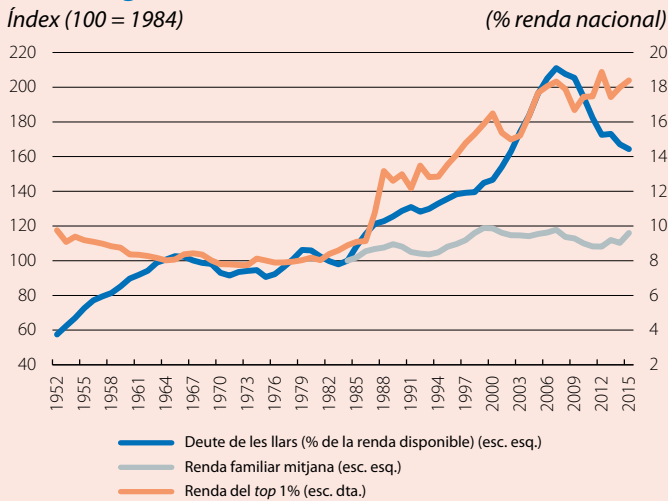


La desigualtat pot causar una crisi financera?

Aquesta no és una pregunta sensacionalista, sinó que està al centre del debat polític i acadèmic. Les xifres dels EUA (vegeu el primer gràfic) parlen per si soles. Entre el 1984 i el 2007, la fracció de la renda corresponent a l'1% de la població amb més ingressos va passar del 8,9% al 18,3% i, paral·lelament, el deute total de les famílies va saltar del 58,3% de la renda al 123,1%. Mentrestant, la renda de la família mitjana havia augmentat només el 17,9% (un creixement anual mitjà del 0,7%, que contrasta amb el creixement de l'1,8% del PIB per família). El següent pas que va fer l'economia és ben conegut: la major crisi financera i econòmica des de la Gran Depressió dels anys trenta. Els cronistes i els cineastes han interpretat aquests esdeveniments per desenvolupar una narrativa que entrellaça economia, política i desigualtat. No obstant això, rere el teló, el debat continua viu: la relació entre desigualtat i deute és atractiva, però, més enllà de les correlacions, què en sabem?

EUA: desigualtat i deute

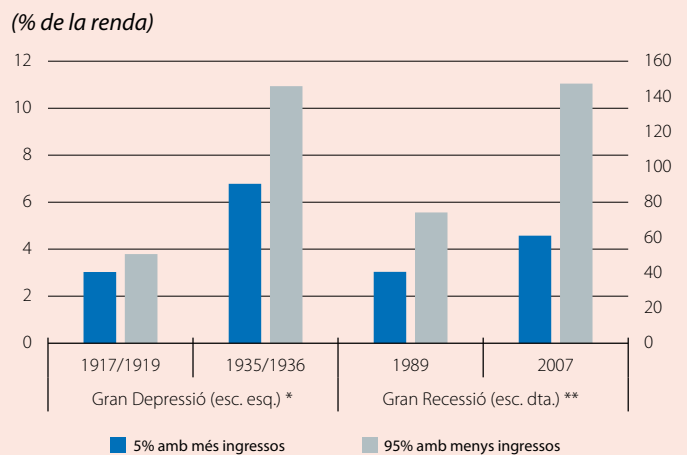


Font: CaixaBank Research, a partir de dades de FRED i de World Wealth Income Database.

tion per cobrir sota el seu paraigua hipoteques de més valor i amb pagaments inicials més baixos. No obstant això, mentre que Acemoglu² ha defensat que l'augment de la desigualtat i de l'endeutament és conseqüència de la desregulació financera, sense que existeixi una relació de causa i efecte entre desigualtat i deute, Rajan³ situa la desigualtat com la causa que va generar pressió social sobre els polítics per estimular, amb canvis reguladors, un augment de la concessió de crèdit més enllà del que la solvència de cada família recomanava. De manera coherent amb la visió de Rajan, Mian i Sufi (2009) mostren que, en zones dels EUA amb menys recursos, va haver-hi un creixement anormalment alt d'hipoteques amb poques probabilitats de repagament.⁴ A més a més, el factor polític estaria complementat pel paper de l'estatus social: davant un augment de la desigualtat, els individus desitgen endeutar-se per poder comprar els béns i els serveis que els seus veïns sí es poden permetre. En aquesta línia, Bertrand i Morse (2016)⁵ observen que, entre el 1980 i el 2008, a les regions dels EUA on augmentava la renda de les famílies amb

