

## LA DEVALUACIÓN ESTRUCTURAL

Mecanismo económico ***de mejora de la productividad en el marco del capitalismo inclusivo*** para salir de la crisis

El presente documento, ***elaborado por la Plataforma Pymes***, en base a extractos de discursos de los principales economistas europeos -reseñados al final del texto- presenta el mecanismo de la "Devaluación Estructural", ***en el marco del capitalismo inclusivo esbozado por la Plataforma en su Documento Marco***, como una solución a la situación económica desencadenada tras la crisis financiera de 2007, analizando sus causas, las medidas tomadas, la influencia de su cadencia, y las propuestas para evitar situaciones similares en el futuro.

### **I. Antecedentes: la Crisis Financiera en los países de bajos ingresos de la UE**

1. Tres países de los que entraron en la zona Euro entre 1999 y 2001 - Grecia, España y Portugal- se consideraron países de cohesión. Recibieron fondos estructurales de la UE para acelerar su convergencia a la media de ingresos per cápita de la UE.
2. Desaparecido el tipo de cambio, el proceso de convergencia se facilitó gracias al flujo de capitales originados por los países de la Zona Euro con mayor PIB y capital. Entre 1999 y 2008 Grecia y España fueron objeto de una significativa –y aparente- convergencia de sus ingresos per cápita con respecto a la media de la zona Euro.
3. El flujo de capitales hacia los países de cohesión generó exceso de crédito, alto endeudamiento del sector privado, incrementos excesivos de salarios y exceso de toma de riesgo por parte de las entidades financieras.
4. El capital se focalizó en sectores no productivos y con importantes rigideces. Las autoridades no tomaron medidas durante los años del boom:
  - El sector público no generó el necesario margen fiscal y el boom de activos simuló una posición fiscal más sana de lo real. Los ratios Deuda/PIB mejoraron, pero basados en ingresos fiscales procedentes de mercados de activos insostenibles.
  - Los precios en el sector non-tradable (bienes y servicios no exportables) crecieron, generando pérdidas persistentes de competitividad.

5. El estallido de la crisis financiera en un escenario de alto endeudamiento privado, desequilibrios externos y debilidades estructurales provocó un parón repentino de la economía.
6. Países con alta deuda externa tienen que afrontar su pago a través de la exportación de servicios y mercancías. Para ello es necesario un incremento exportaciones, y cambio de la demanda interna hacia productos producidos en el interior, lo que supone un ajuste relativo de precios:
  - Las exportaciones tienen que ser más baratas y las importaciones más caras.
  - Internamente, los precios de los productos no tradable tiene que caer más para estimular su demanda.

### **La importancia de la correcta ubicación de los capitales**

Con la llegada del euro, los flujos de capital se desplazaron a los países donde el producto marginal del capital era más alto. Esto **no** contribuyó a la convergencia por dos motivos:

- En el sector de productos no tradable y servicios existía una ausencia total de competencia que permitía extraer rentas excesivas, distorsionando el mercado.
- La inexistencia de un single market de capital.

Según el modelo neoclásico, el proceso de convergencia entre países de bajos y altos ingresos debe abordarse a través del flujo de capitales y la obtención de altos retornos marginales de capital. Debido a esto, la exposición de entidades financieras de países con altos ingresos hacia países de bajos ingresos se quintuplicó.

Sin embargo, contrariamente a la teoría neoclásica, los flujos de capital extranjero en las economías de bajos ingresos no se instalaron en sectores con una mayor productividad y el factor TPF (Total Productivity Factor- Productividad Total de los Factores) no creció. Al contrario, el capital se concentró en sectores no tradable que experimentaron significativas pérdidas de productividad. La concentración de capital fue más alta en el sector construcción e inmobiliario, seguido del comercio, transportes y esparcimiento.

Motivos de la concentración de capital en sectores no tradable:

- a. En algunos sectores la caída de producto marginal se contrabalanceó con la elevación de los márgenes de beneficio, generando una compensación por invertir en estos sectores. Esto fue consecuencia de la ausencia de un single market completo y la falta de competencia, que permitió a las empresas cargar excesivas rentas y distorsionar los precios, afectando a la productividad, a la errónea canalización de las fuentes de financiación y a la creación de déficit.
- b. Otros factores específicos que contribuyeron a la mala ubicación de capital:
  - i. Aunque el producto marginal del capital y la rentabilidad fue baja en la construcción y el comercio, la formación de capital se mantuvo elevada.

