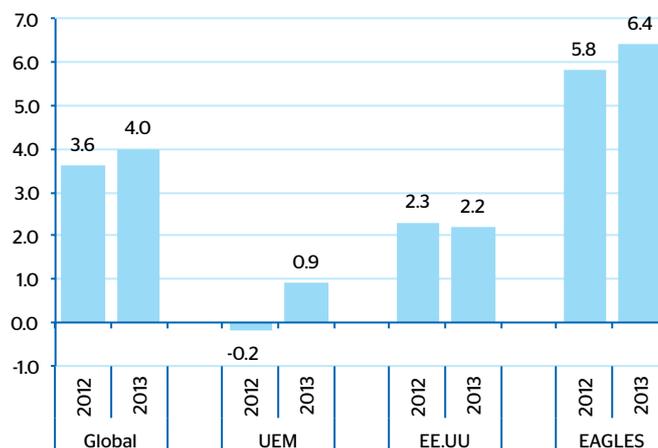
Como se ha señalado en la introducción, el entorno internacional viene caracterizado, fundamentalmente, por dos factores que se mueven en direcciones opuestas: el elevado crecimiento mundial, principalmente en las economías emergentes, y la crisis del euro en Europa. Aunque es cierto que hay algunos otros factores que dan algo más de color a este entorno internacional (por ejemplo, la consolidación fiscal en EE.UU. o el riesgo de desaceleración de algunas economías emergentes, particularmente China, por citar dos de ellos), estos son los dominantes.

En el Gráfico 1 se resumen las previsiones de crecimiento para 2012 y 2013 en las principales áreas geográficas. Aunque el crecimiento mundial es elevado, la heterogeneidad es manifiesta, particularmente si se compara Europa con los EAGLES. Las economías avanzadas han sufrido una combinación de crisis bancaria y crisis de deuda de los sectores públicos y/o privados, con efectos persistentes e intensos en el tiempo, como nos demuestra la historia económica.<sup>2</sup> Pero el crecimiento de las economías desarrolladas está siendo también heterogéneo. Así, Estados Unidos crece más y con mejores perspectivas que la UEM, a pesar de que sus desequilibrios, en términos de endeudamiento público, de los hogares o exterior, son mayores.

Las razones que explican esta asimetría entre EE.UU. y Europa son básicamente dos. En primer lugar, la percepción de que la economía norteamericana llevó a cabo la reestructuración de su sistema financiero bastante antes que Europa, está realizando el desapalancamiento de los hogares más rápidamente, su política monetaria es más agresiva y flexible, y cuenta con un funcionamiento de los mercados de factores y productos más eficiente. En segundo lugar, la incapacidad de las instituciones europeas para llevar a cabo políticas de ajuste coordinadas, que permitan gestionar rápida y eficientemente la heterogeneidad existente entre los países del norte y centro de la UEM (en general, sin problemas de liquidez y sin grandes desequilibrios), y los de la periferia (con serios problemas de liquidez e incluso solvencia en los sectores que han acumulado mayores desequilibrios).

<sup>2</sup> Los trabajos de Reinhart y Rogoff (2008 y 2009) se han convertido en clásicos de nuestro tiempo para comprender los efectos de las crisis de deuda. En el caso concreto de la economía española, de la Dehesa (2009), Suarez (2010) o Estrada, Jimeno and Malo de Molina

## LAS PERSPECTIVAS DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

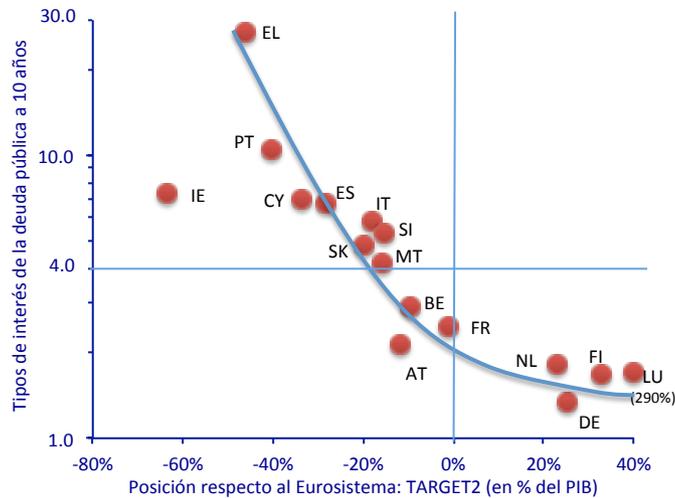


**Gráfico 1:** Crecimiento del PIB (% a/a). Fuente: BBVA Research, mayo 2012.

Esta división entre el centro y la periferia de la UEM se manifiesta claramente en el Gráfico 2. En el eje horizontal se representa la posición deudora o acreedora de cada Estado miembro frente al Eurosistema (TARGET2), en porcentaje del PIB, y en el eje vertical los tipos de interés de la deuda pública a 10 años. Antes de que comenzara la crisis, la dispersión era mínima: las primas de riesgo eran casi inexistentes y las posiciones del TARGET2 eran prácticamente nulas. Con el inicio de la crisis de la eurozona empezaron a aparecer las primeras diferencias, que se circunscribían a Grecia, Irlanda o Portugal. Sin embargo, desde el verano de 2011 la deriva hacia tipos de interés más elevados y posiciones deudoras con el Eurosistema más importantes empezó a ser manifiesta en economías de mayor tamaño, como Italia o España, de manera que en la actualidad la eurozona parece dividida en dos. Aunque no está claro hasta qué punto esas primas de riesgo reflejan un riesgo de ruptura del euro y/o la expectativa de restructuración de la deuda pública y/o privado, lo cierto es que las tensiones financieras en los países europeos se encuentran en niveles comparables a los del colapso de Lehman Brothers a finales de 2008, tal y como se representa en el Gráfico 3.

(2010) ofrecen excelentes análisis de la crisis económica iniciada en 2007.

## LAS PERSPECTIVAS DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA



**Gráfico 2:** Tipos de interés (en %) y TARGET2. Fuente: BCE, junio 2012.

Como muestra Doménech (2011), de mantenerse de forma prolongada en el tiempo estos niveles de tensiones financieras, los efectos negativos sobre la actividad económica pueden ser particularmente importantes para la UEM en su conjunto y devastadores para algunos países en particular, puesto que, como se muestra en el Gráfico 2, no todos los miembros de la eurozona se ven afectados por igual por esas tensiones. De hecho, la reducción de las tensiones financieras es una condición previa para que tengan éxito los ajustes fiscales y las reformas estructurales que las economías periféricas están llevando a cabo.

