

La deuda apalanca la desigualdad

Los períodos prolongados de desigualdad del ingreso promueven el endeudamiento con fondos de los ricos, agudizando el riesgo de crisis económicas profundas

Michael Kumhof y Romain Rancière



ESTADOS Unidos sufrió dos crisis económicas graves en los 100 últimos años: la Gran Depresión de 1929 y la Gran Recesión de 2007. La desigualdad del ingreso posiblemente haya contribuido a originar ambas. Hay dos parecidos notables entre las épocas que precedieron a estas crisis: un fuerte aumento de la desigualdad del ingreso y un fuerte aumento de la razón deuda/ingreso de los hogares.

La información empírica y un modelo teórico coherente (Kumhof y Rancière, 2010) llevan a pensar que existe una relación entre estos dos hechos. Cuando los ricos les prestan una gran proporción de su ingreso a los pobres y a la clase media —como parece haber sucedido durante la larga gestación de ambas crisis— y cuando la desigualdad del ingreso registra un aumento prolongado, las razones deuda/ingreso suben lo suficiente a lo largo de algunas décadas como para generar un riesgo de crisis grave.

El desplazamiento de la riqueza

Examinamos la evolución del porcentaje del ingreso total controlado por el 5% superior de los hogares estadounidenses (clasificados según el ingreso), comparado con las razones deuda/ingreso de los hogares en el período previo a 1929 y 2007 (gráfico 1). Ese porcentaje aumentó de 24% en 1920 a 34% en 1928 y de 22% en 1983 a 34% en 2007 (utilizamos menos años antes de 1929 porque los primeros datos de esa serie están sumamente distorsionados por la Primera Guerra Mundial). Durante ambos períodos, la razón deuda/ingreso de los hogares subió drásticamente. Prácticamente se duplicó entre 1920 y 1932, y también entre 1983 y 2007, alcanzando niveles mucho más altos (139%) en el segundo período.

En el período más reciente (1983–2007), la diferencia entre el consumo de los ricos, por un lado, y de los pobres y la clase media, por el otro, no aumentó tanto como la diferencia de sus respectivos ingresos. La única manera en que los hogares pobres y de clase media pudieron sustentar altos niveles de consumo a pesar del estancamiento del ingreso fue endeudándose (gráfico 2).

En otras palabras, el aumento de las razones deuda/ingreso que muestra el gráfico 1 estuvo concentrado en los hogares pobres y de clase media. En 1983, la razón deuda/ingreso del 5% superior de los hogares era 80%, y la del 95% restante, 60%. Veinticinco años más tarde había ocurrido un cambio sorprendente: la razón era 65% para el 5% superior y 140% para el 95% restante.

Los pobres y la clase media parecen haber resistido la erosión de su ingreso relativo endeudándose para mantener un nivel de vida más alto; entre tanto, los ricos acumularon cada vez más activos e invirtieron en activos respaldados por préstamos a los pobres y a la clase media. Una desigualdad del consumo inferior a la desigualdad del ingreso se ha traducido en una desigualdad mucho más aguda de la riqueza.

El mayor grado de endeudamiento del grupo que percibe los ingresos más bajos tiene implicaciones tanto para el tamaño del sector financiero estadounidense como para su vulnerabilidad a las crisis financieras. La mayor dependencia del endeudamiento observada en el grupo de menos ingreso y el aumento de la riqueza observado en el grupo de más ingreso estimularon la demanda de intermediación financiera.

Entre 1981 y 2007, el sector financiero estadounidense creció rápidamente: la razón crédito privado/producto interno bruto (PIB) subió a más del doble, de 90% a 210%. El porcentaje del PIB correspondiente al sector financiero se duplicó, de 4% a 8%. Debido al aumento de la deuda, la economía resultó más vulnerable a una crisis financiera. Cuando la crisis finalmente estalló en 2007–08, provocó una oleada de insolvencias: 10% de los préstamos hipotecarios cayeron en mora y el producto sufrió una contracción drástica.