Esta aparente contradicción se produjo porque la remuneración neta era alta debido a los bajos costes de financiación. Se produjo una concentración del crédito en hipotecas, por una insuficiente supervisión bancaria. Además, hubo un desplazamiento de la mano de obra a esos sectores, contribuyendo a debilitar la productividad.

- ii. La banca comercial, aunque tomaba fondos del mercado interbancario internacional, impulsó el posicionamiento de “los campeones nacionales” en empresas no financieras, sin analizar su productividad.

Tras la crisis, las reformas estructurales fueron de difícil implantación en los países de bajos ingresos por varios motivos:

- La rigidez de sus estructuras e instituciones: ha sido más fácil modificar normas en el mercado laboral que en el de productos y servicios. El descenso nominal que se produjo en los salarios no se tradujo en un ajuste instantáneo de precios relativos de los productos y los servicios. Los trabajadores más débiles fueron los que soportaron el ajuste, afectando a la aceptación de las reformas entre los ciudadanos. Por ejemplo, en Grecia los costes laborales cayeron un 18% del 2009 al 2013 pero los ajustes de precios no se iniciaron hasta el primer cuarto del 2013. Esto además de perjudicar a las exportaciones, disminuye los ingresos reales de los trabajadores.
- La política fiscal: ha sido más fácil elevar impuestos que reducir gasto, y eliminar inversiones de capital que gasto corriente, lo que ha reducido la calidad de la consolidación fiscal.
- El canal de transmisión del crédito estaba dañado: dificultad para la llegada del crédito a las Pymes.

Por su parte, el débil crecimiento del TFP estuvo influenciado por varios factores. La teoría neoclásica no valoró determinados hechos en los países de bajos ingresos:

- a. Se obvió la relación entre precios de activos, ratios de deuda y productividad.
- b. Empresas y hogares sobreestimaron sus futuros ingresos.
- c. El exceso de demanda doméstica, combinado con bajo crecimiento de productividad, se tradujo en una subida de precios superior a la media de países de la UE.

**El error en la teoría neoclásica: el capital no fluyó a los sectores en los que el retorno marginal era más alto.**

## **II. La Devaluación Estructural**

Por ello es necesario iniciar **un nuevo proceso en la convergencia**, asegurando las condiciones

para distribuir adecuadamente los recursos y creando un marco jurídico sostenible.

La **DEVALUACION ESTRUCTURAL que nada tiene que ver con la salarial**, es un mecanismo que persigue similares objetivos que la devaluación fiscal, pero apoyándose en diferentes métodos. La devaluación estructural reduce el desequilibrio exterior a través del incremento de la productividad y competitividad.

Los países de bajos ingresos tienen que afrontar los efectos posteriores a la mala ubicación de capital. Los flujos hacia el sector servicios y no tradable estaban asociados con una apreciación del tipo real de cambio, elevando los costes unitarios laborales e incrementando la dependencia de financiación externa. Cuando estalló la crisis financiera, los capitales abandonaron dichos países. Con la financiación exterior seca, estos países afrontaron el riesgo de parón repentino. Por ello han implementado políticas fiscales y estructurales con el objetivo de lograr una devaluación interna con el fin de restaurar el equilibrio externo. Desde 2009 todos los países de bajos ingresos (Grecia, Irlanda, Portugal y España) han frenado el crecimiento de sus costes laborales unitarios y han mejorado su balanza por cuenta corriente: 11 puntos de su PIB en España y 16 en Grecia.

Sin embargo, esta devaluación interna mejora la sostenibilidad de la posición externa pero, por sí misma, no produce una convergencia sostenible. Existe el riesgo de que si el coste laboral unitario se ajusta principalmente por la caída de salarios y eso mejora la balanza por cuenta corriente, los legisladores se relajen en la solución del problema de productividad. Si esto sucede los desequilibrios volverán a aparecer en el futuro. Así, la experiencia de devaluación en los años 90, sugiere que el ajuste solo con precios relativos sin incremento de productividad no es sostenible. De ahí que **las reformas para el incremento de la productividad sean la espina dorsal del proceso sostenible de convergencia.**

