

WORKING Papers

L'Espagne,
ni miracle ni mirage



L'ESPAGNE, NI MIRACLE NI MIRAGE

MANUEL BALMASEDA

Introduction

Près de 20 ans se sont écoulés depuis l'entrée de l'Espagne dans la Communauté Economique Européenne (CEE). L'économie espagnole a enregistré un dynamisme supérieur à l'ensemble de la zone euro qui lui a permis de faire progresser son niveau relatif de revenu. La croissance de l'activité, de 2,8% par an entre 1986 et 2003, s'est traduite par un progrès notoire dans le processus de convergence réelle de l'Espagne avec l'Europe. En effet, le pays est passé d'un revenu par habitant qui représentait 73% de la moyenne de la CEE à 84% de la moyenne de l'Union Européenne (UE). Pendant cette même période, le taux de chômage a reculé presque de moitié, passant de 21% à 11,3%, mais il reste malgré tout le chiffre le plus élevé des pays de l'Union Européenne. Ce comportement particulièrement positif de l'économie espagnole s'est maintenu et s'est même accentué récemment. Entre 2001 et 2003, l'Espagne a esquivé la phase récessive globale en enregistrant une croissance différentielle positive de 1 à 1,5 points par rapport à l'ensemble de l'UE, puisqu'elle a créé 80% des emplois de la zone euro.

Ce bilan exceptionnel en termes de convergence réelle de l'économie espagnole avec les pays les plus riches de l'UE a conduit à qualifier l'expérience récente de « miracle » économique. Un miracle et un phénomène qui ne trouve aucune explication logique connue, « terrestre ». En ce sens, le comportement de l'économie espagnole n'est guère miraculeux, il est le simple fruit de la combinaison favorable d'un ensemble de facteurs, du côté de l'offre comme de la demande. Du point de vue de l'offre, à noter la modération salariale, caractérisée par une évolution du salaire réel qui a contribué à une croissance de l'emploi et de l'offre des biens et des services capable d'absorber, au moins en partie, l'impulsion extraordinaire de la demande ajoutée. D'autre part, le flux migratoire croissant a entraîné une amélioration implicite du marché du travail qui a contribué à son tour au déplacement de l'offre. La demande, elle, a été encouragée par une succession de chocs positifs, dont certains ne se reproduiront plus.

Soulignons notamment la baisse des taux d'intérêt réels, l'amélioration des perspectives des chefs d'entreprise et des consommateurs suite à l'entrée de l'Espagne dans l'Union Economique et Monétaire (UEM), et enfin l'impulsion fiscale liée aux réformes de l' »IRPF « (Impôt sur le Revenu des Personnes Physiques) en 1999 et en 2003. Pour toutes ces raisons, nous ne pouvons pas considérer l'essor économique espagnol comme un « miracle », mais plutôt comme le résultat d'une série de chocs aussi bien transitoires que permanents. Pourtant, le progrès de l'économie espagnole ne peut pas non plus s'avérer un mirage, une apparence sans fondement réel. L'Espagne, à la différence d'autres pays de l'UE, a su tirer parti de l'intégration européenne pour réaliser des progrès significatifs au niveau de la consolidation fiscale et des réformes des marchés. Tout cela a permis à l'économie espagnole de se soustraire à la modération globale récente de l'activité et de bien se placer pour profiter du marché unique et de l'intégration économique croissante.

A titre de comparaison avec le surf (où les pays sont les surfeurs), les impulsions connues par les économies européennes –fruit essentiellement du processus d'intégration– ont été conjuguées pour former une grande vague. Cette grande vague constitue un miracle seulement là où les différentes impulsions ont coïncidé dans le temps, et non dans leur existence. L'Espagne a su chevaucher cette grande vague tandis que d'autres surfeurs ont échoué dans leur tentative. Mais nous n'avons pas encore gagné le rivage. Si l'Espagne s'en est bien sortie c'est parce qu'elle a pris la vague comme il fallait, sa planche était prête et elle a su s'adapter à cette vague après l'impulsion initiale. Sa réussite n'est donc pas un mirage, le pays a tout simplement su saisir l'occasion au vol.

De l'autarcie à l'intégration en Europe

Nous ne pouvons évaluer l'expérience positive récente de l'économie espagnole sans étudier les traits les plus révélateurs des périodes précédentes qui ont jeté les bases pour la croissance ultérieure.

Même si l'économie du franquisme a évolué au cours des 36 années de régime, elle se caractérisait par de faibles dépenses publiques (20% environ du PIB), mais une forte influence de l'Etat. Cette influence se manifestait tant par la prédominance des grandes entreprises publiques (téléphonie, énergie, mines, sidérurgie, transport, chantiers navals, moyens de communication, secteur automobile, système financier) que par la réglementation intense de l'activité économique et, en définitive, par l'absence de liberté d'entreprise. Le marché du travail était un marché paternaliste, sans liberté syndicale et aux salaires bas, mais avec un travail garanti « à vie ». C'est dans ses relations avec le reste du monde que l'économie espagnole a changé le plus au cours du régime franquiste, le Plan de Stabilisation de 1959 marquant notamment le point d'inflexion vers l'ouverture. Jusqu'alors, l'économie espagnole était autarcique: fermeture, protectionnisme, contrôles du capital et des taux de change, de sorte que tout cela freinait l'investissement étranger.

La transition démocratique a entraîné des changements structurels non seulement sur le plan politique, mais aussi sur le plan économique. L'évolution de l'économie espagnole durant le dernier quart de siècle a été influencée tout d'abord par le processus d'intégration en Europe. Cette période comporte deux étapes très distinctes: l'une, de transformation des structures économiques (entre 1975 et 1986), et l'autre, de convergence avec l'Europe (depuis 1986). Dans la première étape, un programme important de réformes a transformé la structure économique et la structure sociale. L'Espagne, jadis caractérisée par un degré élevé de centralisation, d'interventionnisme économique et par un régime politique autoritaire, est devenue un pays jouissant d'un système de marché et d'une véritable économie de marché. Elle a développé la reconversion industrielle, elle a diminué les subventions et elle a amorcé la réforme du marché du travail en légalisant les syndicats et les organisations patronales ainsi que la négociation collective. Cette période est marquée par la décentralisation du pouvoir politique de l'Etat aux Communautés Autonomes et aux Mairies, mais aussi par l'impulsion donnée à l'Etat de Bienêtre (hausse des dépenses sanitaires, de prévoyance sociale et éducatives). Cette période voit aussi l'instauration d'un système d'impôt moderne avec le nouvel Impôt sur le Revenu et la mise en place d'un processus de déréglementation exhaustif. La construction de l'Etat Social de Droit et le processus de décentralisation ont forcé le déficit public à passer du quasi-équilibre budgétaire en 1975 à près de 5% du PIB en 1986. Le marché du travail a, quant à lui, connu un « boom » salarial suite à la combinaison de la libéralisation de la négociation collective et du maintien des restrictions au licenciement (de par son coût économique et les obstacles légaux). Dans ce climat, les chocs pétroliers de la fin des années 70 et du début des années 80 ont entraîné la faillite de maintes entreprises et la hausse du taux de chômage de 4,6% en 1975 à 21% en 1986. Cette transformation profonde du tissu économique, quoique nécessaire pour le développement ultérieur, a coûté cher en termes de croissance et de convergence. Durant ces douze années, l'économie espagnole s'est appauvrie par rapport à l'Europe car son revenu relatif par habitant a diminué de huit points, passant de 81% de la moyenne de l'UE en 1975 à 73% en 1986.