Para reducir de forma efectiva los niveles actuales de tensiones financieras se requiere un acuerdo político entre los miembros de la UEM que permita eliminar por completo las expectativas de riesgo de ruptura del euro y anclar expectativas sobre los tipos de interés y las condiciones de financiación de los países donde esas tensiones son más elevadas. Si bien los avances que se han producido tanto en las políticas nacionales como en las últimas cumbres europeas son necesarios, no han sido suficientes para reducir las tensiones financieras y eliminar sus efectos negativos sobre la confianza de los agentes económicos y las variables reales. Desde finales de 2011 se ha conseguido sacar adelante la reestructuración de la deuda griega, adelantar el funcionamiento del Mecanismo Europeo de Estabili-

## LAS PERSPECTIVAS DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA



**Gráfico 3:** Índice BBVA de estrés financiero. Fuente: BBVA Research.

dad (MEDE, que todavía está pendiente de aprobación en algunos países, como Alemania) y eliminar su estatus preferente, aprobar el Tratado de Estabilidad, Coordinación y Gobernanza, inyectar masivamente liquidez a tres años por parte del BCE, realizar importantes reformas estructurales en países como España, Italia o Portugal, aprobar una ayuda financiera del Fondo Europeo de Estabilidad Financiera (FEEF) para recapitalizar y reestructurar el sector bancario español, avanzar hacia un supervisor bancario europeo o reafirmar el compromiso del FEEF y del MEDE de estabilizar los mercados de deuda soberana europea, utilizando al BCE como agente. Sin embargo, la UEM necesita ir todavía más lejos en las soluciones a la crisis actual. El proceso para hacer operativas muchas de las medidas propuestas llevará meses y no será un camino sencillo, ya que el acuerdo entre los países europeos sobre el alcance de las medidas aprobadas no es unánime. Sin ánimo de ser exhaustivo, fundamentalmente hacen falta dos cambios sustanciales para encauzar la solución a la crisis europea.<sup>3</sup> En primer lugar, un diseño a largo plazo de la UEM que implique una mayor integración fiscal, bancaria, económica y política. Esa estrategia exigirá ir cumpliendo con

<sup>3</sup> Andrés y Doménech (2012a y 2012b), así como algunas de las referencias que se incluyen en esos dos trabajos, han analizado los cambios necesarios en el diseño de la UEM, los objetivos a largo plazo y las condiciones que deberían asegurarse a corto plazo.

una serie de condiciones previas que aseguren que la UEM acabe teniendo un Tesoro europeo que emita su correspondiente eurobono, un mecanismo de mutualización parcial de la deuda soberana, una verdadera regulación y supervisión europeas, un fondo de garantía de depósitos europeo y un mecanismo de resolución de crisis bancarias en la eurozona. En definitiva, un equilibrio a largo plazo en el que la UEM funcione como un área monetaria más integrada y genuina. En segundo lugar, se requiere un funcionamiento más eficiente de las instituciones europeas que asegure la transición hacia ese estado estacionario con los menores costes posibles en términos de actividad económica. Esto exigirá, a corto plazo, que el MEDE disponga de recursos ilimitados por parte del BCE a cambio de una cesión de soberanía nacional a las instituciones europeas en aquellos países que requieran la ayuda del MEDE.

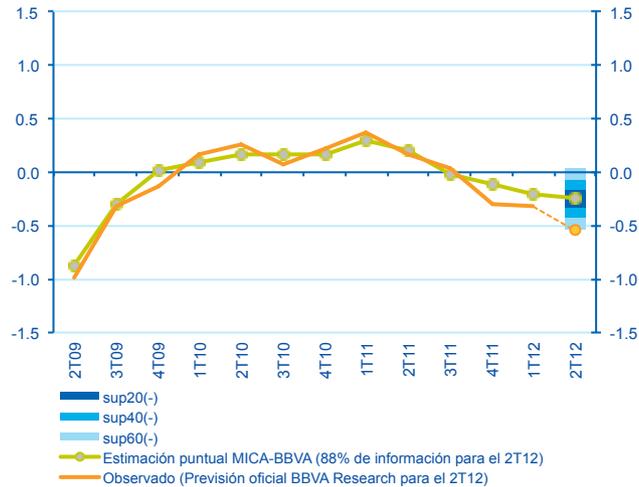
Lógicamente, entre una situación extrema de ruptura del euro (con una baja probabilidad, puesto que los países y las instituciones de la UEM han demostrado la voluntad de hacer lo necesario para evitar la desaparición del euro) y otra en la que se adoptan de manera rápida y eficaz todas las soluciones necesarias para resolver la crisis de la deuda en Europa (también con una baja probabilidad de ocurrencia), hay numerosos escenarios en los que la salida será lenta, dolorosa, accidentada y poco eficiente, que son los que en estos momentos tienen mayor probabilidad de ocurrencia. En estos escenarios, la recuperación económica en la UEM será renqueante, particularmente en los países con mayores debilidades estructurales, desequilibrios macroeconómicos y necesidades de liquidez, como es el caso de España.

### **3. Las perspectivas de la economía española: ajustes y reformas**

Las perspectivas económicas para España están simultáneamente determinadas por la interacción entre la crisis de deuda en Europa y los ajustes y reformas que está realizando la economía española. Dadas las incertidumbres existentes, los ejercicios de previsión económica son más que nunca difíciles y complejos, y se encuentran sujetos a una elevadísima incertidumbre.

¿En qué situación se encuentra la economía española como punto de

## LAS PERSPECTIVAS DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

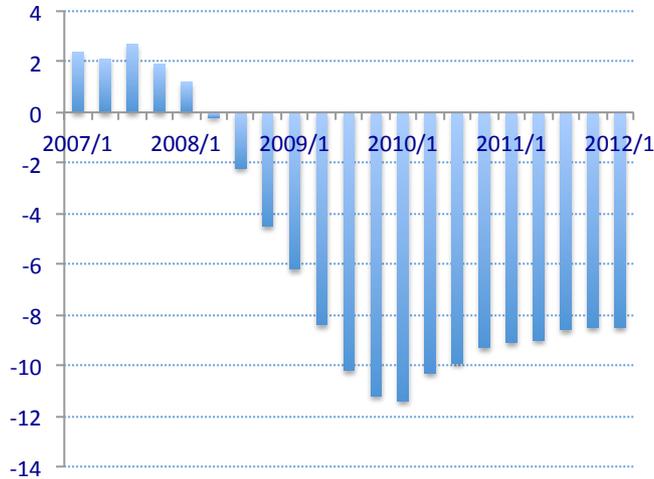


**Gráfico 4:** Crecimiento intertrimestral del PIB y previsiones del modelo MICA BBVA.  
Fuente: BBVA Research.

partida a la hora de realizar este ejercicio de previsiones económicas? Por lo que respecta a la coyuntura económica, los datos más recientes apuntan a que el PIB del segundo trimestre de 2012 disminuyó unas 4 décimas respecto al trimestre anterior. Por lo tanto, la contracción de la actividad se mantendría a niveles similares a los de los dos trimestres anteriores, tal y como se muestra en el Gráfico 4, junto con las previsiones que proporciona el modelo MICA BBVA (véase Camacho y Doménech, 2011).

En cuanto a los principales componentes de la demanda agregada, los indicadores de consumo e inversión confirman que la demanda interna continúa empeorando, afectada por el clima de incertidumbre, las expectativas de ajuste fiscal y la persistencia de las tensiones financieras, especialmente en Europa. De hecho, la aceleración del ritmo de destrucción de empleo está produciendo una nueva caída del gasto en consumo de los hogares en el segundo trimestre, de acuerdo con los indicadores de consumo más recientes, después del estancamiento observado durante el primer trimestre del año. Por otro lado, la introducción de incentivos fiscales no ha sido suficiente para cambiar la tendencia de la demanda de vivienda, mientras que la reducción de la inversión pública continúa afectando negativamente a la construcción no residencial. Frente a la contribución ne-

## LAS PERSPECTIVAS DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA



**Gráfico 5:** Capacidad (+) / Necesidad (-) de financiación de las Administraciones Públicas, en % del PIB. Fuente: INE.

gativa de la demanda interna, la demanda externa amortigua la caída del PIB, con unas exportaciones que siguen creciendo, aunque de manera más moderada que en 2011, y unas importaciones que disminuyen, reflejando la contracción de la demanda interna.