### Actuaciones más urgentes en el corto plazo

1. Intensificar las medidas para que el capital se posicione en los sectores verdaderamente productivos. Para ello es necesario profundizar el single market y en la potencia competitiva en los sectores non-tradable y servicios.
2. Recolocación del resto de los recursos en los sectores más productivos y dentro de estos, en las empresas más productivas. Especial importancia tiene la reubicación de la mano de obra: hay evidencias de que ajustes bajos de costes unitarios laborales en el sector non tradable y de servicios en las economías de bajo ingresos desincentivan que la mano de obra se mueva al sector tradable, por ser superiores los salarios en el non tradable. Es necesario afrontar esta distorsión a través de la reforma del mercado de trabajo, introduciendo mecanismos que vinculen formación con condiciones salariales.
3. Eliminar las constricciones financieras que limitan la recolocación de capital. Hay evidencias de que las debilidades en los balances de entidades financieras retardan el proceso: las entidades financieras con baja capitalización han sido más proclives a

mantener la financiación a deudores menos sanos. Este comportamiento bloquea la salida de empresas y la concesión de crédito para nuevos entrantes.

**Los países de bajos ingresos han desarrollado reformas en el marco jurídico que incrementa la competencia. Por ejemplo, el refuerzo de las autoridades de la competencia, la reducción y flexibilización de cargas y autorizaciones administrativas y la mejora en la justa concurrencia en licitación pública. Sin embargo, el progreso en reducir rentas excesivas o posiciones de dominio de mercado de las denominadas superstars firms, en determinados mercados de bienes y servicios ha sido menos ambicioso, especialmente en industrias de red, como energía, telecomunicaciones y transporte. La reducción de rentas excesivas significaría luchar contra intereses creados. Implementar reformas en estos sectores es fundamental, no solo porque suponen recolocación de capitales, sino porque incrementan la competitividad en el sector tradable al reducir el coste de sus inputs.**

### **Relación entre las políticas de oferta y demanda**

En tiempos de postcrisis, con alto endeudamiento y baja productividad, las políticas de oferta pueden intensificar la efectividad de las políticas de demanda:

- Incrementando el potencial de crecimiento, lo que genera más capacidad de gasto e inversión en Estados y hogares.
- Mejorando la cualificación de la mano de obra.
- Asegurando que el incremento de la demanda se canaliza a sectores correctos.

El efecto positivo a corto plazo de las reformas estructurales depende de su ritmo -en lugar de la tradicional graduación, deben apresurarse- y su composición: no tienen que centrarse solo en la competitividad sino en incrementar la productividad.

Mientras los efectos positivos a corto plazo de las reformas estructurales afloran, debe estimularse la demanda agregada, a través de políticas fiscales y monetarias que compensen los efectos de las reformas estructurales sobre la reducción de precios e intereses reales negativos.

Para lograr un crecimiento sostenible son necesarias, tanto las políticas de demanda como las de oferta. Ambas se retroalimentan.

### **El ritmo de las reformas estructurales**

Hay quien defiende que las reformas se deben implementar como un "big bang" mientras que otros reclaman una aplicación más gradual.

Las reformas rápidas han sido más eficaces que las graduales, que han provocado expectativas desinflacionarias e incrementos reales de intereses. Es decir, las reformas lentas provocan efecto de contracción.



Así, los países que adelantaron las reformas estructurales han conseguido mejores resultados que los que las han aplicado de modo más lento. En países como Grecia, Portugal o España las reformas fueron lentas. En España, la dilatada aplicación de la reforma laboral supuso que los salarios siguieron creciendo hasta finales de 2011.

*Acelerar las reformas es más aconsejable. Frente a ello no se debe oponer la falta de capital político ya que hemos visto que se ha preferido actuar contra un mayor grupo de la población reduciendo salarios que actuar contra los intereses creados. La no aplicación de las reformas estructurales del mercado de productos y solo las del mercado de trabajo, ha deslizado la idea de injusticia entre la población.*

En general, hablar vagamente de reformas sin implementarlas es pernicioso. Crea incertidumbre sobre la evolución de los intereses reales sin elevar la expectativa por la mejora del potencial de crecimiento. Además, mientras que en circunstancias normales puede ser aceptable reformar un sector en su debido momento, en tiempos de crisis, la justicia debería ser el valor principal y la mejor manera de combatir los intereses creados es reformarlos todos a la vez.