Segons la teoria econòmica clàssica, si l'augment de la desigualtat reflecteix un canvi permanent en els ingressos d'una part de la societat, la nova realitat hauria d'imposar un menor consum i un menor endeutament als individus que veuen reduïda la renda. Atès que l'augment de la desigualtat respon, sobretot, a factors permanents,¹ i, així i tot, l'endeutament s'ha incrementat, economistes tan prominents com els premis Nobel Stiglitz i Krugman, l'antic economista en cap de l'FMI i expresident de la Reserva Federal de l'Índia, Raghuram Rajan, o el prolífic Daron Acemoglu, del Massachusetts Institute of Technology, situen la política i l'estatus social com elements clau per estimular l'endeutament. Hi ha una bateria d'exemples per il·lustrar el paper de la política, com la revocació de la Glass-Steagall Act (que separava la banca comercial de la banca d'inversió per limitar la presa de riscos), la reducció dels requeriments de capital per a Fannie Mae i Freddie Mac (dues grans fonts de finançament per a la compra d'habitatge) o l'extensió de les garanties de la Federal Housing Administra-

Deute i desigualtat als EUA: paral·lelismes històrics



Notes: * Nou crèdit. ** Deute total.

Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Kumhof et al. (2015), «Inequality, leverage, and crises», American Economic Review.

1. Destaquen els canvis tecnològics i l'impacte de la globalització. La mobilitat social és fonamental, ja que redueix el caràcter permanent de la desigualtat.
2. Vegeu Acemoglu, A. (2011), «Thoughts on Inequality and the Financial Crisis», presentació al congrés de l'American Economic Association.
3. Rajan, R. (2010), «Fault Lines», Princeton University Press.
4. Mian, A. i Sufi, A. (2009), «The Consequences of Mortgage Credit Expansion: Evidence from the US Mortgage Default Crisis», Quarterly Journal of Economics.
5. Bertrand, M. i Morse, A. (2016), «Trickle-Down Consumption», Review of Economics and Statistics.

més ingressos, també es produïa una menor taxa d'estalvi de la resta de famílies.⁶

Un dels grans atractius de la relació causa-efecte entre desigualtat, deute i crisi financera és que ja observem una correlació semblant abans de la Gran Depressió de la dècada dels trenta: en els anys previs, també es va produir un augment de la fracció de la renda corresponent a la població amb més ingressos i un increment de l'endeutament familiar. A més a més, com ho mostra el segon gràfic, en els dos episodis, les famílies amb menys ingressos van concentrar el gros de l'endeutament. No obstant això, en un estudi recent per als EUA, Coibion *et al.* (2016)⁷ conclouen que les famílies amb menys recursos s'endeuten menys en regions més desiguals que en regions amb menys desigualtat. Segons aquest estudi, la raó és que, a les regions amb més desigualtat, els clients amb menys recursos competeixen pel crèdit amb clients més solvents (els de la part alta de la distribució) i, per això, obtenen pitjors condicions (menys concessió de préstecs i tipus d'interès més alts). Malgrat que aquest estudi no rebutja l'existència d'una relació causal entre augment de la desigualtat i deute,⁸ sí qüestiona la narrativa convencional. Tot i que la tesi de Rajan troba suport en exemples palpables de canvis reguladors i en resultats com els de Bertrand i Morse (2016) o Mian i Sufi (2009), l'estudi de Coibion *et al.* (2016) suggereix que una major desigualtat no va associada a un augment del crèdit als més desfavorits. En definitiva, la discussió continua oberta.