Les chocs du miracle, transitoires et permanents ...

Les tensions qui se sont manifestées sur le marché du travail suite à la hausse constante des salaires et à l'impossibilité matérielle de réduire les effectifs se sont soldées, comme nous l'avons déjà expliqué plus haut, par une augmentation du taux de chômage jusqu'à 24% en 1994, c'est-à-

dire à l'issue de la récession de 1993, la crise la plus dure traversée par l'économie espagnole au cours de ces dernières années. Le coût élevé de cette récession et les réformes partielles des mécanismes d'entrée et de sortie du marché du travail, réalisées pendant la première moitié des années 90, ont entraîné un changement d'attitude dans le comportement négociateur des chefs d'entreprise et des syndicats qui optent désormais pour la modération salariale et la création d'emploi comme alternative au modèle précédent. On note cette évolution dans le comportement de l'« agressivité salariale », c'est-à-dire le différentiel entre la croissance salariale négociée et l'inflation prévue, durant les deux dernières phases expansives. Alors que dans la première phase, de 1987 à 1991, la hausse du salaire réel s'explique exclusivement par l'« agressivité salariale », au milieu de la période 1995-2003 ce sont les surprises positives de l'inflation (l'inflation observée n'a pas atteint celle prévue) qui ont permis à la rémunération réelle de ne pas baisser davantage. Ainsi, la modération salariale a constitué un *choc* d'offre transitoire, donc elle n'affecte pas la croissance potentielle de l'économie et elle se révèle comme un des facteurs déterminants du « miracle » économique espagnol. Les réformes successives partielles du marché du travail (1994, 1997, 2000 et 2001) l'ont rendu plus dynamique, faisant reculer le taux de chômage qui s'élève finalement à 11,3% en 2003.

Dans le même temps, le processus de modernisation des structures économiques a continué de progresser, guidé par l'objectif de convergence avec l'Europe à l'intérieur du Marché Unique. L'objectif de faire partie de l'UE justifiait le processus de privatisations, de déréglementation, d'ouverture commerciale et d'impulsion à la concurrence. Il a encouragé l'efficacité, la compétitivité et la hausse de la croissance potentielle de l'économie espagnole. Par la suite, l'objectif de convergence nominale dans l'UEM a motivé la consolidation fiscale et l'indépendance de la banque centrale pour modérer l'inflation. La crédibilité de l'engagement des politiques monétaire et fiscale pour la convergence nominale avec la future UEM a conduit à une chute libre de la prime de risque de l'économie espagnole jusqu'à sa quasi-élimination. La conjugaison de tous ces facteurs a produit un « cercle vertueux » qui s'est manifesté par le succès immédiat du processus d'intégration dans l'UEM et par la convergence nominale et réelle de l'économie espagnole, particulièrement intense dans la deuxième moitié des années quatre-vingt-dix.

Suite à l'approbation du Traité de Maastricht, le respect des critères de convergence nominale requis pour faire partie de la future UEM est devenu l'objectif prioritaire de la politique économique espagnole. Appartenir à l'UEM dès son lancement constituait non seulement un défi important, mais aussi une occasion à ne pas manquer. L'indépendance de la Banque Centrale d'Espagne et la correction du déficit public ont contribué à cet objectif.

En 1994, la crédibilité qu'a fait gagner l'indépendance de la Banque Centrale d'Espagne dans la quête de la stabilité des prix, outre la modération salariale, ont permis d'affaiblir les perspectives d'inflation des agents. Ainsi, l'inflation espagnole a diminué de 4,6% en 1993 à 2,0% en 1997, année de référence pour l'évaluation du critère de stabilité des prix du Traité de Maastricht. Le différentiel d'inflation avec l'UEM ayant reculé jusqu'à 0,4 points de pourcentage (contre 2,2 points de pourcentage en 1993), l'Espagne a respecté le Traité. Malgré cela, les rigidités encore existantes dans l'économie espagnole ont empêché la convergence d'inflation de continuer à progresser dans les années suivantes. Le différentiel entre l'Espagne et l'UEM a même gagné plus de 1 point depuis, dans un climat de *policy-mix* relativement expansif¹ pour la situation cyclique de l'économie espagnole. Cette augmentation du différentiel n'est pas le résultat naturel du processus

¹ Le taux d'intérêt officiel de la BCE s'est élevé à 4,0% en moyenne en 2000, alors qu'une règle monétaire « à la Taylor » recommandait des taux supérieurs à 6% pour l'Espagne.

de convergence d'une économie à revenu par habitant inférieur (hypothèse Balassa-Samuelson), mais la conséquence du fonctionnement inefficace des marchés. Autrement dit, malgré les progrès réalisés en matière de libéralisation et de restructuration des marchés, il reste encore beaucoup de chemin à parcourir en matière de réformes structurelles.

Quant aux finances des Administrations Publiques, la configuration de l'Etat-Providence, le processus de décentralisation administrative et la crise économique du début des années 90 ont accru le déficit public qui enregistre 6,7% du PIB en 1995 contre 3% en 1988². Suite à cette étape de désajustement dans les comptes du secteur public, un changement s'est produit sur le plan de la politique fiscale, l'Etat devant ramener le déficit à la limite de 3% du PIB en 1997, comme l'exigeait le Traité de Maastricht. En deux ans, le déficit public a fléchi de 3,5 points de pourcentage grâce au gel du paiement des intérêts qui a réduit son poids de 0,5 points de pourcentage dans le PIB, mais également aux baisses de l'investissement public qui recule son poids de 1,2 points de pourcentage dans le PIB. Quant à l'évolution de la dette publique, bien qu'en 1997 elle dépassait encore la barre des 60% du PIB établie dans le Traité de Maastricht, sa tendance était à la baisse. Et en 2003, le poids de la dette publique dans le PIB était de 51%, soit 16 points de pourcentage de moins qu'en 1997.

