

ción) mucho más bajos, en muchos casos a la mitad de los multiplicadores de Europa, y ver cómo las ganancias se acumulaban, aunque en algunos casos las inversiones tenían menos liquidez y no podía invertirse en los índices.

Para los inversores de Occidente era una tentación difícil de resistir. Sabíamos que la crisis del año 1998 obligó a los países emergentes a pasar de monedas a tipo fijo, estrechamente vinculadas al dólar, a tipos flexibles y aprendieron la lección de no endeudarse en divisas fuertes. El premio Nobel Joseph Stiglitz criticó el duro ajuste que aplicó el Fondo Monetario Internacional a esos países. El caso más característico fue lo que hicieron en la Cuenca del Pacífico desde Tailandia a Vietnam y en América Latina, a Brasil. China no necesitaba endeudarse. Se trataba de diversificar sus gigantescas reservas, la mayoría en bonos del Tesoro de Estados Unidos y más tarde, bonos soberanos en euros y también acciones. Abrieron oficinas muy discretas, en las principales plazas financieras de Europa, y especialmente fueron vendedores muy activos en Londres.

Las elevadas rentabilidades que los inversores extranjeros obtenían en los países emergentes tuvieron algunos retrocesos, pero el dinamismo de sus economías les permitía recuperarse rápidamente. Y eso fue posible hasta que el entonces gobernador de la Reserva Federal, Ben Bernan-

ke, dejó entrever que podía cambiar la política de bajos tipos de interés. El pánico se extendió en toda la Cuenca del Pacífico y América Latina, porque algunos tenían todavía deuda en dólares (era tan barato tomarlos prestados!) y coincidió con el inicio del ciclo a la baja de las materias primas industriales.

Según el índice Morgan Stanley de los mercados emergentes, las acciones alcanzaron un máximo el cinco de septiembre de 2014. El ocho de enero de este año el índice había bajado más de un tercio. Los que entraron a buenos precios pudieron defenderse, pero los que lo hicieron años más tarde lo tuvieron más difícil. En los dos últimos años y hasta el *lunes negro* del 24 de agosto del 2015, las acciones de China no parecían tener límite, pero existían señales de alarma. Se habían duplicado de precio en pocos meses y si se las comparaba con compañías similares de la bolsa de Hong Kong, mientras en la ex colonia británica cotizaban a ocho veces beneficios en Shanghai lo hacían a un máximo de 25 veces. El ajuste fue inevitable y no ha terminado, porque la bolsa tecnológica de Shenzhen también está cara si se mide el precio sobre beneficios por acción esperados.

La situación de las bolsas de China y la primera devaluación del yuan creó un efecto contagio que se extendió en todas las bolsas europeas y por supuesto en las de Estados Unidos. En la bolsa española, los fondos de inversión colectiva perdieron en pocas semanas la mitad de su valor, pero en octubre recuperaron cinco mil millones de euros. Queda todavía mucho trecho para próximas recuperaciones.

Para concluir, por ahora no son recomendables las inversiones en fondos de la mayoría de países emergentes hasta que cae el temporal. Las bolsas europeas, de forma selectiva, ofrecen más garantías y todavía son más baratas que Wall Street.

Las bolsas europeas, de forma selectiva, ofrecen más garantías y todavía son más baratas que Wall Street"

midor tan sólo debe quedar obligado a devolver la cantidad que efectivamente percibió, pero no sus intereses, tal y como establece la ley contra la Usura.

El Tribunal también hace una lectura política de los préstamos al consumo y considera que el elevado riesgo de impago de los créditos al consumo debe atacarse mediante una adecuada comprobación de la capacidad de pago de los prestatarios, y considera irrespon-

sable su concesión a tipos de interés muy superiores a los normales, pues ello perjudica a quienes cumplen con sus obligaciones. En esas circunstancias, el Tribunal parece intentar corregir estas prácticas del mercado a través de la aplicación de una norma, la ley de Usura, que permite al Juez eliminar totalmente los intereses cuando se consideran manifiestamente desproporcionados.

Esta Sentencia del Tribunal Supremo constituye, por tanto, un importante precedente que afectará principalmente a los préstamos al consumo, créditos rápidos, microcréditos y tarjetas, un mercado que ha experimentado un gran crecimiento durante los últimos años y que corre el riesgo de verse judicializado por la aplicación de una norma que vuelve a cobrar actualidad pese a sus más de 100 años de existencia.

Escrito conjuntamente con Natasha Norman, abogada en Pérez-Llorca

Préstamos al consumo, créditos rápidos, microcréditos y tarjetas corren el riesgo de verse judicializados por una ley de hace más de 100 años"



En los periodos de excesivo crecimiento del crédito aumenta la inversión en sectores en los que la productividad es baja"

Boom crediticio y baja productividad

JOAQUÍN MAUDOS

CATEDRÁTICO DE LA UNIVERSIDAD DE VALENCIA-IVIE-CUNEF



Uno de los problemas más importantes de la economía española es el bajo crecimiento de la productividad. Detrás de ese pobre resultado está la brecha que nos separa de otros países más avanzados en variables como la inversión en I+D o en educación. Por ejemplo, en relación a la zona euro, la ratio I+D/PIB de España es un 41% inferior y el gasto público en educación por cada cien habitantes de 16 a 64 años es un 26% inferior. Nuestra menor productividad explica que nuestro PIB per cápita sea 12,5% menor al de la eurozona.