### **Las políticas de la Unión Europea: contra la caída del potencial de crecimiento económico**

El potencial de crecimiento en la Zona Euro decrece desde 1990 debido a una caída de la productividad. Antes de la crisis económica no se prestó atención a este hecho.

La caída del potencial de crecimiento se produce por dos motivos:

- a. Prolongada caída de la inversión: cerca del 20%. La desaceleración desde 2008 ha sido muy fuerte comparada con otras épocas. Se produce un incremento lento del stock de capital y se eleva su edad media, especialmente en maquinaria.
- b. Histéresis -desempleo a largo plazo- los trabajadores pierden sus habilidades convirtiéndose en inempleables. El desempleo estructural ha crecido hasta el 10%.

Se produce un círculo vicioso: el potencial de crecimiento baja debido a que hogares y empresas frenan consumo e inversión por sus menores expectativas. Esto se traduce en pérdida de competitividad y, consecuentemente, de empleo.

Las políticas de oferta deben incrementar el potencial de crecimiento. Por su parte, la política monetaria debe actuar:

- Reduciendo el gap entre actividad y potencial de crecimiento: si este último cae, las expectativas de ingresos e inversión caen y eso presiona a la baja a la inflación, complicando la política monetaria.
- La caída de potencial de crecimiento obliga a la reducción de tipos de interés.

Ambas políticas son necesarias, pero la monetaria no puede esperar a la de oferta si la inflación es baja.

Hubo varios aspectos coyunturales que influyeron sobre las medidas de política monetaria tomadas por la UE para reducir el diferencial entre actividad y potencial de crecimiento:

1. El alto endeudamiento público supone que la política fiscal para apoyar la demanda está limitada.
2. Los tipos de interés nominal ya eran bajos, limitando los objetivos de la política monetaria convencional.
3. La fragmentación de la financiación, que afecta a la transmisión de la política monetaria.

En este escenario, las medidas de **política monetaria** impulsadas por el ECB han sido:

1. Reducción tipo interés nominal
2. Forward guidance (información previa sobre las políticas monetarias del BCE)
3. Tipo de interés negativo en depósitos ECB (depósitos de bancos comerciales en el BCE)
4. TLTRO (operaciones financiación a L/P con objetivo específico)
5. Compras de ABS y Covered Bonds (Bonos respaldados por activos y bonos garantizados)
6. ECBs Comprehensive Assessment y AQR en los balances de los bancos (evaluaciones sobre la salud financiera de los bancos). Banking Union
7. Lanzamiento del APP (Programa Ampliado de compras de Activos por parte del BCE).

Cuando la demanda es débil, las reformas estructurales en el corto plazo pueden ser costosas. Con la política monetaria se refuerza la demanda y se mejora el acceso al crédito, limitando los costes de las reformas en el corto plazo.

Las **políticas de oferta** para elevar el potencial de crecimiento son las siguientes:

1. Reforma de mercado de productos.
2. Reducción de deuda, afrontando los préstamos. Reformas en la legislación de reestructuración.
3. Incremento del TFP: desde 2000-2014 en la Zona Euro se ha incrementado un 1,4% mientras que en EEUU un 10,7%. La mera aplicación de política monetaria, sin incremento de la productividad, no logrará superar la crisis económica.

### **Peligros que genera la persistente política de bajos tipos de interés**

La prolongación de políticas de bajos tipos de interés tiene, entre otros, los siguientes efectos:

- Erosión de márgenes de interés para las entidades financieras.
- Incentivos para toma excesiva de riesgos.
- Inflación de precios de activos.
- Personas con edades avanzadas pueden preocuparse por su jubilación debido a los bajos tipos de interés, incrementando, por precaución, el ahorro y disminuyendo el

consumo. Esto puede mermar la capacidad de financiación en las compañías que gestionan planes de pensiones y, con ello, reducir sus inversiones.

Además, una política persistente de bajos tipos de interés en economías avanzadas se propaga a otras economías menos afectadas por la crisis. El contagio se produce de varias maneras:

- Entre los inversores, buscando mayores rentabilidades y movimientos en el mercado global de bonos, que pueden alimentar desajustes en las economías receptoras.
- Incremento rápido de precios de activos inmobiliarios, expandiendo el crédito y el endeudamiento, incluido en moneda extranjera.

Cuando las economías contagiadas entran en las últimas fases del boom, sus vulnerabilidades pueden volverse hacia los países originadores de las mismas.