... avec des appuis externes

Les progrès dans la diminution de l'inflation et du déficit public se sont traduits par la probabilité accrue que les marchés financiers concédaient à l'Espagne de respecter les Critères de Maastricht. Si en août 1996, les marchés enregistraient une probabilité proche de zéro comme quoi l'Espagne accèderait à l'UEM dans la première phase, un an plus tard cette probabilité s'élevait à plus de 80%. Cette situation a déclenché la baisse progressive des taux d'intérêt qui, en 10 ans, sont passés de 12,3% en mars 1995 à 5,8% en décembre 1997. Cette chute de niveau et la volatilité des taux ont réduit le différentiel des taux d'intérêt à long terme entre l'Espagne et l'Allemagne de 390 points de base en décembre 1995 à 100 points en janvier 1997 et à 30 points en janvier 1998, atteignant presque 0 à l'heure actuelle. Le fléchissement des taux d'intérêt réels (de 2,5% en moyenne en 1999 dans le cas des taux d'intérêt réels sur 10 ans, contre 6,6% en moyenne en 1995) a reculé le coût d'utilisation du capital. Par conséquent, il a encouragé l'investissement et la hausse du stock de capital, soutenant ainsi le processus de convergence réelle avec l'UE. Actuellement, les taux d'intérêt réels *ex-post* à court terme s'élèvent à des taux négatifs, alors qu'ils se maintiennent respectivement à des niveaux de 0,1% et de 1,3% en France et en Allemagne. Par ailleurs, la baisse des taux d'intérêt en Espagne implique un changement de niveau structurel. Ces taux ne reviendront probablement pas à des niveaux « traditionnels », au-dessus de ceux des pays centraux de la zone euro. Ainsi, la baisse des taux d'intérêt réels, due à la convergence des taux des pays membres de l'UEM, les dévaluations de la peseta dans le Système Monétaire Européenne (SME) et la faiblesse de l'euro face au dollar ont entraîné un véritable *choc* monétaire positif pour l'économie espagnole.

A ces chocs monétaires, il faut ajouter l'impulsion fiscale donnée grâce aux réformes successives de l'IRPF (1999 et 2003), voire grâce au moindre effort de consolidation fiscale une fois la stabilité budgétaire atteinte. Nous pouvons qualifier de souple le *policy-mix* de l'économie espagnole, vu la tendance expansive qui caractérise la situation cyclique de l'économie espagnole dans la politique monétaire mise en place par la Banque Centrale Européenne (BCE) pour l'ensemble de l'UEM. Le tarissement de l'impulsion du processus de baisse des taux d'intérêt

² L'élément structurel du déficit (ajusté lors des oscillations cycliques) a atteint 5,3% du PIB en 1993 et 3,7% en 1988, traduisant le caractère très expansif de la politique fiscale.

freinera l'accélération de l'activité en Espagne. Néanmoins, leur niveau structurellement plus bas et la santé relativement bonne des comptes publics placent notre pays dans une situation favorable pour faire face aux défis à venir.

Le financement du capital public grâce à des fonds de l'UE a été un appui externe supplémentaire à la croissance économique. Avant même la création de l'UEM, les Fonds Structurels (réformés en 1988) et les Fonds de Cohésion (1992)³ se sont révélés être les instruments conçus par la Commission Européenne pour développer la politique sociale et de cohésion au sein de l'UE. Ces fonds, qui représentent un peu plus du tiers du budget communautaire, ont également permis de stabiliser dès le milieu des années 80 les taux d'investissement public même si une partie du processus de consolidation fiscale a été réalisée au détriment du financement des infrastructures. Durant la période 1994-1999, l'aide communautaire versée à l'Espagne représentait 1,5% du PIB, reculant à légèrement plus de 1% dans la période 2000-2006⁴. L'impact négatif sur l'investissement public, et donc sur le *stock* de capital, de l'effort fiscal réalisé par l'Espagne pour situer le déficit à moins de 3% du PIB s'est avéré plus faible grâce aux fonds de l'UE⁵.

Récemment, un débat a été soulevé concernant l'incidence de ces fonds européens sur la croissance de l'économie espagnole. Sans préjudice du rôle décisif que ces fonds ont joué par le passé, la situation financière actuelle de l'économie espagnole, qui présente un équilibre budgétaire et une dette décroissante, permettrait de financer le montant de ces fonds sur les marchés de capitaux en assumant un déficit public de l'ordre de 1%, largement inférieur au déficit de pays comme la France et l'Allemagne.

En outre, nous avons assisté ces dernières années à une augmentation forte et soudaine des flux d'immigration vers l'Espagne. L'immigration constitue l'un des phénomènes à très fort impact social, politique et économique sur l'économie espagnole à moyen et à long terme. Elle a entraîné une réforme implicite du marché du travail en apportant de la main-d'oeuvre dans les secteurs où, d'une part, le facteur travail s'emploie de façon intensive et où, d'autre part, il existe des difficultés pour couvrir les postes vacants par des travailleurs nationaux en raison des salaires relativement bas.

Le résultat: la convergence réelle

La croissance de l'économie espagnole de 2,8% en moyenne par an, de 1986 à 2003, a permis à son niveau de PIB par habitant relatif à la croissance de l'ensemble de l'UE de passer de 73% à 84% pendant cette période. Cette croissance différentielle de l'Espagne s'explique surtout par la croissance considérable de la productivité (respectivement de 3,3% et de 2,4% en moyenne) jusqu'à la première moitié des années 90. Depuis, la productivité de l'Espagne s'est accrue à des taux très modérés, ouvrant et creusant la brèche avec l'UE, mais surtout avec les Etats-Unis. Si ce comportement persiste, il mettra en danger le processus de convergence réelle de l'économie

3 Au Sommet de Maastricht, la création des Fonds de Cohésion a été approuvée pour compenser les efforts que les pays qui enregistraient un revenu inférieur par habitant auraient à faire à court terme par rapport à l'UE (l'Irlande, la Grèce, le Portugal et l'Espagne) pour respecter les critères de convergence nominale.