La lectura optimista de la situación actual en la que se encuentra la economía española a mediados de 2012 es que la recesión económica no se intensifica y se mantiene a niveles parecidos a los observados desde el otoño de 2011. Una lectura menos conformista y más rigurosa es que, después de la fuerte contracción económica de finales de 2008 y 2009, y del intento de recuperación que alcanzó su máximo en la primera mitad de 2011, la economía española ha vuelto a entrar en una nueva recesión económica, sin que se hayan producido avances en el proceso de consolidación fiscal desde mediados de 2011. En el Gráfico 5 se observa el comportamiento asimétrico del saldo presupuestario de las AA.PP. (en porcentaje del PIB). Mientras que el aumento del déficit se produjo muy rápidamente, 13,1 puntos porcentuales en los ocho trimestres de 2008 y 2009 (a razón de 1,6 décimas por trimestre), en los nueve trimestres siguientes solo disminuyó 2,7 puntos (a razón de 3 décimas por trimestre).

De acuerdo con los últimos datos disponibles, en el primer trimestre

## LAS PERSPECTIVAS DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

de 2012 el déficit acumulado anual se volvió a situar en el 8,5%, la misma cifra que a finales de 2011. Ello obliga a que, incluso con el nuevo objetivo de déficit del 6,3% aprobado en julio por el ECOFIN, el esfuerzo de consolidación fiscal sea considerable: reducir 2,2 puntos de déficit en tres trimestres, a razón de poco más de 7 décimas por trimestre (más del doble que el ritmo de consolidación entre 2010 y 2011, pero la mitad que el ritmo de aumento del déficit en 2008 y 2009).

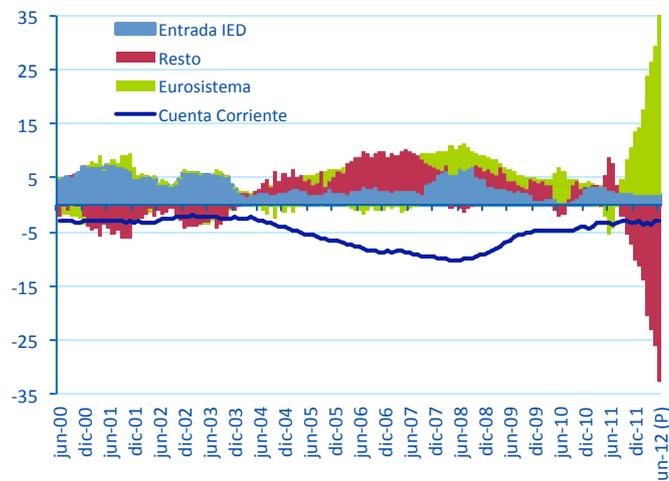
La evidencia que acaba de presentarse sugiere dos hipótesis. Primero, que la desaceleración y posterior contracción económica observada en los últimos trimestres parece obedecer, sobre todo, al aumento de las tensiones en los mercados financieros. Segundo, que los ajustes fiscales anunciados recientemente para la segunda mitad de 2012 y para 2013 y 2014 tendrán un efecto negativo significativo sobre el PIB, salvo que esas tensiones financieras disminuyan intensamente.

Como ya se ha comentado anteriormente, en el Gráfico 2 se pone de manifiesto que España no es capaz de financiarse en los mercados internacionales a tipos de interés razonables, lo que dispara el recurso al Eurosistema. Como muestra el Gráfico 6, este problema se ha ido agravando desde el verano del 2011, en lo que sería el equivalente a una situación de *sudden stop* en una economía emergente.

Durante años la entrada de inversión extranjera directa (inversión en capital físico) y la entrada de capital financiero (neto de la inversión española en el exterior) permitieron financiar sin problemas un déficit creciente de la balanza por cuenta corriente. Incluso durante algunos años la entrada de capitales fue tan elevada que España financiaba al Eurosistema. Esta situación cambió drásticamente a partir de la crisis financiera en agosto de 2007, lo que requirió de un mayor recurso a la apelación del BCE. Con el colapso de Lehman Brothers o los rescates de Grecia o Portugal se observaron las primeras salidas netas de capitales de no residentes. Sin embargo, la cuantía de esas salidas fue mínima en relación con la que se ha ido produciendo a partir de agosto de 2011, siguiendo una senda explosiva, hasta alcanzar más de un 30% del PIB en junio de 2012.

¿Por qué se ha producido esta situación de desconfianza en la economía española por parte de los inversores internacionales que amenaza incluso con la posible pérdida del grado de inversión de su deuda pública? Básicamente por cuatro razones. En primer lugar, tal y como se mostraba en

## LAS PERSPECTIVAS DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA



**Gráfico 6:** Balanza por cuenta corriente, variación de la inversión extranjera directa, de la posición en el Eurosistema y del resto de flujos financieros, en porcentaje del PIB. Fuente: Banco de España.

el Gráfico 5, porque el escaso ajuste fiscal realizado durante 2010 y 2011 ha creado expectativas de que alcanzar los objetivos de déficit de 2012 y 2013 va a ser difícil, sobre todo en un contexto recesivo. Segundo, por las dudas sobre el coste final de la reestructuración del sistema bancario español después de varios intentos en los últimos años por consolidar el sistema. En tercer lugar, por la constatación de los mercados de que buena parte de los bancos españoles han utilizado la inyección de liquidez a tres años del BCE para comprar deuda pública española, aumentando con ello la correlación entre el riesgo bancario y soberano, y creando una circularidad con efectos negativos sobre la confianza de los mercados. Por último, la percepción de que tanto la UEM como España carecen de un plan estratégico a medio y largo plazo con el que anclar las expectativas de los inversores internacionales sobre la solvencia de sus economías, la reducción de sus desequilibrios y la recuperación de sendas de crecimiento sostenido a largo plazo.

En estas circunstancias, la recuperación económica y el crecimiento durante los próximos años van a venir determinados por la capacidad de la política económica en España y en la UEM de recuperar la confianza de

los mercados financieros internacionales y de rebajar las tensiones financieras. Para ello es necesario trabajar en cuatro frentes simultáneamente. En primer lugar, como ya se ha analizado en la sección anterior, la UEM necesita diseñar una hoja de ruta que conduzca a una unión monetaria y económica genuina y más integrada, y poner en funcionamiento mecanismos eficientes que permitan normalizar los mercados financieros. Esta normalización de las condiciones financieras es crucial para que el resto de medidas de política económica tengan los efectos deseados, ya que en caso contrario, estarán condenadas al fracaso y no conseguirán sino generar un círculo depresivo, tal y como hasta el momento se ha observado en países como Grecia o Portugal.