### **III. Reformas estructurales para superar la crisis económica**

#### **Mejorar la Posición de Inversión Internacional Neta (NIIP)**

En los países con déficit por cuenta corriente en el lado de la oferta hay evidencias de que corrimientos estructurales ayudarían a mantener las exportaciones. El coste de competitividad, medido en términos de tipo de cambio real, deflactado por el Coste Unitario Laboral, ha mejorado fuertemente desde el inicio de la crisis. Lo que es menos conocido es que en países con superávit por cuenta corriente, como Alemania, el Coste Laboral Unitario ha crecido en relación a la Zona Euro, amparado en crecimientos de salarios y bajo crecimiento de productividad. Sin embargo, gracias a la depreciación del euro, la posición competitiva de Alemania con respecto al resto del mundo se ha mantenido.

No obstante, el proceso de rebalanceo no se ha logrado por dos motivos:

1. No puede haber ajuste externo real sin creación de empleo.

Para lograr el ajuste externo real y el crecimiento de empleo es necesario una mejor asignación de los recursos disponibles, lo que supone desplazar recursos al sector tradable y, más concretamente, a las empresas más productivas de cada una de los sectores. Esto impulsara el TFP y, por lo tanto, el potencial de crecimiento, provocando un ajuste relativo en precios más sostenible.

En muchos países, los Costes Unitarios Laborales han caído y los precios relativos entre el sector tradable y non-tradable se han ajustado. Al inicio de la crisis, sin embargo, se apreciaba que no había recolocación del factor trabajo hacia el sector tradable y la caída del empleo era similar en todos los sectores. Y aunque más recientemente en algunos países se ha incrementado el empleo tradable, el sector que más ha contribuido a la generación de empleo ha sido el de servicios, que en muchos países es fundamentalmente non-tradable.

De ahí, la importancia de las reformas del mercado de productos. Por ejemplo, completar el single market, abriendo los servicios a la competencia; esto incentivaría la recolocación intra-



sector entre las firmas más productivas del sector servicios, provocando que sean "más tradable", y contribuyendo a la generación de empleo.

2. Pese a la mejora de flujos, el desajuste externo en términos de variable stock permanece alto. La NIIP (Posición de Inversión Internacional Neta) de muchos países con un saldo neto exterior negativo se ha estabilizado gracias a la mejora de la cuenta corriente, pero no ha descendido hacia niveles seguros. Los cinco países acogidos a programas, entre ellos España, continúan teniendo una NIIP negativa en un exceso del 90% del PIB y alguno de ellos más todavía. Sin embargo, países con superávit por cuenta corriente continúan mejorando su NIIP, como es el caso de Alemania u Holanda.

Son necesarios más ajustes para lograr una posición externa sostenible. La Comisión Europea considera que el NIIP de Grecia, España, Chipre y Portugal se mantendrá en niveles asociados a fuertes vulnerabilidades externas durante la próxima década. Para lograr el nivel requerido -establecido en NIIP/PIB en el 35%- tendrían que producirse mejoras sustanciales en dichos países.

Por otra parte, hay que destacar que el nivel de deuda interna -la que el país se debe a sí mismo- se mantiene también muy alto en varios países. Por ejemplo, en España, más del 60% de la deuda pública y 80% del sector privado está en manos de residentes. Esto no empeora la NIIP pero contribuye a la dependencia general de la deuda. Por lo tanto, también debe afrontarse la deuda interna para lograr un ajuste interno sostenible.

Así, los países con déficit por cuenta corriente deben abordar dos desafíos: reducir sus pasivos netos externos y continuar ajustando su economía internamente.

La dificultad está en acometer estos dos desafíos sin que uno cancele el otro.

Las posibilidades respecto a la posición externa son varias:

- a. Pago anticipado de deuda: requeriría superávits importantes con significantes ajustes nominales. Como no se ha producido el ajuste hacia sectores tradable, es difícil que se pueda lograr sin deprimir ingresos y empleo. Además, generaría expectativas prolongadas desinflacionarias, con subidas de tipo de interés real y depresión de la demanda.
- b. Dejar crecer la deuda: a través de crecimientos nominales del PIB. Pero reducir la NIIP solo a través del denominador requiere tasas irreales de crecimiento más allá de lo que puede proporcionar las reformas estructurales y las políticas fiscales y monetarias.
- c. Cambiar la composición de los pasivos netos externos, sustituyendo deuda por equity e inversión directa extranjera. No solucionaría la NIIP pero reduciría la vulnerabilidad exterior a través de incrementar el riesgo compartido. Para ello la Unión del Mercado de Capitales puede ser un instrumento, pero a largo plazo.