4 Cette diminution reflète, d'une part, la diminution des Fonds Structurels dans le nouvel horizon (les fonds structurels représenteront environ 0,3% du PIB de l'UE en 2006, contre 0,45% en 1999) et, d'autre part, l'effet de l'élargissement vers l'Est (aide pré-adhésion).

5 Malgré tout, le pourcentage de l'investissement public financé à l'aide de fonds communautaires à partir de 1993, année où les Fonds de Cohésion ont été approuvés, a été moins important en Espagne que dans d'autres pays : 42% en Grèce et au Portugal, 40% en Irlande et 15% en Espagne. Ainsi, les fonds communautaires expliquaient l'accumulation des 6% du *stock* de capital public espagnol en 1997.

espagnole avec les économies les plus avancées. Il convient donc peut-être d'étudier quelles variables ont provoqué ce changement relatif dans l'évolution positive de la productivité. Une analyse détaillée des facteurs qui sous-tendent la croissance de la productivité (dotation de facteurs productifs et progrès technique) souligne que le progrès technique et le *stock* de capital physique ont contribué au progrès de la productivité en Espagne plus modérément que dans l'UEM. Mieux encore, en Espagne, à la différence de l'UEM et des Etats-Unis, le capital humain explique la légère croissance de la productivité apparente du travail. Nonobstant, le capital humain accumulé en Espagne reste loin derrière celui des pays voisins (75% du capital humain de l'UEM). Par conséquent, le défi à relever consiste à poursuivre le processus de convergence en capital humain alors que le taux d'activité augmente dans le même temps, à donner une impulsion au capital physique public et privé⁶, et à pallier le retard technologique que l'Espagne enregistre par rapport à l'UE et aux Etats-Unis (les dépenses en R&D se maintiennent à 1% environ du PIB en Espagne contre 2,6% aux Etats-Unis et 2,2% en Allemagne).

Doménech et Taguas (1999)⁷ évaluent l'impact de l'intégration économique et monétaire dans l'UEM sur la croissance du PIB espagnol. Ils en concluent que l'impact accumulé à long terme de l'UEM peut se chiffrer à une hausse du taux d'investissement privé de 3,3 points de pourcentage et à une hausse du revenu par habitant de 10,4 points. Plusieurs facteurs expliquent cette augmentation : la baisse de l'inflation, la correction du déficit public, les fonds communautaires et, finalement, le degré d'ouverture. Les estimations précédentes ne tiennent pas compte du coût à court terme des politiques appliquées pour garantir le respect des critères de convergence nominale imposés par Maastricht. Certaines études réalisées pour l'Espagne estiment ce coût à environ un tiers des bénéfices à long terme⁸. Si l'on applique ce résultat aux estimations obtenues par Doménech et Taguas (1999), on en conclut que l'effet net de l'intégration économique et monétaire peut correspondre à une hausse du revenu par habitant de 5,1 points de pourcentage environ. D'après cette analyse, l'intégration expliquerait la moitié de la convergence enregistrée par l'économie espagnole depuis 1986.

Le dynamisme espagnol n'est pas non plus un mirage

Le revers du « miracle » espagnol est le « mirage ». Si l'on s'en tient à cette hypothèse, le dynamisme manifesté par l'économie espagnole ces dernières années serait le résultat des chocs exogènes mentionnés précédemment, de la position de départ favorable et de la situation conjoncturelle à l'échelle globale. Certes, le processus de constitution de l'UEM a été un choc commun à un large groupe de pays européens, mais tous n'ont pas su tirer parti de l'impulsion. Ainsi, la baisse des taux d'intérêt en Espagne est comparable à celle de l'Italie et du Portugal. Néanmoins, une fois les critères de convergence atteints, ces pays ont décidé de relâcher leur politique budgétaire au lieu d'avancer dans la consolidation fiscale. C'est la raison pour laquelle leurs déficits publics sont proches de ne respecter pas les exigences du Pacte de Stabilité et de Croissance. L'appartenance à la zone monétaire sert de parapluie, limitant la marge de fluctuation

⁶ Le stock de capital physique de l'économie espagnole représente encore environ 70% de la moyenne de l'UE, dépassant seulement ceux du Portugal, de l'Irlande et de la Grèce. Concernant le capital public, le stock accumulé est légèrement supérieur au capital privé (en termes relatifs à l'UE), atteignant 83% de la moyenne de l'UE.

⁷ Doménech, R., et Taguas, D. (1999) : *El impacto a largo plazo de la Unión Económica y Monetaria sobre la economía española*. Dans *El euro y sus repercusiones sobre la economía española*. Fundación BBV, pages 92-138.

⁸ Cf. Dolado, González-Páramo et Viñals (1997) : « A Cost-Benefit Analysis of Going from Low Inflation to Price Stability in Spain ». Document de Travail, 9728. Banco de España, et Andrés, Hernando et López-Salido (1998) : « The long run effect of permanent disinflation ». Document de Travail, 9825. Banco de España.

des *spreads* de leur dette par rapport à celle de l'Allemagne (de l'ordre de 30 points de base). Pourtant, leur attrait comme foyer d'investissement étranger pourrait bien diminuer à cause du manque de dynamisme économique et de la détérioration des perspectives futures. L'économie espagnole a utilisé le changement structurel qu'a impliqué son entrée dans la zone euro pour continuer le processus de consolidation fiscale et de politique économique orthodoxe.

En outre, à la différence de la plupart des pays européens, il existe un large consensus entre les forces politiques sur les bénéfices de la stabilité budgétaire et d'une politique fiscale équilibrée. A l'équilibre budgétaire atteint par le Gouvernement du Parti Populaire en 2002 et en 2003 s'ajoute l'engagement du Parti Socialiste, vainqueur récent des élections générales, de maintenir l'équilibre budgétaire. D'autre part, l'engagement pour la création d'emploi comme moteur de l'économie et de la liberté de marché se maintient comme modèle économique. Ce large consensus permettra aux nouvelles orientations qui s'impriment dans la politique économique d'être régies dans un cadre de stabilité et d'orthodoxie, assurant ainsi la continuité d'une grande part de cette politique.