Existen obviamente otras explicaciones posibles del origen de la crisis de 2007, y muchos análisis han recalculado el papel de una política monetaria demasiado distendida, una liberalización financiera excesiva y burbujas de los precios de los activos. Se ha determinado que estos factores por lo general tuvieron importancia en los años inmediatamente previos a una crisis, cuando las razones deuda/ingreso subieron de manera particularmente pronunciada. Pero también se puede argumentar, como lo hace Rajan (2010), que en gran medida esto fue simplemente una manifestación de una dinámica fundamental a más largo plazo impulsada por la desigualdad del ingreso. El argumento de Rajan es que la creciente desigualdad del ingreso generó presión política, no para corregir esa desigualdad sino para fomentar el crédito fácil a fin de mantener la solidez de la demanda y de la creación de empleos a pesar del estancamiento de los ingresos.

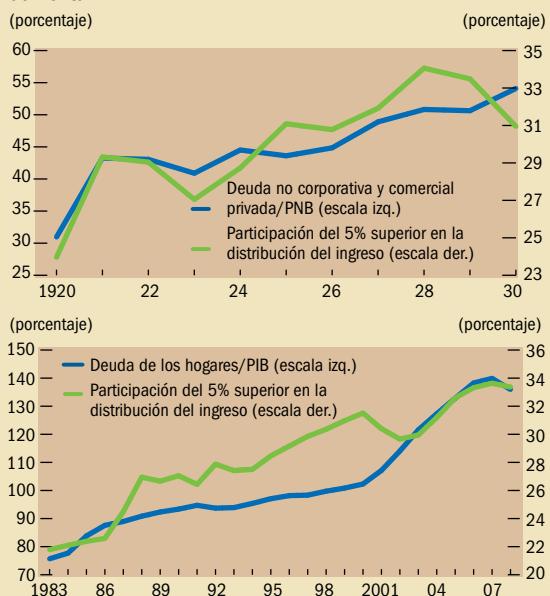
El modelo económico utilizado

Un modelo económico puede ilustrar claramente estos vínculos entre la desigualdad del ingreso, el apalancamiento y las crisis. El nuestro presenta varias características novedosas que reflejan los hechos empíricos descritos arriba. Primero, los hogares se dividen

Gráfico 1

Prestar el ingreso disponible

A medida que la desigualdad del ingreso se acentúa, los ricos les prestan a los trabajadores, cuyo apalancamiento aumenta.



Fuentes: Departamento de Comercio de Estados Unidos, *Statistical Abstract of the United States* (panel superior); Picketty y Saez, 2003 (participación en el ingreso, panel inferior); y Junta de la Reserva Federal, banco de datos sobre flujos de fondos (deuda/PIB).

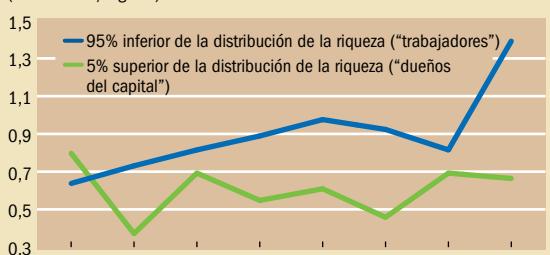
Nota: El ingreso excluye las ganancias de capital.

Gráfico 2

Creciente endeudamiento

Los trabajadores se han endeudado más a medida que los dueños del capital han otorgado en préstamo su creciente ingreso disponible.