La única vía sería encontrar una combinación que mejore el superavit por cuenta corriente y el PIB nominal, que pudiera lograr ajuste interno y externo. Ello se lograría:

I. En el aspecto nominal:

- Apoyar el empleo y recolocación de recursos.

- Crecimiento de productividad: disminuyendo los CUL (costes laborales unitarios), apoyando la exportación, elevando el potencial de crecimiento y apoyando la reducción de deuda con el incremento nominal del PIB. Esto favorece la inversión, que dirigida a los sectores tradable, mejorará las exportaciones en el futuro.

Las reformas que generan mayor productividad tienen menos efectos negativos cuando la política monetaria está en el lower bound. Esto es porque esos incrementos de productividad actúan más sobre los costes fijos que sobre los costes marginales. Por ejemplo, las reformas judiciales y la apertura de profesiones liberales cerradas tienen más probabilidad de incentivar la inversión y de ahí la productividad, con pequeño efecto deflacionario. Entre las reformas estructurales que reducen costes fijos, una de las que con más probabilidad tendría más impacto es la mejora de los sistemas de insolvencia. Ayudaría a afrontar la dependencia de la deuda de las empresas viables, reduciendo sus servicios de la deuda. También permitiría liquidar las firmas no viables de forma más rápida, favoreciendo la recolocación de recursos en empresas más productivas.

Por eso es un error contemplar los ajustes como un mero recorte de costes, que es lo que muchos políticos piensan que es competitividad. El crecimiento de productividad es lo esencial en la competitividad y para disminuir la deuda. El FMI considera que los beneficios de recortes salariales disminuyen cuando más países se comprometen a ellos. Por el contrario, cuando muchos países se comprometen en reformas estructurales, se eleva la productividad y los beneficios son mayores y más uniformes.

### **Reformas en el mercado de trabajo**

Las reformas estructurales para elevar el potencial de crecimiento en una Unión Monetaria tienen que cumplir dos criterios:

1. Ser exhaustivas: centrarse solo en el mercado de trabajo no es suficiente. Tienen que incentivar la innovación, competencia y luchar contra los extractores de rentas y estructuras monopolísticas. Esto significa ofrecer nuevas oportunidades de ingreso sobre todo a las generaciones jóvenes, reduciendo y distribuyendo rentas e incentivando el ajuste de los jugadores económicos.
2. Secuenciadas y acompasadas: no solo se debe fijar en las ineficiencias de los estados miembros, sino también en las externalidades y deficiencias a nivel de la Unión. Esto implica reformas de instituciones y completar el Mercado Único.

El potencial de crecimiento en la Zona Euro, como en otras economías avanzadas, ha tenido una trayectoria decreciente sostenida durante varias décadas. Pero en la Zona Euro se ha acentuado con

respecto a otras economías importantes: ha sido más fuerte que en EEUU, con un TPF peor.

Los proyectos de alto riesgo con elevados ingresos que ayudarían a incrementar el potencial de crecimiento son más difíciles de financiar en la Zona Euro que en otras partes del mundo. Esto es por el sesgo de Europa hacia la financiación bancaria en lugar del equity, como sucede en EEUU, y la fragmentación de nuestro sistema financiero, además de las trabas administrativas.

Además, la recolocación del factor trabajo está dañada por las rigideces en los mercados nacionales así como por los obstáculos de movilidad transfronteriza, con la imposibilidad de transferir los derechos sociales.

También se debe tener en cuenta el hándicap demográfico: la población entre 26 y 50 años más innovadora ha decrecido: en Alemania un 12%, un 2% en Francia, un 11% en Italia y un 29% en España.

Los jóvenes, pese a estar muy preparados, tienen muchos problemas para acceder al mercado de trabajo. El desempleo juvenil aumenta. Además, heredan un elevado nivel de deuda. Para evitar perder una generación hay que actuar rápido.