En segundo lugar, la economía española necesita llevar a cabo una consolidación fiscal rigurosa y constante, que sea lo suficientemente rápida como para que sea creíble, pero también lo suficientemente gradual y acompasada con el ciclo económico como para evitar generar un círculo vicioso entre ajuste fiscal y crecimiento. Como han propuesto Andrés y Doménech (2012c), esta estrategia de consolidación fiscal debe definirse en términos de un ajuste estructural plurianual, sostenido en el tiempo, que fije objetivos de reducción de déficit en términos estructurales y no nominales, evitando así una política fiscal excesivamente procíclica. De hecho éste es el espíritu del Tratado de Estabilidad, Coordinación y Gobernanza, y de las recomendaciones impuestas por el ECOFIN a la economía española en julio de 2012. De acuerdo con estas recomendaciones, España deberá reducir su déficit estructural en 2,7 pp en 2012, 2,5 pp en 2013 y 1,9 pp en 2014. En total, un ajuste estructural del 7,1 pp del PIB, que permitiría a España alcanzar una situación de equilibrio estructural a finales de 2014, seis años antes que el objetivo fijado para 2020 en el Tratado de Estabilidad o en la Ley de Estabilidad Presupuestaria.

En tercer lugar, debe completarse la reestructuración y recapitalización del sistema bancario español. La ayuda financiera recientemente aprobada por el Eurogrupo con esta finalidad supone un avance importante. Primero, porque despeja las incertidumbres sobre cómo financiar las necesidades de capital que se estimen con las valoraciones de la calidad de los activos de las distintas entidades bancarias, realizadas por auditores independientes. De hecho, con las estimaciones ya disponibles (por ejemplo, FMI, 2012), el límite máximo de la ayuda financiera aprobada (€100mM)

constituye un cortafuegos más que suficiente como para financiar estas necesidades. Segundo, porque incrementa considerablemente la credibilidad del proceso de reestructuración bancaria al contar con el asesoramiento y apoyo técnico de la Comisión Europea, el BCE y el FMI. No obstante, esta ayuda financiera debe complementarse lo antes posible con otras medidas adicionales, que el Consejo Europeo del 28 y 29 de junio de 2012 ha aprobado, como es la posibilidad de que el MEDE inyecte capital directamente a los bancos que lo necesiten, tan pronto esté listo el supervisor europeo.

En cuarto y último lugar, la recuperación de la confianza de los mercados financieros internacionales y la reducción de las tensiones financieras va a depender de un plan de reformas estructurales que sea lo suficientemente ambicioso como para redistribuir factores productivos (particularmente empleo) a las empresas y sectores más dinámicos, eliminando las barreras internas al crecimiento con un entorno regulatorio y administrativo más favorable. En este sentido, la reforma del mercado de trabajo recientemente aprobada ha supuesto un cambio sustantivo, bien orientado e integral de las relaciones laborales. Pero la verdadera reforma no acaba sino que comienza con su aprobación, puesto que ahora es necesario que se aplique de la manera más intensa y eficiente posible, permitiendo pasar del ajuste al crecimiento. A corto plazo, la reforma debe evitar la destrucción de empleo, minimizando los efectos de la contracción de la actividad en 2012, mediante el ajuste de la jornada de trabajo y una mayor flexibilidad salarial y organizativa. Durante los últimos años hemos oído hasta la saciedad que ninguna reforma laboral creará empleo si no hay crecimiento. Esta afirmación es poco afortunada porque ninguna reforma laboral persigue crear empleo sin crecimiento y mediante un empleo menos productivo. Al contrario, lo que pretende la reforma es precisamente estimular el crecimiento donde es escaso y aprovecharlo allí donde prospera.

Por un lado, tal y como se ha discutido en la sección anterior, el crecimiento mundial es elevado, principalmente en las economías emergentes. Aprovechar este crecimiento mundial es algo que ya han venido haciendo muchas empresas españolas (desde su mínimo cíclico, las exportaciones han crecido nada menos que un 30%) pero que se puede mejorar aún más.

Por otro, existen posibilidades de crecimiento también dentro de España, que debe ser estimuladas con reformas que incentiven a las empresas españolas y extranjeras a crecer, invertir y crear empleo, dando facilidades

## LAS PERSPECTIVAS DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

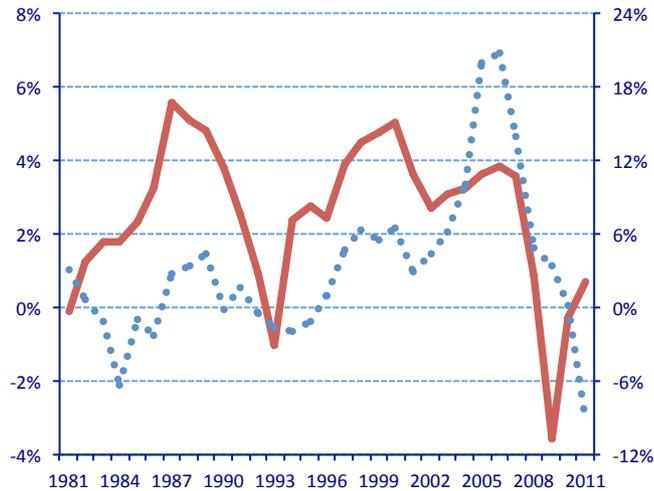
a través de un entorno regulatorio más favorable. Por ejemplo, bastaría con que las empresas españolas fueran capaces de arrebatar, con bienes y servicios más competitivos, un 10 por ciento de la cuota de la demanda nacional que ahora se satisface con importaciones, para que el déficit de la balanza por cuenta corriente desapareciera por completo y el PIB aumentara en algo más de un 3 por ciento.

La necesidad de abordar esas reformas estructurales no es nueva y ha sido puesta de manifiesto de forma recurrente en los últimos años (véase, por ejemplo, De la Fuente y Doménech, 2010, o Boscá et al. 2011). Esas reformas fueron necesarias en la época de expansión, y son incluso más importantes ahora. La razón es que el crecimiento en el periodo de expansión (sobre todo entre 2004 y 2007, tal y como muestra el Gráfico 6), estuvo basado en un aumento de la demanda agregada y el consiguiente deterioro de la balanza por cuenta corriente. Que la demanda agregada se convirtiera en el motor de crecimiento fue posible gracias a la expansión del crédito, muy por encima del PIB, lo que dio lugar a un aumento excepcional del apalancamiento de la economía española, como muestra el Gráfico 7. Como han puesto de manifiesto Gavilán et al. (2010), detrás de este crecimiento de la demanda agregada se encontraban unos tipos de interés reales negativos cuyos efectos sobre la inversión residencial se vieron retroalimentados por la inmigración, que contribuyó a hacer aún más intensa la burbuja inmobiliaria por el aumento de la demanda de vivienda de una población creciente.

A diferencia del periodo de expansión anterior a 2007, la economía española se enfrenta, a corto y medio plazo, al reto de crecer utilizando la oferta como motor de crecimiento, en lugar de la demanda, en un contexto de desapalancamiento (*creditless growth*). El problema es que los factores de oferta interactúan entre sí, de forma complementaria, lo que puede generar múltiples equilibrios en el crecimiento potencial de la economía española durante la próxima década.

