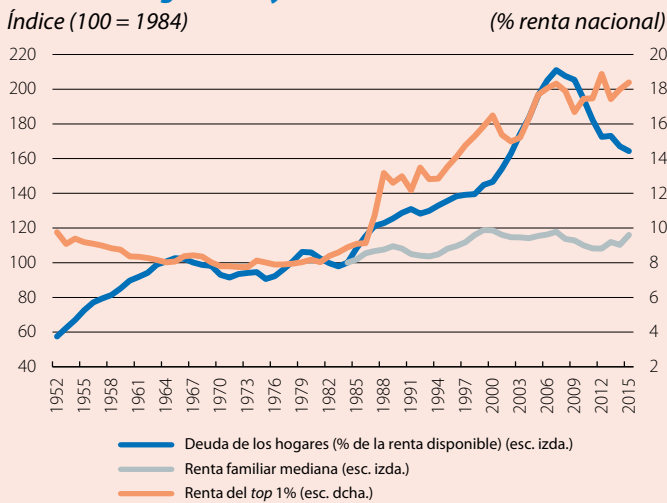


¿La desigualdad puede causar una crisis financiera?

Esta no es una pregunta sensacionalista, sino que está en el centro del debate político y académico. Las cifras de EE. UU. (véase el primer gráfico) hablan por sí solas. Entre 1984 y 2007, la fracción de la renta correspondiente al 1% de la población con mayores ingresos pasó del 8,9% al 18,3% y, paralelamente, la deuda total de las familias saltó del 58,3% de la renta al 123,1%. Mientras tanto, la renta de la familia mediana había aumentado solo un 17,9% (un crecimiento anual promedio del 0,7% que contrasta con el crecimiento del 1,8% del PIB por familia). El siguiente paso que dio la economía es bien conocido: la mayor crisis financiera y económica desde la Gran Depresión de los años treinta. Cronistas y cineastas han interpretado estos acontecimientos para desarrollar una narrativa que entrelaza economía, política y desigualdad. Sin embargo, detrás del telón, el debate sigue vivo: la relación entre desigualdad y deuda es atractiva, pero ¿qué sabemos de ella más allá de las correlaciones?

EE. UU.: desigualdad y deuda

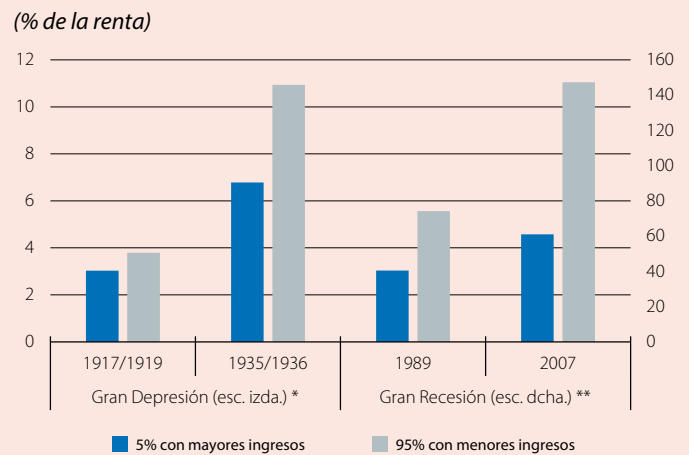


Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de FRED y World Wealth Income Database.

tion para cubrir bajo su paraguas hipotecas de mayor valor y con menores pagos iniciales. Sin embargo, mientras que Acemoglu² ha defendido que el aumento de la desigualdad y el endeudamiento son consecuencia de la desregulación financiera, sin que exista una relación de causa y efecto entre desigualdad y deuda, Rajan³ sitúa la desigualdad como la causa que generó presión social sobre los políticos para incentivar, con cambios regulatorios, un aumento de la concesión de crédito más allá de lo que la solvencia de cada familia recomendaba. En coherencia con la visión de Rajan, Mian y Sufi (2009) muestran que en zonas de los EE. UU. con menos recursos hubo un crecimiento anormalmente alto de hipotecas con pocas probabilidades de repago.⁴ Además, el factor político estaría complementado por el papel del estatus social: ante un aumento de la desigualdad, los individuos desearían endeudarse para poder comprar aquellos bienes y servicios que sus vecinos sí pueden permitirse. En esta línea, Bertrand y Morse (2016)⁵ observan que, entre 1980 y 2008, en las regiones de EE. UU. donde aumentaba la renta de las familias con mayores