La libéralisation, un processus inachevé

Les priorités de la politique économique devraient être abordées sur deux fronts, les politiques macroéconomiques et les politiques microéconomiques. Les politiques macroéconomiques devraient encourager une croissance stable et durable pour affronter les défis démographiques, notamment à l'aide de décisions sur les flux d'immigration et de réformes du système public des retraites et de la santé. Les politiques microéconomiques, elles, doivent chercher le fonctionnement le plus efficace des marchés des biens et services et du marché du travail, puis donner une impulsion à l'innovation technologique par le biais d'investissements en R&D et en éducation.

Les progrès réalisés jusqu'à présent⁹ ont entraîné une certaine flexibilisation de la structure productive, mais ne suffisent pas pour garantir le dynamisme futur de l'économie espagnole et doivent recevoir une impulsion supplémentaire. Ainsi, le processus de privatisation et de déréglementation des marchés doit s'ensuivre de leur libéralisation. Il faut inciter l'entrée de nouveaux concurrents et développer la concurrence en renforçant les organismes de supervision indépendants. En ce sens, le modèle à imiter se rapproche davantage du modèle anglo-saxon que du modèle de l'Europe centrale, caractérisé par sa rigidité relative et son faible degré de libéralisation, des marchés de produits comme du marché du travail.

D'après les données de l'OCDE¹⁰, le poids de la réglementation sur les marchés de produits en Espagne est largement supérieur à celui d'autres pays occidentaux, notamment aux pays anglo-

⁹ On peut les résumer par ceux réalisés dans le secteur des télécommunications (1997 et 2000), du gaz (1996 et 2000), de l'électricité (1997 et 2000) et des hydrocarbures (1996, 1998 et 2000) ; sur le marché du travail (réformes de 1994, 1997, 2000 et 2001) ; ceux destinés à garantir la durabilité de l'Etat-Providence : Pacto de Toledo (1995), la «Ley de consolidación y Racionalización del Sistema de Seguridad Social» (Loi sur la Consolidation et la Rationalisation du Système de Sécurité Sociale) (1997) et la «Ley de Medidas para el Establecimiento de un Sistema de Jubilación Gradual y Flexible» (Loi sur les Mesures pour l'Etablissement d'un Système de Retraite Progressive et Flexible) (2002) ; et enfin des changements au niveau de l'impôt sur l'épargne (1999 et 2000).

¹⁰ On peut trouver un résumé des indicateurs de réglementation des marchés des biens et des services et du marché du travail, ainsi que de la méthodologie sur leur élaboration, dans Nicoletti, G., S. Scarpetta et O. Boylaud (2000). «Summary Indicators of Product Market Regulations with an Extension to Employment Protection Legislation» OECD *Economics Department*. WP 226, avril.

saxons, et inférieur seulement à celui de la France et de l'Italie. Sur une échelle de 0 à 6, 6 étant le degré le plus restrictif, la réglementation de l'activité économique aux Etats-Unis s'élèverait à 1,0, et en Allemagne à 1,4. En Espagne, ce taux atteindrait une valeur de 2,1 et les plus élevés seraient enregistrés par la France (2,3) puis par l'Italie (3,5). Les résultats sont similaires si l'on observe le marché des biens et des services, mais les différences augmentent considérablement quand on analyse le marché du travail. Si cet indicateur prend une valeur de 0,2 aux Etats-Unis, les rigidités existantes sur les marchés européens l'élèvent à 2,8 en Allemagne, à 3,1 en France, à 3,2 en Espagne et à 3,3 en Italie. Concernant le contrôle gouvernemental sur l'activité économique, l'Espagne figure dans la moyenne européenne et occupe une bien meilleure place que la France ou l'Italie, mais bien loin derrière les pays anglosaxons.

Sa rapidité pour créer et dissoudre des entreprises est l'un des avantages compétitifs les plus importants dont jouit l'économie nord-américaine. Cet atout lui a permis d'affronter avec succès la mondialisation croissante et le milieu entrepreneurial changeant, fruit des progrès technologiques. En Europe, les entreprises doivent assumer trop de bureaucratie lors de leur mise en marche. Le nombre de procédures, le temps et le coût estimés pour constituer une entreprise sont bien plus importants en Europe qu'aux Etats-Unis. Contrairement aux pays anglo-saxons où une simple procédure, qui dure une semaine et coûte moins de 500€, suffit pour ouvrir une entreprise, l'Europe continentale doit suivre maintes procédures (jusqu'à 18 en Italie) qui prennent donc plusieurs mois (jusqu'à 24 semaines en Espagne) et coûtent deux fois plus cher, voire même plus, que le prix payé dans les pays anglo-saxons. En somme, simplifier les procédures pour le lancement de nouveaux projets d'entreprises encourage l'efficacité productive et le progrès de la société de la connaissance.

Pour prendre le cas de l'Espagne, il conviendrait de lever une série de restrictions sur les marchés des biens et des services. Il faut avancer dans la libéralisation des horaires commerciaux, en éliminant le pas en arrière qu'a signifié la «Ley de Ordenación del Comercio Minorista» (Loi sur l'Organisation du Commerce de Détail), pour encourager la création d'emploi et notamment l'emploi à temps partiel qui revêt peu de poids en Espagne. La libéralisation des ordres professionnels diminuerait les coûts de provision de leurs services et augmenterait leur efficacité. Quant à la réforme de la «Ley del Suelo» (Loi sur les Sols), il faudrait répondre aux besoins de logement et de production, en évitant que l'offre de sol urbanisable ne soit la fonction des besoins financiers des Mairies.

Deuxièmement, la flexibilité limitée du marché du travail ne stimule pas la création d'entreprises, surtout dans les secteurs les plus dynamiques. Les Technologies de l'Information et de la Communication élèvent aussi la demande des travailleurs qualifiés. Les rigidités du marché du travail bloquent et découragent la réaffectation des travailleurs des anciens secteurs dans les nouveaux. Par conséquent, il est primordial de créer les conditions qui favorisent la mobilité et la rotation du travail, à la fois géographique et fonctionnelle, en réduisant les subventions qui découragent cette mobilité et en stimulant celles qui facilitent la mutation des travailleurs. En outre, il faut augmenter l'offre des travailleurs qualifiés grâce à la formation ainsi qu'au recyclage des travailleurs existants, et encourager l'immigration sélective d'un personnel qualifié.

Promouvoir l'innovation technologique et la productivité

La rigidité des marchés de biens et de services et du marché du travail constitue un obstacle qui limite la capacité productive de l'économie espagnole en particulier, ainsi que celle de l'économie européenne en général. Des politiques d'offre destinées à flexibiliser l'économie permettront en même temps de développer l'économie de la connaissance, en donnant une impulsion à la productivité et au dynamisme économique.