En el Gráfico 8 se presenta una estimación del crecimiento potencial de la economía española, en un escenario en el que no se llevan a cabo reformas estructurales (*no policy change*) capaces de generar externalidades positivas en los factores de oferta que están detrás del crecimiento económico. Este ejercicio asume que estos factores se comportan de forma inercial, sobre la base de las tendencias observadas en el crecimiento de la pobla-

## LAS PERSPECTIVAS DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA



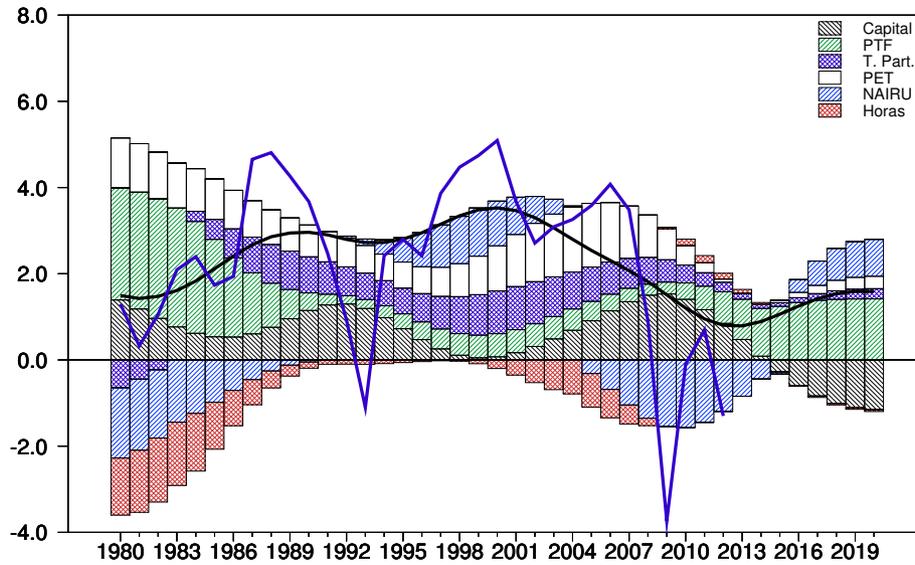
**Gráfico 7:** Crecimiento del PIB (línea roja y escala izquierda) y variación del Crédito/PIB (línea azul y escala derecha). Fuente: INE y Banco de España.

ción en edad de trabajar, la tasa de participación, la tasa de empleo, las horas trabajadas y el crecimiento de la productividad total de los factores, y del necesario proceso de desapalancamiento, que dará lugar a una menor relación capital/output.<sup>4</sup> Bajo estas hipótesis, el crecimiento potencial difícilmente superaría el 1,5% a finales de 2020, y el ajuste del mercado de trabajo sería particularmente lento (difícilmente más rápido que entre 1994 y 2007, cuando se tardó 14 años en disminuir la tasa de paro en 14 puntos), sin una mejora significativa de la tasa de desempleo estructural al final de la década respecto a la existente al inicio de la misma. En estas condiciones, la economía española experimentaría una década perdida o incluso más.

Sin embargo, este escenario no es inexorable. En última instancia el crecimiento es endógeno y con políticas económicas y reformas estructurales acertadas puede generarse un círculo virtuoso, en el que las expectativas de crecimiento de los distintos factores productivos interaccionen entre sí, dando lugar a un mayor crecimiento potencial. El reto consiste en

<sup>4</sup> El método de estimación del crecimiento potencial se basa en la especificación de una función de producción, que se descompone en los componentes estructurales que afectan a diferentes factores productivos, tal y como describen Doménech, Estrada y González-Calbet (2008).

## LAS PERSPECTIVAS DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA



**Gráfico 8:** Crecimiento potencial de la economía española en un escenario de no-policy-change.

adoptar las medidas apropiadas para pasar de un equilibrio de bajo a otro de elevado nivel de actividad, en el que se produzca una interacción positiva entre los determinantes del crecimiento económico. Por ejemplo, una implementación exitosa de la reforma del mercado de trabajo, que genere expectativas de una rápida disminución de la tasa de desempleo, puede crear incentivos a la inmigración y, por lo tanto, a un mayor crecimiento de la población activa. De la misma manera, los incentivos a la prolongación de la vida laboral pueden dar lugar a un aumento de la tasa de participación en el mercado de trabajo en las cohortes de individuos de mayor edad y de las tasas de empleo de la población más joven (a este respecto, véase por ejemplo la evidencia que presentan Doménech y García, 2012). Las reformas estructurales en los mercados de bienes y servicios, la reducción de los costes administrativos, las mejoras en el sistema impositivo (Boscá, Doménech y Ferri, 2009 y 2012) y las mejoras en el entorno regulatorio y en las facilidades para emprender actividades económicas facilitan la adopción de nuevas tecnologías e innovaciones que se reflejan en un aumento del crecimiento en la productividad total de los factores. A su vez, la rees-

tructuración y mejora de la eficiencia del sector financiero ha de permitir que el necesario proceso de desapalancamiento de la economía española sea compatible con la disponibilidad de crédito con el que financiar nuevas actividades productivas en empresas y sectores con niveles reducidos de endeudamiento y mayores perspectivas de crecimiento.

En definitiva, en un escenario de reformas estructurales profundas que se extiendan por el conjunto de la economía, los efectos externos positivos sobre los distintos determinantes del PIB pueden elevar sustancialmente el crecimiento potencial por encima del 1,5%, permitiendo que la tasa de desempleo vuelva a los niveles anteriores al inicio de la crisis más rápidamente que en un escenario en el que no se lleven a cabo esas reformas.<sup>5</sup>

#### **4. Conclusiones**

Tras el intento de recuperación económica de 2010 y principios de 2011, la economía española ha vuelto a la recesión. La crisis de deuda soberana en Europa, la pérdida de confianza y las elevadas tensiones financieras (que dan lugar a una prima de riesgo que cuestiona la sostenibilidad de las cuentas públicas y que impide que los ajustes fiscales y las reformas estructurales tengan éxito), amenazan con posponer el inicio de la recuperación económica en España durante bastantes trimestres, con la pérdida del grado de inversión de su deuda pública y con una significativa reducción de su crecimiento potencial en los próximos años. A corto plazo, la salida neta de capitales extranjeros y la reestructuración bancaria, que ha de realizarse de manera definitiva y cuanto antes para devolver la confianza en el sistema financiero español y eliminar las restricciones de oferta existentes en una parte importante del sistema, sitúan a la economía española al borde de una severa restricción crediticia. Una restricción que puede tener efectos negativos sobre la actividad económica de los próximos trimestres, tanto

<sup>5</sup> A este respecto, Andrés et al. (2011) simulan los efectos de reformas estructurales en el mercado de trabajo, comprobando que la disminución de la tasa de desempleo podría producirse en casi la mitad de tiempo y a un nivel estructural menor que en un escenario en el que no se realiza reforma alguna. BBVA Research (2012) ha estimado que la reforma recientemente aprobada podría dar lugar a un aumento del empleo del 10 por ciento y del PIB entre el 4 y 5% a largo plazo .

## LAS PERSPECTIVAS DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

en España como en el conjunto de la UEM, a través del contagio financiero con otras economías que se encuentran en una situación similar (como es el caso de Italia) y del comercio internacional con el resto de los países de la eurozona.

Para evitar ese escenario es necesario actuar simultáneamente en dos frentes con la máxima determinación, ambición y eficacia. Por un lado, en la UEM, diseñando una hoja de ruta hacia una genuina unión económica y monetaria. Esa hoja de ruta a largo plazo debe conducir a una mayor integración financiera, fiscal, económica y política. A corto plazo, debe asegurar que los mecanismos e instituciones existentes operan con la máxima efectividad y flexibilidad para reducir los niveles y la volatilidad de las primas de riesgo. Es necesario anclar cuanto antes las expectativas de los agentes económicos sobre el futuro del euro, para recuperar el atractivo de los mercados de deuda y la demanda de los inversores internacionales. Aunque en las últimas reuniones del Consejo Europeo y del Eurogrupo se ha puesto de manifiesto la voluntad política de sus líderes e instituciones de hacer lo necesario para asegurar la supervivencia del euro, los avances no han sido suficientes para restaurar rápidamente el funcionamiento de los mercados financieros y evitar una salida de la crisis excesivamente lenta y tortuosa. Sin una normalización de los mercados financieros en todos los países de la eurozona, difícilmente tendrán éxito los ajustes y reformas en marcha en muchos de ellos.