Si miramos al futuro inmediato, el panorama es bastante lúgubre ya que incluso las previsiones más optimistas del Gobierno plantean crecimientos de la productividad del trabajo muy reducidos. En concreto, el cuadro macroeconómico que acompaña a los presupuestos generales del Estado del 2016 estima en un 0% el crecimiento de la productividad por ocupado en el 2016, tras un raquítico 0,3% en el 2014 y 0,1% en el 2015 (hasta septiembre). Y si miramos el pasado, en los años de expansión del 2000 al 2007 la productividad creció a una tasa media anual de sólo el 0,4%. En los años posteriores hasta el 2014 la tasa aumentó al 1,8%, pero en un contexto de intensa destrucción de empleo.

EXCESOS DEL PASADO

Estos argumentos se aplican a la perfección al caso español en el que del 2000 al 2007 el crédito al sector privado creció a una tasa anual cercana al 18%, sólo superada por Irlanda. No es casualidad por tanto que el propio estudio del BIS utilice a España e Irlanda como ejemplos de las consecuencias a largo plazo de los excesos cometidos en el pasado en términos de crecimiento exagerado del crédito. En ambos países, el boom crediticio coincidió con una intensa creación de empleo en el sector de la construcción y los servicios inmobiliarios en detrimento de otros sectores más productivos. Una vez se pincha la burbuja y comienza la crisis financiera, las economías tienen que reequilibrarse con una intensa destrucción de empleo sobre todo en el sector inmobiliario y en unas condiciones financieras adversas, dadas las dificultades que atraviesa el propio sector bancario ante la pérdida de valor de sus garantías y el aumento de la morosidad del crédito.

Del 2000 al 2007 el crédito al sector privado creció a una tasa anual cercana al 18%, sólo superada por Irlanda..."

lido de la crisis financiera.

Un estudio recién publicado por el Banco de Pagos de Basilea (BIS en sus siglas en inglés) demuestra que un periodo de excesivo crecimiento del crédito deja secuelas a largo plazo sobre la productividad. El motivo es que esa *borrachera* de crédito incentivaba la inversión en sectores en los que la productividad es baja, reasignando empleo de sectores de alta productividad a otros de baja productividad. El ejemplo más ilustrativo es el sector de la construcción/promoción inmobiliaria en el que más creció el crédito en la etapa de la burbuja inmobiliaria al abrigo de la existencia de mayores garantías para respaldar esos créditos. Además, en la medida en la que el propio sector financiero crece y demanda trabajadores cualificados, lo hace a costa de otros sectores productivos, por lo que se desplaza el trabajo cualificado de sectores más productivos a menos productivos. El mismo estudio demuestra que el impacto negativo a largo plazo sobre la productividad (y por tanto sobre el crecimiento del PIB) es mayor si tras el boom crediticio tiene lugar un periodo de crisis financiera. En concreto, en este último caso, la productividad del trabajo cae de forma acumulada un 4% en un periodo de 10 años como consecuencia de la reasignación del empleo.

EXCESOS DEL PASADO

Estos argumentos se aplican a la perfección al caso español en el que del 2000 al 2007 el crédito al sector privado creció a una tasa anual cercana al 18%, sólo superada por Irlanda. No es casualidad por tanto que el propio estudio del BIS utilice a España e Irlanda como ejemplos de las consecuencias a largo plazo de los excesos cometidos en el pasado en términos de crecimiento exagerado del crédito. En ambos países, el boom crediticio coincidió con una intensa creación de empleo en el sector de la construcción y los servicios inmobiliarios en detrimento de otros sectores más productivos. Una vez se pincha la burbuja y comienza la crisis financiera, las economías tienen que reequilibrarse con una intensa destrucción de empleo sobre todo en el sector inmobiliario y en unas condiciones financieras adversas, dadas las dificultades que atraviesa el propio sector bancario ante la pérdida de valor de sus garantías y el aumento de la morosidad del crédito.

Los resultados de esta investigación tienen importantes implicaciones de política económica. Una muy importante es que los

periodos de expansión y contracción del crédito tienen obviamente efectos sobre la demanda, en el primer caso favoreciéndola con financiación abundante y barata y en el segundo dificultándola por el endurecimiento en las condiciones de acceso a la financiación. Pero hay otros efectos importantes por el lado de la oferta, y en concreto, a través del impacto que la reasignación de factores tiene sobre la productividad y que deja secuelas a largo plazo.

POLÍTICA EXPANSIVA

Otra implicación es el impacto a largo plazo de una política monetaria expansiva. Si esta contribuye a la generación de un boom crediticio y este boom tiene efectos a largo plazo sobre la productividad, una vez estalla la crisis financiera, el dinero no es neutral a largo plazo, como hasta ahora se creía, sino que afectará al *output* potencial. Por tanto, la política monetaria debe estar vigilante para evitar la generación de burbujas e incluir entre sus objetivos no sólo los indicadores tradicionales de inflación (como el crecimiento del IPC), sino también del precio de los activos reales y de la propia evolución del crédito. En este último caso, el propio BIS ha aprendido de los errores pasados, incluyendo en los nuevos acuerdos de capital (conocidos como Basilea III) la exigencia de un colchón de capital anticíclico en periodos de excesivo crecimiento del crédito precisamente para frenarlo.

Finalmente, el impacto negativo que un periodo de excesivo de crecimiento del crédito acompañado por otro posterior de crisis tiene sobre el crecimiento a largo plazo de la productividad ayuda a entender la lenta recuperación de algunas economías tras la gran recesión. No es sólo un problema de falta de demanda (como plantea la hipótesis del estancamiento secular), sino de dificultad para recuperar la productividad. Y para muestra un botón: la economía española. Como dice el refrán, "de aquellos barros vienen estos lodos".

... el boom crediticio coincidió con una intensa creación de empleo en el sector de la construcción y los servicios inmobiliarios"