Pour évaluer l'évolution de la productivité apparente du travail, nous avons recours au modèle néo-classique de croissance. Il permet de décomposer la croissance par employé dans les apports du capital physique par employé, de la qualité du capital humain et de la productivité totale des facteurs (PTF), le taux de la croissance de la productivité que les autres facteurs ne peuvent pas expliquer et qui reflète le progrès technique de l'économie.

En général, l'évolution de la PTF ressemble à celle de la productivité apparente du travail. Depuis 1960, la PTF recule en Espagne comme dans les autres pays de l'UEM, quoique bien plus vigoureusement en Espagne dans les années quatre-vingt-dix, car elle y a enregistré une croissance nulle. En 1996-2000, la PTF a augmenté de 0,13% en moyenne, une croissance légèrement inférieure à la croissance de 0,57% observée dans l'UEM¹¹. En outre, ce rythme plus lent de la croissance de la PTF dans la deuxième moitié des années quatre-vingt-dix, dû à l'accélération de cette même variable aux Etats-Unis, a creusé le fossé existant entre les deux grands blocs économiques. Ces différences reflètent le retard technologique que l'économie de l'UEM enregistre par rapport aux Etats-Unis, plus patent encore si la comparaison se fait avec l'Espagne. En réalité, l'Espagne se situe loin derrière d'autres pays en matière de promotion de la R&D. Le pourcentage du PIB que les dépenses de l'économie espagnole représentent à ce titre a très peu varié ces dernières années, puisqu'il se maintient à 1% environ, contre 2,6% aux Etats-Unis ou 2,2% en Allemagne.

Le *stock* de capital physique, lui, a contribué très modérément à la croissance de la productivité apparente du travail dans l'UEM comme en Espagne, surtout ces dix dernières années. En Espagne, le modeste progrès relatif de la productivité s'appuie principalement sur l'amélioration enregistrée par la qualité du capital humain. Il permet de garder un certain optimisme sur l'évolution future de la productivité. En effet, le capital humain est fondamental pour donner une impulsion à l'innovation technologique, car il permet, en raison de sa complémentarité, une utilisation plus efficace des nouvelles technologies¹².

D'autre part, la décomposition de la productivité apparente du travail à partir d'une fonction de production permet également d'estimer la croissance potentielle de l'économie. Ainsi, la croissance potentielle de l'économie européenne s'élève à 2% environ, tandis que celle de l'économie espagnole se situe entre 2,6% et 2,8%. De sorte que si aucune réforme n'est mise en place pour stimuler la croissance potentielle, l'économie espagnole nécessitera plus de 20 ans pour converger en termes de revenu par habitant avec l'économie européenne.

L'élargissement et l'immigration, un défi et une opportunité

L'élargissement imminent de l'UE vers l'Est de l'Europe et le flux migratoire croissant présentent des défis qu'il faut affronter. L'élargissement constitue un double défi pour l'économie espagnole. Le premier, la concurrence plus importante qu'entraîne l'intégration de ces économies, dans la commercialisation de biens et de services à l'intérieur comme à l'extérieur de l'UE et dans

¹¹ Parmi les principaux pays de l'UE, seule la France enregistre une reprise de la productivité totale des facteurs pendant cette période.

¹² Nonobstant, le capital humain accumulé en Espagne reste loin derrière celui des pays voisins (environ 75% du capital humain de l'UEM). Le défi à relever consiste à rattraper les autres niveaux européens en poursuivant le processus de convergence en capital humain alors que le taux d'activité augmente dans le même temps.

l'attrait de nouvelles ressources (investissement étranger direct et fonds communautaires). Le deuxième, saisir les opportunités d'expansion que les nouveaux marchés offrent, grâce à leur potentiel de croissance élevée à long terme, et les considérer comme alternative complémentaire à l'Amérique latine dans le processus d'internationalisation où sont installées les entreprises espagnoles.

Même si l'immigration est un facteur clé du dynamisme économique enregistré ces dernières années, elle représente également à court terme le défi de l'intégration pour la société espagnole. La population d'origine étrangère représentait 2,6% de la population totale en Espagne en 1997, un chiffre bien inférieur à son poids dans les principaux pays européens. Les flux migratoires considérables connus ces dernières années ont élevé ce pourcentage à 6,3% en 2003, un taux inférieur seulement à celui de l'Allemagne (9%), comparable à celui de la France (6%) et supérieur à ceux de l'Italie et du Royaume-Uni. Mieux encore, les prévisions de flux migratoires indiquent que la population d'origine étrangère pourrait atteindre 15% de la population totale en 2015. Ces perspectives montrent que la société espagnole devra déployer des efforts pour les intégrer, en assumant les coûts conséquents à la fois sociaux et économiques.

Mais les effets les plus notables de l'immigration se produiront sur le long terme. La croissance potentielle d'une économie dépend de l'évolution de l'emploi et de l'évolution de la productivité. Sur le long terme, l'immigration permettra de limiter la répercussion négative du vieillissement de la population espagnole sur la disponibilité de la main-d'oeuvre. Les estimations disponibles montrent que même en émettant des hypothèses optimistes sur l'évolution du chômage et du taux de participation domestique, les prochaines décennies connaîtront une pénurie généralisée de main-d'oeuvre. Seule l'arrivée d'un groupe nombreux d'immigrants contribuera à maintenir l'augmentation de l'emploi. Le flux migratoire permettra à la croissance potentielle de l'économie et à la viabilité de l'Etat-Providence de ne pas se voir limités suite à la baisse de la main-d'oeuvre potentielle à laquelle l'économie espagnole est exposée. Dans ce contexte, une politique migratoire plus active serait pertinente, envisagée à partir des pays d'origine. Elle encouragerait l'immigration sélective du personnel qualifié, à l'exemple des programmes que certains pays européens ont déjà entrepris, comme l'Allemagne par exemple.

Un nouveau Gouvernement, des changements modérés

La victoire du Parti Socialiste (PSOE) aux Elections Générales du mois de mars entraîne un changement de l'équipe à la tête de la politique économique. Dans l'ensemble, cette succession au pouvoir ne devrait pas impliquer un changement de direction dans les grandes lignes macroéconomiques. Avant les élections, un large consensus politique avait été forgé sur les principaux traits caractéristiques de l'orientation politique économique: l'équilibre budgétaire comme base à la stabilité macroéconomique et des réformes destinées à renforcer la liberté du marché et de la concurrence. En ce sens, le cadre d'action de la politique économique continuera de prendre comme référence une politique fiscale équilibrée.