Por otro lado, España necesita llevar a cabo una estrategia integral, creíble, bien diseñada y coordinada con las instituciones europeas en todos sus frentes. Esta coordinación es tanto más necesaria en la medida que cada vez resulta más difícil que España pueda hacer frente a las tensiones financieras actuales y al cierre de los mercados financieros internacionales circunscribiendo la ayuda europea solo al proceso de recapitalización de su sistema bancario. Esa estrategia a corto, medio y largo plazo debe incluir una consolidación fiscal, que sea a la vez rigurosa y gradual de todas sus administraciones públicas, completar la reestructuración bancaria y efectuar un amplio conjunto de reformas estructurales, con las que facilitar la reasignación de los factores productivos a las empresas y sectores más dinámicos, incentivar la inversión y creación de empleo y generar expectativas de una mayor crecimiento potencial. El reto consiste en adoptar las medidas apropiadas para transitar cuanto antes a un equilibrio de elevado

## LAS PERSPECTIVAS DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

nivel de actividad, en el que se produzca una interacción positiva entre los determinantes del crecimiento económico. Solo así podrá evitarse una década perdida y se sentarán las bases para una reducción más rápida de la tasa de desempleo.

## Referencias

- Andrés, J., J. E. Boscá, R. Doménech y J. Ferri (2011): ““Job Creation in Spain: Productivity Growth, Labour Market Reforms or Both?” en J. E. Boscá, R. Doménech, J. Ferri y J. Varela (2011): *The Spanish Economy: A General Equilibrium Perspective*. Palgrave MacMillan, 2011. Capítulo 3.
- Andrés, J. y R. Doménech (2012a): “El Futuro del Euro”. *Libro Marrón*. Círculo de Empresarios.
- Andrés, J. y R. Doménech (2012b): “Back from the future: A solution to the Eurozone crisis”. Vox EU.
- Andrés, J. y R. Doménech (2012c): “The Arithmetic of (an Excessive?) Fiscal Consolidation in Spain.”. Vox EU.
- BBVA Research (2012): *Spain Economic Watch*. Mayo.
- Boscá, J. E., R. Doménech y J. Ferri (2009): “Tax Reforms and Labour-market Performance: An Evaluation for Spain using REMS”. *Moneda y Crédito*, 228, 145-196.
- Boscá, J. E., R. Doménech y J. Ferri (2012): “Fiscal Devaluations in EMU”. Working Paper 12/11. BBVA Research.
- Boscá, J. E., R. Doménech, J. Ferri y J. Varela (2011): *The Spanish Economy: A General Equilibrium Perspective*. Palgrave MacMillan, 2011.
- Camacho, M. y R. Doménech (2011): “MICA-BBVA: a Factor Model of Economic and Financial Indicators for Short-term GDP Forecasting.” *SERIEs: Journal of the Spanish Economic Association* (en prensa).
- de la Dehesa, G (2009): *La Primera Gran Crisis Financiera del Siglo XXI*. Alianza Editorial. Madrid.
- de la Fuente, A. y R. Doménech (2010): “Ageing and Real Convergence: Challenges and Proposals”, en J. F. Jimeno (ed.), *Spain and the Euro. The First Ten Years*, Madrid. Banco de España.
- Domenech, R. (2011): “The Eurozone debt crisis: Slipping into a double-dip recession?”. Vox EU.
- Doménech, R., A. Estrada y L. González-Calbet (2008): “El Potencial de Crecimiento de la Economía española”, en J. Velarde and J. M. Serrano (eds), *La España del Siglo, XXI*. Espasa Calpe.
- Doménech, R. y J. R. García (2012): “Prolongación de la vida laboral: Retos y Oportunidades”. Mimeo. BBVA Research.
- Estrada, A., J. F. Jimeno y J. L. Malo de Molina (2010): “The Performance of the Spanish Economy in EMU: The First Ten Years”, en J. F. Jimeno (ed.), *Spain and the Euro: The Ten First Years*, Banco de España.
- FMI (2012): “Spain: Financial Stability Assessment.” IMF Country Report No. 12/137.
- García-Herrero, A., D. Navia y M. Nigrinis (2011): “Las Economías Emergentes que Liderarán el Crecimiento: EAGLEs.” *Revista ICE*, no. 859, Marzo-Abril.
- Gavilán, A., J. F. Jimeno, P. Hernández de Cos y J. Rojas (2010): “Fiscal Policy and External Imbalances: A Quantitative Evaluation for Spain”, Mimeo, Banco de España.
- Reinhart, C. M. y K. Rogoff (2008): “Is the 2007 US Sub-Prime Financial Crisis So Different? An International Historical Comparison”. *American Economic Review*, 98(2), 339ñ344
- Reinhart, C. M. y K. Rogoff (2009): *This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly*.

## LAS PERSPECTIVAS DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

Princeton University Press.

Suárez, J. (2010): "The Spanish Crisis: Background and Policy Challenges". Discussion Paper  
No. 7909. CEPR.

## Working Papers

09/01 **K.C. Fung, Alicia García-Herrero and Alan Siu:** Production Sharing in Latin America and East Asia.

09/02 **Alicia García-Herrero, Jacob Gyntelberg and Andrea Tesei:** The Asian crisis: what did local stock markets expect?

09/03 **Alicia García-Herrero and Santiago Fernández de Lis:** The Spanish Approach: Dynamic Provisioning and other Tools.

09/04 **Tatiana Alonso:** Potencial futuro de la oferta mundial de petróleo: un análisis de las principales fuentes de incertidumbre.

09/05 **Tatiana Alonso:** Main sources of uncertainty in formulating potential growth scenarios for oil supply.

09/06 **Ángel de la Fuente y Rafael Doménech:** Convergencia real y envejecimiento: retos y propuestas.

09/07 **KC FUNG, Alicia García-Herrero and Alan Siu:** Developing Countries and the World Trade Organization: A Foreign Influence Approach.

09/08 **Alicia García-Herrero, Philip Woolbridge and Doo Yong Yang:** Why don't Asians invest in Asia? The determinants of cross-border portfolio holdings.

09/09 **Alicia García-Herrero, Sergio Gavilá and Daniel Santabárbara:** What explains the low profitability of Chinese Banks?

09/10 **J.E. Boscá, R. Doménech and J. Ferri:** Tax Reforms and Labour-market Performance: An Evaluation for Spain using REMS.

09/11 **R. Doménech and Angel Melguizo:** Projecting Pension Expenditures in Spain: On Uncertainty, Communication and Transparency.

09/12 **J.E. Boscá, R. Doménech and J. Ferri:** Search, Nash Bargaining and Rule of Thumb Consumers.

09/13 **Angel Melguizo, Angel Muñoz, David Tuesta y Joaquín Vial:** Reforma de las pensiones y política fiscal: algunas lecciones de Chile.

09/14 **Máximo Camacho: MICA-BBVA:** A factor model of economic and financial indicators for short-term GDP forecasting.