Més enllà dels EUA, altres economies avançades també han experimentat un augment important de l'endeutament familiar, malgrat que amb un increment més moderat de la desigualtat. De fet, Bordo i Meissner (2012)⁹ comparen 14 economies avançades entre el 1920 i el 2008 i no troben una associació significativa entre desigualtat i creixement del crèdit. Aquest resultat també es reflecteix en el tercer gràfic, on veiem que, en nivells moderats de desigualtat de les economies avançades, no hi ha una relació clara amb el nivell de crèdit. No obstant això, quan ens movem cap a països amb molta desigualtat, difícilment trobem sistemes financers desenvolupats.

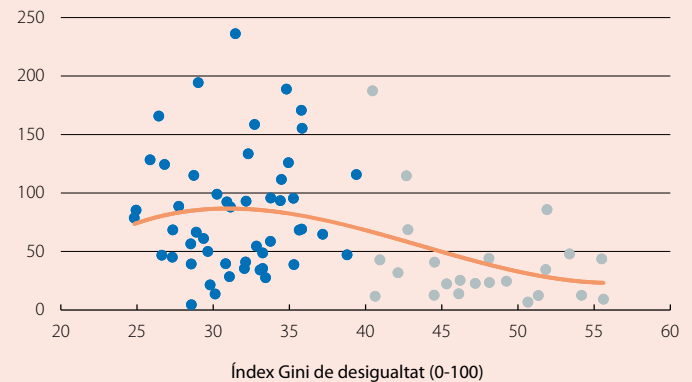
De fet, si considerem una perspectiva a llarg termini, veiem que, històricament, el creixement econòmic ha estat paral·lel a l'extensió dels drets polítics, a l'emergència i a la consolidació de la classe mitjana i al desenvolupament dels mercats financers. En perspectiva, l'accés al crèdit és un motor de creixement que beneficia, en especial, les persones amb menys ingressos i que disposen de menys recursos propis per finançar els projectes. No obstant això, el bon funcionament del sistema financer requereix l'existència d'institucions sòlides que garanteixin els drets de propietat i el compliment dels contractes. A les economies en desenvolupament, són les empreses amb bones connexions polítiques les que solen aconseguir un major accés al crèdit i tipus d'interès més baixos (principalment, a través de bancs de propietat estatal). En aquest sentit, el desenvolupament d'un estat de dret avançat, derivat d'una menor desigualtat, té el potencial de minimitzar el paper de les connexions polítiques i, per tant, d'aconseguir una assignació més eficient del crèdit. No és casualitat que el Banc d'Anglaterra es creés, justament, després que el parlament anglès aconseguís limitar els poders de la monarquia en la Revolució Gloriosa del 1688, com tampoc ho és que la Revolució Industrial s'iniciés a Anglaterra uns 100 anys després.

En definitiva, desigualtat, política, desenvolupament financer i funcionament econòmic són grans factors que ressonen al llarg de la història. La Gran Depressió dels anys trenta i la Gran Recessió del 2007-2009 han estat esdeveniments únics en la narrativa contemporània, la duresa dels quals els ha fet transcendir en l'imaginari col·lectiu, i mostren la potència, però també la complexitat, d'aquestes relacions econòmiques.

Adrià Morron Salmeron
Departament de Macroeconomia, Àrea de Planificació Estratègica i Estudis, CaixaBank

Desigualtat i desenvolupament financer: comparativa internacional

Crèdit domèstic al sector privat (% del PIB)



Nota: Cada punt representa un país el 2010. En blau, els països amb desigualtat baixa i mitjana. En gris, els països amb desigualtat mitjana-alta i alta.
Font: CaixaBank Research, a partir de dades del Banc Mundial.

6. Aquest «contagi» no és degut ni a un major augment dels preus immobiliaris ni a un major increment de l'índex de preus general de la regió.

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 sentit que no analitza la resposta de les llars a un augment de la desigualtat a la regió on resideixen, sinó que compara el comportament de les llars amb una renda semblant en regions amb nivells diferents de desigualtat.

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