Néanmoins, quelques changements sont observés dans l'orientation des politiques. Le gouvernement entreprendra certainement une profonde réforme du système fiscal qui affectera le nombre de tranches de revenu, les taux et les abattements. Concernant les politiques microéconomiques, il s'agira de stimuler l'innovation et la recherche en R&D pour donner une impulsion à la productivité de l'économie. En outre, il semblerait que les institutions régulatrices soient renforcées, et notamment celles de défense de la concurrence. Néanmoins, certaines propositions récentes ne prennent pas la bonne voie. Le processus de libéralisation des marchés des biens et services, nécessaire pour le progrès de l'efficacité productive, pourrait notamment stagner

voire même reculer si une restriction plus importante que la restriction actuelle se confirme dans le secteur de la distribution commerciale. Les horaires et les ouvertures commerciales sont susceptibles d'être restreints, car ceux que l'Espagne connaît actuellement sont les plus larges d'Europe, même s'ils sont plus limités que dans les pays anglosaxons. Il semble également que le degré de l'intervention publique sur le marché du logement va augmenter. En principe, elle vise à promouvoir la location, quasi-inexistante en Espagne, mais elle inclut par ailleurs des aides directes pour l'accès au logement et des plans de construction de logements sociaux.

Malgré tout, la politique économique devrait garder une certaine note de continuisme, dans l'orthodoxie fiscale et le pari sur le marché. Il faut s'attendre à ce que la priorité soit donnée aux politiques qui encouragent la productivité, comme base de la croissance durable à long terme. Il reste à voir l'engagement réel pour l'équilibre budgétaire, qui sera contrasté par l'ensemble des politiques de dépenses, sociales surtout, que le gouvernement veut mener (augmentation des retraites minimales, logement, politique active de l'emploi, etc.).

Quoi qu'il en soit, la situation cyclique favorable de l'économie espagnole, au début d'un cycle de croissance, et la situation politique, soumise à un changement dans l'Exécutif et en ce début de législature, font de la période actuelle le moment idéal pour entreprendre les réformes nécessaires.

Conclusions

Le dynamisme de l'économie espagnole n'est ni miraculeux ni le fruit d'un mirage. Ce n'est pas un miracle car il est le résultat de la combinaison des chocs, à la fois permanents et transitoires, qui ont influé sur l'économie espagnole en cette période: la modération salariale, l'intégration européenne et la baisse conséquente des taux d'intérêt, l'immigration. Ce n'est pas non plus un mirage car l'Espagne a su tirer parti de ces impulsions pour progresser à la fois au niveau du processus de consolidation fiscale, jusqu'à atteindre l'équilibre budgétaire, et au niveau de la flexibilisation de la structure économique.

En dépit de l'avancement, l'économie espagnole n'est guère satisfaite. Le revenu par habitant n'atteint pas encore la moyenne européenne et le taux de chômage est le plus élevé en Europe. La productivité avance très lentement. Les marchés de produits et de facteurs continuent de faire preuve d'importantes rigidités, communes dans une large mesure à tous les marchés européens. Mais la concurrence croissante, sur un marché de plus en plus mondialisé, exige un progrès considérable dans ces domaines. Et l'exemple de l'Europe continentale n'est pas le meilleur pour cela. L'environnement économique européen se caractérise surtout par sa rigidité relative et par son faible degré de libéralisation, tant sur les marchés des biens et des services que sur le marché du travail. Les pays anglo-saxons présentent des marchés bien plus dynamiques et flexibles, aux structures plus efficaces. Le tissu d'entreprises anglo-saxon est perçu comme plus innovant, plus entreprenant et plus compétitif. Il s'agit précisément des qualités dont l'Espagne a le plus besoin et qui lui permettraient de bien se positionner pour faire concurrence en Europe. D'autre part, le modèle européen se veut un Etat-Providence inséparable du contrat social en vigueur. L'Espagne ne souhaite probablement pas se dessaisir de cette garantie, pourtant d'autres modifications dans sa structure seront vraiment nécessaires.

En somme, pour la première fois depuis très longtemps, la politique espagnole doit trouver sa propre voie, en naviguant entre deux eaux. Le nouvel Exécutif doit conjuguer le continuisme des aspects principaux de la politique macroéconomique et l'engagement pour la stabilité budgétaire, en maintenant les caractéristiques de l'Etat-Providence, par une impulsion supplémentaire à des politiques en faveur de l'innovation et de l'esprit d'entreprise, mais tout en dynamisant l'économie.

Par conséquent, des recettes qui sont largement connues sont nécessaires: des réformes supplémentaires sur les marchés des biens, des services et des facteurs productifs, comme le marché du travail. En somme, la libéralisation du tissu productif dote l'économie d'une plus grande efficacité. Pour en revenir à la comparaison avec le surf, l'Espagne doit continuer à perfectionner sa technique «surfiste», tant pour chevaucher cette vague jusqu'au rivage que pour bien prendre les vagues suivantes, comme l'élargissement aux pays de l'Est ou l'immigration.

WORKING PAPERS

- 0001 **Fernando C. Ballabriga, Sonsoles Castillo:** BBVA-ARIES: un modelo de predicción y simulación para la economía de la UEM.
- 0002 **Rafael Doménech, María Teresa Ledo, David Taguas:** Some new results on interest rate rules in EMU and in the US
- 0003 **Carmen Hernansanz, Miguel Sebastián:** The Spanish Banks' strategy in Latin America.
- 0101 **Jose Félix Izquierdo, Angel Melguizo, David Taguas:** Imposición y Precios de Consumo.
- 0102 **Rafael Doménech, María Teresa Ledo, David Taguas:** A Small Forward-Looking Macroeconomic Model for EMU
- 0201 **Jorge Blázquez, Miguel Sebastián:** ¿Quién asume el coste en la crisis de deuda externa? El papel de la Inversión Extranjera Directa (IED)
- 0301 **Jorge Blázquez, Javier Santiso:** Mexico, ¿un ex - emergente?
- 0401 **Angel Melguizo, David Taguas:** La ampliación europea al Este, mucho más que economía.
- 0402 **Manuel Balmaseda:** L'Espagne, ni miracle ni mirage.
- 0501 **Alicia García Herrero:** Emerging Countries' Sovereign Risk:Balance Sheets, Contagion and Risk Aversion
- 0502 **Alicia García-Herrero and María Soledad Martínez Pería:** The mix of International bank's foreign claims: Determinants and implications
- 0503 **Alicia García Herrero, Lucía Cuadro-Sáez:** Finance for Growth:Does a Balanced Financial Structure Matter?
- 0504 **Rodrigo Falbo, Ernesto Gaba:** Un estudio econométrico sobre el tipo de cambio en Argentina
- 0505 **Manuel Balmaseda, Ángel Melguizo, David Taguas:** Las reformas necesarias en el sistema de pensiones contributivas en España.
- 0601 **Ociel Hernández Zamudio:** Transmisión de choques macroeconómicos: modelo de pequeña escala con expectativas racionales para la economía mexicana
- 0602 **Alicia Garcia-Herrero and Daniel Navia Simón:** Why Banks go to Emerging Countries and What is the Impact for the Home Economy?
- 0701 **Pedro Álvarez-Lois, Galo Nuño-Barrau:** The Role of Fundamentals in the Price of Housing: Theory and Evidence.