Según la teoría económica clásica, si el aumento de la desigualdad refleja un cambio permanente en los ingresos de una parte de la sociedad, la nueva realidad debería imponer un menor consumo y un menor endeudamiento a aquellos individuos que ven reducida su renta. Dado que el aumento de la desigualdad responde, sobre todo, a factores permanentes¹ y, aun así, el endeudamiento ha incrementado, economistas tan prominentes como los premios Nobel Stiglitz y Krugman, el antiguo economista jefe del FMI y expresidente de la Reserva Federal de la India, Raghuram Rajan, o el prolífico Daron Acemoglu, del Massachusetts Institute of Technology, sitúan la política y el estatus social como elementos clave para incentivar el endeudamiento. Hay una batería de ejemplos para ilustrar el papel de la política, como la revocación de la Glass-Steagall Act (que separaba la banca comercial de la banca de inversión para limitar la toma de riesgos), la reducción de los requerimientos de capital para Fannie Mae y Freddie Mac (dos grandes fuentes de financiación para la compra de vivienda) o la extensión de las garantías de la Federal Housing Administra-

Deuda y desigualdad en EE. UU.: paralelismos históricos



Notas: * Nuevo crédito. ** Deuda total. Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Kumhof et al. (2015), «Inequality, leverage, and crises», American Economic Review.

- Destacan los cambios tecnológicos y el impacto de la globalización. La movilidad social es fundamental en tanto que reduce el carácter permanente de la desigualdad.
- Véase Acemoglu, A. (2011), «Thoughts on Inequality and the Financial Crisis», presentación en el congreso de la American Economic Association.
- Rajan, R. (2010), «Fault Lines», Princeton University Press.
- Mian, A. y Sufi, A. (2009), «The Consequences of Mortgage Credit Expansion: Evidence from the US Mortgage Default Crisis», Quarterly Journal of Economics.
- Bertrand, M. y Morse, A. (2016), «Trickle-Down Consumption», Review of Economics and Statistics.
- Este «contagio» no es debido ni a un mayor aumento de los precios inmobiliarios ni a un mayor incremento del índice de precios general de la región.

ingresos también se producía una menor tasa de ahorro del resto de familias.⁶

Uno de los grandes atractivos de la relación causa-efecto entre desigualdad, deuda y crisis financiera es que ya observamos una correlación parecida antes de la Gran Depresión de la década de los treinta: en los años previos, también se produjo un aumento de la fracción de la renta correspondiente a la población con mayores ingresos y un incremento del endeudamiento familiar. Además, como muestra el segundo gráfico, en ambos episodios las familias con menores ingresos concentraron el grueso del endeudamiento. Sin embargo, en un estudio reciente para EE. UU., Coibion *et al.* (2016)⁷ concluyen que las familias con menos recursos se endeudan menos en regiones más desiguales que en regiones con menos desigualdad. Según este estudio, la razón es que, en las regiones de mayor desigualdad, los clientes con menos recursos compiten por el crédito con clientes de mayor solvencia (los de la parte alta de la distribución) y, por ello, obtienen peores condiciones (menor concesión de préstamos y a mayores tipos de interés). Aunque este estudio no rebate la existencia de una relación causal entre aumento de la desigualdad y deuda,⁸ sí que cuestiona la narrativa convencional. Aunque la tesis de Rajan encuentra apoyo en ejemplos palpables de cambios regulatorios y resultados como los de Bertrand y Morse (2016) o Mian y Sufi (2009), el estudio de Coibion *et al.* (2016) sugiere que una mayor desigualdad no va asociada a un aumento del crédito a los más desfavorecidos. En definitiva, la discusión sigue abierta.