En los últimos años hemos asistido a un importante número de reformas en el mercado laboral. Las rigideces nominales y reales del mercado de trabajo han conducido a la enfermedad del desempleo en Europa. Desde 1970, durante las crisis económicas, tanto en EEUU como en Europa, el desempleo ha aumentado. Pero mientras que en EEUU el empleo crecía rápido con el crecimiento económico, en Europa se demoraba más, sin recuperar el nivel previo anterior. El desempleo viene creciendo en Europa durante los últimos 40 años.

**Las reformas del mercado de trabajo se han hecho desacompañadas y previas a las reformas del mercado de productos. Si hubiera sido al revés, se hubieran suavizado sus efectos en el corto plazo. No se ha hecho así debido a las presiones de lobbys que responden a intereses creados. Las reformas del mercado de trabajo también se pueden suavizar con políticas monetarias laxas y fiscales expansivas.**

En necesaria, en la Zona Euro, una estrategia común de crecimiento. En esa estrategia debe primarse la productividad y el empleo, que son factores positivos y no la competitividad, que supone pelear entre países de la Zona Euro, y en conjunto no aporta diferencial positivo por el efecto compensación. En esta estrategia, es fundamental mejorar el mercado de servicios y para ello deben eliminarse las restricciones a la competencia. Un avance sería la aplicación del "principio de país de origen" y no tener que adaptar a la regulación de 28 países de destino.

Destaca también el bajo cumplimiento de las Country Specific Recommendations de la Comisión y el Consejo Europeo a los países miembros. Es muy interesante la propuesta del FMI de vincular las recomendaciones a datos objetivos y medibles para determinar su cumplimiento.

Hay dos fuentes de crecimiento de la productividad laboral:

1. Cantidad de capital disponible por cada trabajador.
2. Eficiencia de uso de los recursos, incluyendo aspectos como la innovación: esto es el TFP.

El ímpetu reformador parece que se está frenando. Uno de los motivos es porque en el corto plazo, el efecto de distribución de las reformas puede tener un impacto impopular. **Las reformas tienen que ser inclusivas para no ser impopulares y eliminar las altas rentas económicas ineficientes en sectores protegidos**, sobre todo en el sector non tradable, para tener efectos beneficiosos en el bienestar social. Por esto, los gobiernos deberán hacer frente a las presiones de lobbys que defiendan intereses creados.

### **Eliminación de las constricciones financieras**

La eliminación de constricciones financieras puede abordarse con soluciones a corto y largo plazo:

Corto plazo: se trataría de gestionar los legacy assets (activos “malos” heredados) y para ello sería necesario que una vez más fluyera el capital desde los países de altos ingresos a los bajos, y que los bancos de los países de bajos ingresos estuvieran suficiente capitalizados para conceder créditos.

De ahí, las ideas de Banking Union y el AQR. El objetivo del AQR es aclarar dudas sobre la calidad y niveles de capital y provisiones, acelerando así el proceso de desapalancamiento y reestructuración del sistema financiero europeo.

Largo plazo:

- La supervisión del SSM (Mecanismo Único de Supervisión) debe desligarse del carácter nacional
- El SSM debe establecer las condiciones para que la entrada de capital extranjero en los mercados nacionales bancarios contribuya a una buena colocación del capital, incrementando la independencia entre los principales accionistas, los gestores del banco y los intereses creados en el país donde el banco opere.
- Eliminar barreras para la banca comercial. Una mayor integración implicaría que las pérdidas provocadas por crisis bancarias locales podrían ser compartidas a través de múltiples jurisdicciones, como sucede en EEUU.

La posibilidad de un nuevo peligro financiero debería aceptarse, momentáneamente, y contrarrestarla implementando medidas macroprudenciales inspiradas en los principios de “loan to value” y “loan to income”.

### **Procedencia de los textos:**

**Benoit Coeue y Peter Praet**, miembros del Comité Ejecutivo del Banco Central Europeo. Enero, abril y octubre 2014

**Peter Praet**, miembro Comité Ejecutivo ECB, en Berlín el 23 de abril 2015 y en Viena el 15 de junio 2015

**Benoit Coeure, miembro del Comité Ejecutivo del BCE, en la Danish Economic Society el 15 de enero 2016**

**Jaime Caruana**, General Manager del BIS, París, 12 de enero 2016

**Benoit Coeure**, Berlín, el 17 de junio de 2016

**Mario Draghi**, Madrid, 30 de noviembre de 2016

**Mario Draghi**, Asamblea Anual del BIS, 27 de Junio de 2016