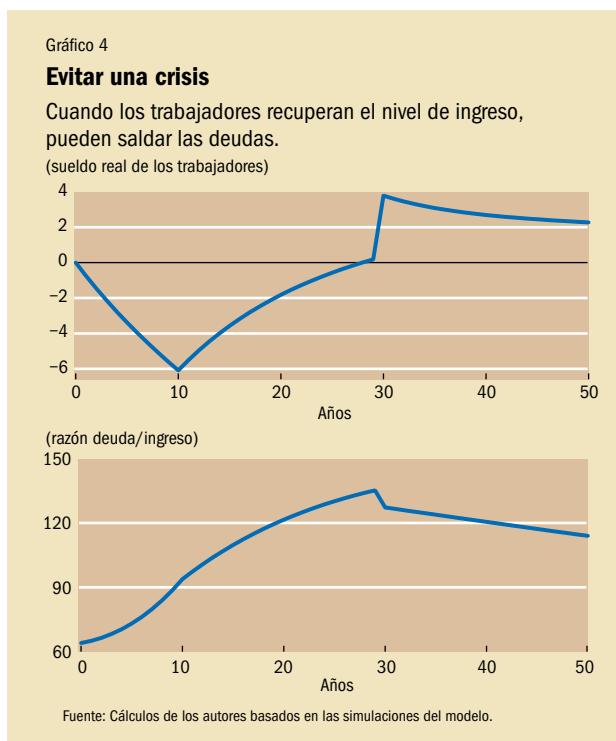
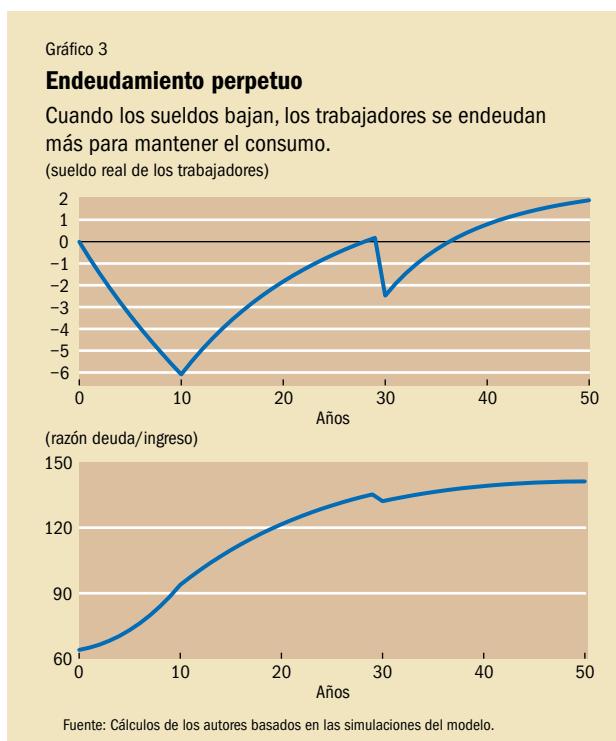
(razón deuda/ingreso)



Fuente: Cálculos de los autores basados en las simulaciones del modelo.

en un grupo que controla el 5% más alto del ingreso (los "dueños del capital") y que deriva todo su ingreso de la rentabilidad de la masa de capital de la economía y de los intereses cobrados por préstamos, y un segundo grupo integrado por el 95% restante (los "trabajadores"), que perciben un ingreso en forma de sueldos. Segundo, los sueldos están determinados por un proceso de negociación entre los dueños del capital y los trabajadores. Tercero, todos los hogares tienen en cuenta cuánto consumen, pero los dueños del capital también tienen en cuenta cuánto capital —capital físico y activos financieros— poseen. Esto implica que

cuando su ingreso aumenta a expensas de los trabajadores, los dueños del capital lo asignarán a una combinación de mayor consumo, mayor inversión física y mayor inversión financiera. Esta última consiste en un aumento de los préstamos a los trabajadores —cuyo consumo originalmente representa un elevadísimo 71% del PIB—, que les proporcione los medios para consumir lo suficiente como para respaldar la producción de la economía.



Nuestro modelo sirve para mostrar qué ocurre cuando la economía sufre un shock prolongado en la distribución del ingreso a favor de los dueños del capital. Los trabajadores se adaptan mediante una combinación de recortes del consumo y deudas para limitar la caída del consumo (gráfico 3). Poco a poco, esto hace subir su razón deuda/ingreso, que sigue el patrón y la magnitud documentados en el gráfico 2. Los trabajadores pueden endeudarse más porque los dueños del capital tienen más ingreso disponible para prestarles.