09/15 **Angel Melguizo, Angel Muñoz, David Tuesta and Joaquín Vial:** Pension reform and fiscal policy: some lessons from Chile.

09/16 **Alicia García-Herrero and Tuuli Koivu:** China's Exchange Rate Policy and Asian Trade.

09/17 **Alicia García-Herrero, K.C. Fung and Francis Ng:** Foreign Direct Investment in Cross-Border Infrastructure Projects.

09/18 **Alicia García Herrero y Daniel Santabárbara García:** Una valoración de la reforma del sistema bancario de China.

09/19 **C. Fung, Alicia García-Herrero and Alan Siu:** A Comparative Empirical Examination of Outward Direct Investment from Four Asian Economies: China, Japan, Republic of Korea and Taiwan.

09/20 **Javier Alonso, Jasmina Bjeletic, Carlos Herrera, Soledad Hormazábal, Ivonne Ordóñez, Carolina Romero y David Tuesta:** Un balance de la inversión de los fondos de pensiones en infraestructura: la experiencia en Latinoamérica.

09/21 **Javier Alonso, Jasmina Bjeletic, Carlos Herrera, Soledad Hormazábal, Ivonne Ordóñez, Carolina Romero y David Tuesta:** Proyecciones del impacto de los fondos de pensiones en la inversión en infraestructura y el crecimiento en Latinoamérica.

- 10/01 **Carlos Herrera:** Rentabilidad de largo plazo y tasas de reemplazo en el Sistema de Pensiones de México.
- 10/02 **Javier Alonso, Jasmina Bjeletic, Carlos Herrera, Soledad Hormazabal, Ivonne Ordóñez, Carolina Romero, David Tuesta and Alfonso Ugarte:** Projections of the Impact of Pension Funds on Investment in Infrastructure and Growth in Latin America.
- 10/03 **Javier Alonso, Jasmina Bjeletic, Carlos Herrera, Soledad Hormazabal, Ivonne Ordóñez, Carolina Romero, David Tuesta and Alfonso Ugarte:** A balance of Pension Fund Infrastructure Investments: The Experience in Latin America.
- 10/04 **Mónica Correa-López y Ana Cristina Mingorance-Arnáiz:** Demografía, Mercado de Trabajo y Tecnología: el Patrón de Crecimiento de Cataluña, 1978-2018.
- 10/05 **Soledad Hormazabal D.:** Gobierno Corporativo y Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP). El caso chileno.
- 10/06 **Soledad Hormazabal D.:** Corporate Governance and Pension Fund Administrators: The Chilean Case.
- 10/07 **Rafael Doménech y Juan Ramón García:** ¿Cómo Conseguir que Crezcan la Productividad y el Empleo, y Disminuya el Desequilibrio Exterior?
- 10/08 **Markus Brückner and Antonio Ciccone:** International Commodity Prices, Growth, and the Outbreak of Civil War in Sub-Saharan Africa.
- 10/09 **Antonio Ciccone and Marek Jarocinski:** Determinants of Economic Growth: Will Data Tell?
- 10/10 **Antonio Ciccone and Markus Brückner:** Rain and the Democratic Window of Opportunity.
- 10/11 **Eduardo Fuentes:** Incentivando la cotización voluntaria de los trabajadores independientes a los fondos de pensiones: una aproximación a partir del caso de Chile.
- 10/12 **Eduardo Fuentes:** Creating incentives for voluntary contributions to pension funds by independent workers: A primer based on the case of Chile.
- 10/13 **J. Andrés, J.E. Boscá, R. Doménech and J. Ferri:** Job Creation in Spain: Productivity Growth, Labour Market Reforms or both.
- 10/14 **Alicia García-Herrero:** Dynamic Provisioning: Some lessons from existing experiences.
- 10/15 **Arnoldo López Marmolejo and Fabrizio López-Gallo Dey:** Public and Private Liquidity Providers.
- 10/16 **Soledad Zignago:** Determinantes del comercio internacional en tiempos de crisis.
- 10/17 **Angel de la Fuente and José Emilio Boscá:** EU cohesion aid to Spain: a data set Part I: 2000-06 planning period.
- 10/18 **Angel de la Fuente:** Infrastructures and productivity: an updated survey.
- 10/19 **Jasmina Bjeletic, Carlos Herrera, David Tuesta y Javier Alonso:** Simulaciones de rentabilidades en la industria de pensiones privadas en el Perú.
- 10/20 **Jasmina Bjeletic, Carlos Herrera, David Tuesta and Javier Alonso:** Return Simulations in the Private Pensions Industry in Peru.
- 10/21 **Máximo Camacho and Rafael Doménech:** MICA-BBVA: A Factor Model of Economic and Financial Indicators for Short-term GDP Forecasting.
- 10/22 **Enestor Dos Santos and Soledad Zignago:** The impact of the emergence of China on Brazilian international trade.
- 10/23 **Javier Alonso, Jasmina Bjeletic y David Tuesta:** Elementos que justifican una comisión por saldo administrado en la industria de pensiones privadas en el Perú.

- 10/24 **Javier Alonso, Jasmina Bjeletic y David Tuesta:** Reasons to justify fees on assets in the Peruvian private pension sector.
- 10/25 **Mónica Correa-López, Agustín García Serrador and Cristina Mingorance-Arnáiz:** Product Market Competition and Inflation Dynamics: Evidence from a Panel of OECD Countries.
- 10/26 **Carlos A. Herrera:** Long-term returns and replacement rates in Mexico's pension system.
- 10/27 **Soledad Hormazábal:** Multifondos en el Sistema de Pensiones en Chile.
- 10/28 **Soledad Hormazábal:** Multi-funds in the Chilean Pension System.
- 10/29 **Javier Alonso, Carlos Herrera, María Claudia Llanes y David Tuesta:** Simulations of long-term returns and replacement rates in the Colombian pension system.
- 10/30 **Javier Alonso, Carlos Herrera, María Claudia Llanes y David Tuesta:** Simulaciones de rentabilidades de largo plazo y tasas de reemplazo en el sistema de pensiones de Colombia.
- 11/01 **Alicia García Herrero:** Hong Kong as international banking center: present and future.
- 11/02 **Arnoldo López-Marmolejo:** Effects of a Free Trade Agreement on the Exchange Rate Pass-Through to Import Prices.
- 11/03 **Angel de la Fuente:** Human capital and productivity
- 11/04 **Adolfo Albo y Juan Luis Ordaz Díaz:** Los determinantes de la migración y factores de la expulsión de la migración mexicana hacia el exterior, evidencia municipal.
- 11/05 **Adolfo Albo y Juan Luis Ordaz Díaz:** La Migración Mexicana hacia los Estados Unidos: Una breve radiografía.
- 11/06 **Adolfo Albo y Juan Luis Ordaz Díaz:** El Impacto de las Redes Sociales en los Ingresos de los Mexicanos en EEUU.
- 11/07 **María Abascal, Luis Carranza, Mayte Ledo y Arnoldo López Marmolejo:** Impacto de la Regulación Financiera sobre Países Emergentes.
- 11/08 **María Abascal, Luis Carranza, Mayte Ledo and Arnoldo López Marmolejo:** Impact of Financial Regulation on Emerging Countries.
- 11/09 **Angel de la Fuente y Rafael Doménech:** El impacto sobre el gasto de la reforma de las pensiones: una primera estimación.
- 11/10 **Juan Yermo:** El papel ineludible de las pensiones privadas en los sistemas de ingresos de jubilación.
- 11/11 **Juan Yermo:** The unavoidable role of private pensions in retirement income systems.
- 11/12 **Angel de la Fuente and Rafael Doménech:** The impact of Spanish pension reform on expenditure: A quick estimate.
- 11/13 **Jaime Martínez-Martín:** General Equilibrium Long-Run Determinants for Spanish FDI: A Spatial Panel Data Approach.
- 11/14 **David Tuesta:** Una revisión de los sistemas de pensiones en Latinoamérica.
- 11/15 **David Tuesta:** A review of the pension systems in Latin America.
- 11/16 **Adolfo Albo y Juan Luis Ordaz Díaz:** La Migración en Arizona y los efectos de la Nueva Ley "SB-1070".
- 11/17 **Adolfo Albo y Juan Luis Ordaz Díaz:** Los efectos económicos de la Migración en el país de destino. Los beneficios de la migración mexicana para Estados Unidos.
- 11/18 **Angel de la Fuente:** A simple model of aggregate pension expenditure.
- 11/19 **Angel de la Fuente y José E. Boscá:** Gasto educativo por regiones y niveles en 2005.