- 0702 **Alicia García-Herrero, Nathalie Aminian, K.C.Fung and Chelsea C. Lin:** The Political Economy of Exchange Rates: The Case of the Japanese Yen
- 0703 **Ociel Hernández y Cecilia Posadas:** Determinantes y características de los ciclos económicos en México y estimación del PIB potencial
- 0704 **Cristina Fernández, Juan Ramón García:** Perspectivas del empleo ante el cambio de ciclo: un análisis de flujos.
- 0801 **Alicia García-Herrero, Juan M. Ruiz:** Do trade and financial linkages foster business cycle synchronization in a small economy?
- 0802 **Alicia García-Herrero, Eli M. Remolona:** Managing expectations by words and deeds: Monetary policy in Asia and the Pacific.
- 0803 **José Luis Escrivá, Alicia García-Herrero, Galo Nuño and Joaquin Vial:** After Bretton Woods II.
- 0804 **Alicia García-Herrero, Daniel Santabárbara:** Is the Chinese banking system benefiting from foreign investors?
- 0805 **Joaquin Vial, Angel Melguizo:** Moving from Pay as You Go to Privately Manager Individual Pension Accounts: What have we learned after 25 years of the Chilean Pension Reform?
- 0806 **Alicia García-Herrero y Santiago Fernández de Lis:** The Housing Boom and Bust in Spain: Impact of the Securitisation Model and Dynamic Provisioning.
- 0807 **Ociel Hernández, Javier Amador:** La tasa natural en México: un parámetro importante para la estrategia de política monetaria.
- 0808 **Patricia Álvarez-Plata, Alicia García-Herrero:** To Dollarize or De-dollarize: Consequences for Monetary Policy
- 0901 **K.C. Fung, Alicia García-Herrero and Alan Siu:** Production Sharing in Latin America and East Asia.
- 0902 **Alicia García-Herrero, Jacob Gyntelberg and Andrea Tesei:** The Asian crisis: what did local stock markets expect?
- 0903 **Alicia Garcia-Herrero and Santiago Fernández de Lis:** The Spanish Approach: Dynamic Provisioning and other Tools
- 0904 **Tatiana Alonso:** Potencial futuro de la oferta mundial de petróleo: un análisis de las principales fuentes de incertidumbre.
- 0905 **Tatiana Alonso:** Main sources of uncertainty in formulating potential growth scenarios for oil supply.
- 0906 **Ángel de la Fuente y Rafael Doménech:** Convergencia real y envejecimiento: retos y propuestas.
- 0907 **KC FUNG, Alicia García-Herrero and Alan Siu:** Developing Countries and the World Trade Organization: A Foreign Influence Approach.

- 0908 **Alicia García-Herrero, Philip Woolbridge and Doo Yong Yang:** Why don't Asians invest in Asia? The determinants of cross-border portfolio holdings.
- 0909 **Alicia García-Herrero, Sergio Gavilá and Daniel Santabárbara:** What explains the low profitability of Chinese Banks?.
- 0910 **J.E. Boscá, R. Doménech and J. Ferri:** Tax Reforms and Labour-market Performance: An Evaluation for Spain using REMS.
- 0911 **R. Doménech and Angel Melguizo:** Projecting Pension Expenditures in Spain: On Uncertainty, Communication and Transparency.
- 0912 **J.E. Boscá, R. Doménech and J. Ferri:** Search, Nash Bargaining and Rule of Thumb Consumers
- 0913 **Angel Melguizo, Angel Muñoz, David Tuesta and Joaquín Vial:** Reforma de las pensiones y política fiscal: algunas lecciones de Chile
- 0914 **Máximo Camacho:** MICA-BBVA: A factor model of economic and financial indicators for short-term GDP forecasting.
- 0915 **Angel Melguizo, Angel Muñoz, David Tuesta and Joaquín Vial:** Pension reform and fiscal policy: some lessons from Chile.
- 0916 **Alicia García-Herrero and Tuuli Koivu:** China's Exchange Rate Policy and Asian Trade
- 0917 **Alicia García-Herrero, K.C. Fung and Francis Ng:** Foreign Direct Investment in Cross-Border Infrastructure Projects.
- 0918 **Alicia García Herrero y Daniel Santabárbara García;** Una valoración de la reforma del sistema bancario de China
- 0919 **C. Fung, Alicia Garcia-Herrero and Alan Siu:** A Comparative Empirical Examination of Outward Direct Investment from Four Asian Economies: China, Japan, Republic of Korea and Taiwan
- 0920 **Javier Alonso, Jasmina Bjeletic, Carlos Herrera, Soledad Hormazábal, Ivonne Ordóñez, Carolina Romero and David Tuesta:** Un balance de la inversion de los fondos de pensiones en infraestructura: la experiencia en Latinoamérica
- 0921 **Javier Alonso, Jasmina Bjeletic, Carlos Herrera, Soledad Hormazábal, Ivonne Ordóñez, Carolina Romero and David Tuesta:** Proyecciones del impacto de los fondos de pensiones en la inversión en infraestructura y el crecimiento en Latinoamérica

The analyses, opinions and findings of these papers represent the views of their authors; they are not necessarily those of the BBVA Group.

The BBVA Economic Research Department disseminates its publications at the following website: <http://serviciodeestudios.bbva.com>



Interesados dirigirse a:

Servicio de Estudios Económicos BBVA

P. Castellana 81 planta 7

48046 Madrid

<http://serviciodeestudios.bbva.com>