Más allá de EE. UU., otras economías avanzadas también han experimentado un aumento importante del endeudamiento familiar, aunque con un incremento más moderado de la desigualdad. De hecho, Bordo y Meissner (2012)⁹ comparan 14 economías avanzadas entre 1920 y 2008 y no encuentran una asociación significativa entre desigualdad y crecimiento del crédito. Este resultado también se refleja en el tercer gráfico, donde vemos que a niveles moderados de desigualdad de las economías avanzadas no hay una relación clara con el nivel de crédito. Sin embargo, cuando nos movemos hacia países con mucha desigualdad, difícilmente encontramos sistemas financieros desarrollados.

De hecho, si tomamos una perspectiva de largo plazo, vemos que, históricamente, el crecimiento económico ha ido de la mano de la extensión de los derechos políticos, la emergencia y la consolidación de la clase media, y el desarrollo de los mercados financieros. En perspectiva, el acceso al crédito es un motor de crecimiento que beneficia especialmente a las personas con menores ingresos y que disponen de menos recursos propios para financiar sus proyectos. Sin embargo, el buen funcionamiento del sistema financiero requiere la existencia de instituciones sólidas que garanticen los derechos de propiedad y el cumplimiento de los contratos. En las economías en desarrollo son las empresas con buenas conexiones políticas las que suelen conseguir un mayor acceso al crédito y menores tipos de interés (principalmente a través de bancos de propiedad estatal). En este sentido, el desarrollo de un estado de derecho avanzado, que va de la mano de una menor desigualdad, tiene el potencial de minimizar el papel de las conexiones políticas y, por tanto, conseguir una asignación más eficiente del crédito. No es casualidad que el Banco de Inglaterra se creara justamente después de que el parlamento inglés consiguiera limitar los poderes de la monarquía en la Revolución Gloriosa de 1688, como tampoco lo es que la Revolución Industrial se iniciara en Inglaterra unos 100 años después.

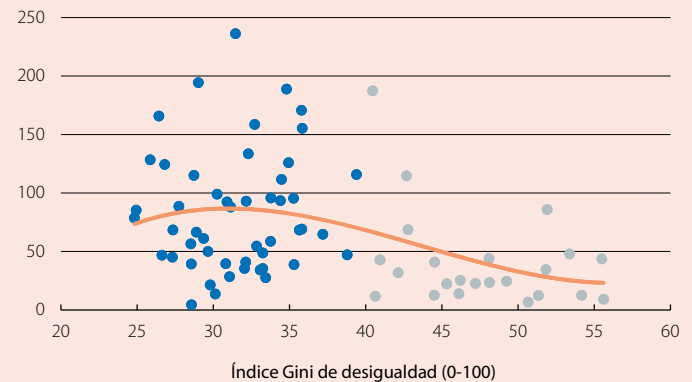
En definitiva, desigualdad, política, desarrollo financiero y desempeño económico son grandes factores que vienen resonando a lo largo de la historia. La Gran Depresión de los años treinta y la Gran Recesión de 2007-2009 han sido eventos únicos en la narrativa contemporánea, cuya dureza los ha hecho trascender en el imaginario colectivo, y muestran la potencia, pero también la complejidad, de estas relaciones económicas.

Adrià Morron Salmeron

Departamento de Macroeconomía, Área de Planificación Estratégica y Estudios, CaixaBank

Desigualdad y desarrollo financiero: comparativa internacional

Crédito doméstico al sector privado (% del PIB)



Nota: Cada punto representa un país en 2010. En azul, países con desigualdad baja y media. En gris, países con desigualdad media-alta y alta.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Banco Mundial.

7. Coibion *et al.* (2016), «Does Greater Inequality Lead to More Household Borrowing? New Evidence from Household Data», Federal Reserve Bank of San Francisco Working Paper.

8. En el sentido de que no analiza la respuesta de los hogares a un aumento de la desigualdad en la región donde residen, sino que compara el comportamiento de hogares con renta parecida en regiones con niveles distintos de desigualdad.

9. Bordo, M. y Meissner, C. (2012), «Does Inequality Lead to a Financial Crisis?», NBER Working Papers.