- 11/20 **Máximo Camacho and Agustín García Serrador:** The Euro-Sting revisited: PMI versus ESI to obtain euro area GDP forecasts.
- 11/21 **Eduardo Fuentes Corripio:** Longevity Risk in Latin America.
- 11/22 **Eduardo Fuentes Corripio:** El riesgo de longevidad en Latinoamérica.
- 11/23 **Javier Alonso, Rafael Doménech y David Tuesta:** Sistemas Públicos de Pensiones y la Crisis Fiscal en la Zona Euro. Enseñanzas para América Latina.
- 11/24 **Javier Alonso, Rafael Doménech y David Tuesta:** Public Pension Systems and the Fiscal Crisis in the Euro Zone. Lessons for Latin America.
- 11/25 **Adolfo Albo y Juan Luis Ordaz Díaz:** Migración mexicana altamente calificada en EEUU y Transferencia de México a Estados Unidos a través del gasto en la educación de los migrantes.
- 11/26 **Adolfo Albo y Juan Luis Ordaz Díaz:** Highly qualified Mexican immigrants in the U.S. and transfer of resources to the U.S. through the education costs of Mexican migrants.
- 11/27 **Adolfo Albo y Juan Luis Ordaz Díaz:** Migración y Cambio Climático. El caso mexicano.
- 11/28 **Adolfo Albo y Juan Luis Ordaz Díaz:** Migration and Climate Change: The Mexican Case.
- 11/29 **Ángel de la Fuente y María Gundín:** Indicadores de desempeño educativo regional: metodología y resultados para los cursos 2005-06 a 2007-08.
- 11/30 **Juan Ramón García:** Desempleo juvenil en España: causas y soluciones.
- 11/31 **Juan Ramón García:** Youth unemployment in Spain: causes and solutions.
- 11/32 **Mónica Correa-López and Beatriz de Blas:** International transmission of medium-term technology cycles: Evidence from Spain as a recipient country.
- 11/33 **Javier Alonso, Miguel Angel Caballero, Li Hui, María Claudia Llanes, David Tuesta, Yuwei Hu and Yun Cao:** Potential outcomes of private pension developments in China.
- 11/34 **Javier Alonso, Miguel Angel Caballero, Li Hui, María Claudia Llanes, David Tuesta, Yuwei Hu and Yun Cao:** Posibles consecuencias de la evolución de las pensiones privadas en China.
- 11/35 **Enestor Dos Santos:** Brazil on the global finance map: an analysis of the development of the Brazilian capital market
- 11/36 **Enestor Dos Santos, Diego Torres y David Tuesta:** Una revisión de los avances en la inversión en infraestructura en Latinoamérica y el papel de los fondos de pensiones privados.
- 11/37 **Enestor Dos Santos, Diego Torres and David Tuesta:** A review of recent infrastructure investment in Latin America and the role of private pension funds.
- 11/38 **Zhigang Li and Minqin Wu:** Estimating the Incidences of the Recent Pension Reform in China: Evidence from 100,000 Manufacturers.
- 12/01 **Marcos Dal Bianco, Máximo Camacho and Gabriel Pérez-Quiros:** Short-run forecasting of the euro-dollar exchange rate with economic fundamentals.
- 12/02 **Guoying Deng, Zhigang Li and Guangliang Ye:** Mortgage Rate and the Choice of Mortgage Length: Quasi-experimental Evidence from Chinese Transaction-level Data.
- 12/03 **George Chouliarakis and Mónica Correa-López:** A Fair Wage Model of Unemployment with Inertia in Fairness Perceptions.
- 12/04 **Nathalie Aminian, K.C. Fung, Alicia García-Herrero, Francis NG:** Trade in services: East Asian and Latin American Experiences.
- 12/05 **Javier Alonso, Miguel Angel Caballero, Li Hui, María Claudia Llanes, David Tuesta, Yuwei Hu and Yun Cao:** Potential outcomes of private pension developments in China (Chinese Version).
- 12/06 **Alicia Garcia-Herrero, Yingyi Tsai and Xia Le:** RMB Internationalization: What is in for Taiwan?
- 12/07 **K.C. Fung, Alicia Garcia-Herrero, Mario Nigrinis Ospina:** Latin American Commodity Export Concentration: Is There a China Effect?

- 12/08 **Matt Ferchen, Alicia Garcia-Herrero and Mario Nigrinis:** Evaluating Latin America's Commodity Dependence on China.
- 12/09 **Zhigang Li, Xiaohua Yu, Yinchu Zeng and Rainer Holst:** Estimating transport costs and trade barriers in China: Direct evidence from Chinese agricultural traders.
- 12/10 **Maximo Camacho and Jaime Martinez-Martin:** Forecasting US GDP from small-scale factor models in real time.
- 12/11 **J.E. Boscá, R. Doménech and J. Ferria:** Fiscal Devaluations in EMU.
- 12/12 **Ángel de la Fuente and Rafael Doménech:** The financial impact of Spanish pension reform: A quick estimate.
- 12/13 **Biliana Alexandrova-Kabadjova, Sara G. Castellanos Pascacio, Alma L. García-Almanza:** The Adoption Process of Payment Cards -An Agent- Based Approach .
- 12/14 **Biliana Alexandrova-Kabadjova, Sara G. Castellanos Pascacio, Alma L. García-Almanza:** El proceso de adopción de tarjetas de pago: un enfoque basado en agentes.
- 12/15 **Análisis del Uso de Servicios Financieros por Parte de las Empresas en México: ¿Qué nos dice el Censo Económico 2009?:** Sara G. Castellanos, F. Javier Morales y Mariana A. Torán
- 12/16 **Analysis of the Use of Financial Services by Companies in Mexico: What does the 2009 Economic Census tell us?:** Author(s): Sara G. Castellanos, F. Javier Morales y Mariana A. Torán.
- 12/17 **Las Perspectivas de la Economía Española en 2012:** R. Doménech

Los análisis, las opiniones y las conclusiones contenidas en este informe corresponden a los autores del mismo y no necesariamente al Grupo BBVA.

Podrá acceder a las publicaciones de BBVA Research a través de la siguiente web: <http://www.bbvaresearch.com>

#### Interesados dirigirse a:

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