El aumento del ahorro del grupo superior y del endeudamiento del grupo inferior significa que la desigualdad del consumo crece significativamente menos que la desigualdad del ingreso. Los patrones de ahorro y endeudamiento de ambos grupos generan una mayor necesidad de intermediación y servicios financieros y, en consecuencia, el tamaño del sector financiero más o menos se duplica. El aumento del endeudamiento de los hogares pobres y de clase media crea fragilidad financiera e incrementa las probabilidades de una crisis financiera. Como el poder de negociación de los trabajadores —y con él su capacidad para amortizar y saldar sus préstamos— se recuperan solo de manera muy paulatina, los préstamos continúan apilándose y perdura el riesgo de crisis. Cuando la crisis estalla —a los 30 años, en esta hipótesis—, se produce una gran ola de impagos que cubre 10% del crédito pendiente de los hogares, acompañada de una contracción abrupta del producto, como sucedió durante la crisis financiera de 2007–08 de Estados Unidos.

El modelo apunta a una serie de variables con las cuales el aumento de las razones deuda/ingreso en el período previo a la crisis podría ser incluso peor que el del gráfico 3. Primero, si los dueños del capital asignan el grueso de su ingreso adicional al consumo y a la inversión financiera, y no a la inversión productiva, las razones deuda/ingreso suben mucho más. La razón es que los dueños del capital están dispuestos a prestar a tasas de interés más bajas, lo cual fomenta el endeudamiento, y la masa de capital es menor, lo cual reduce el producto y los ingresos de los trabajadores. Segundo, si la tasa de recuperación a lo largo del tiempo del poder de negociación de los trabajadores es casi cero, ni siquiera una crisis financiera con un nivel sustancial de insolvencias brinda mucho alivio: las razones deuda/ingreso continúan incrementándose durante décadas después de la crisis, y es muy probable que ocurra una serie de crisis financieras.

Las opciones de política económica

Hay dos maneras de reducir las razones deuda/ingreso de los hogares.

El primero es una reducción ordenada de la deuda. Lo que contemplamos aquí es una situación en la cual la crisis y la insolvencia a gran escala son inevitables, pero se emplean medidas para limitar el daño colateral a la economía real, suavizando así la contracción de la actividad económica real. Como esto implica una reducción mucho más pequeña del ingreso para todo caso de impago crediticio, el recorte de las razones deuda/ingreso es mucho más drástico que el que ocurriría en una insolvencia desordenada. Aun así, inmediatamente después de la reducción de la deuda se reanuda una tendencia duradera hacia razones de deuda/ingreso más elevados porque los

trabajadores controlan apenas una pequeña parte del ingreso de la economía.

La segunda posibilidad, ilustrada en el gráfico 4, consiste en restablecer los ingresos de los trabajadores —por ejemplo, afianzando los derechos de negociación colectiva—, lo cual les permite desendeudarse con el tiempo a fuerza de trabajar. Se supone que esto evita una crisis. En este caso, las razones deuda/ingreso disminuyen de inmediato porque sube el ingreso, no porque baje la deuda. Fundamentalmente, el riesgo de apalancamiento seguido de una crisis comienza a aminorar inmediatamente.

Por lo tanto, toda reducción de la desigualdad del ingreso podría ser muy útil para alejar las probabilidades de crisis. Pero las políticas para lograrlo están llenas de dificultades. Por ejemplo, la presión a la baja que pesa sobre los salarios está alimentada por poderosas fuerzas internacionales, como la competencia de China, y la decisión de gravar los ingresos de capital en lugar de los ingresos del trabajo podría empujar la inversión hacia otras jurisdicciones. Pero ese problema no se plantearía si en lugar de gravar los ingresos del trabajo se gravaran las rentas económicas; por ejemplo, las rentas procedentes de las tierras, los recursos naturales y el sector financiero. En cuanto al afianzamiento del poder de negociación de los trabajadores, la dificultad de lograrlo debe sopesarse atendiendo a las consecuencias potencialmente desastrosas de nuevas crisis profundas en el sector financiero y real si continúan las tendencias actuales.

Restablecer una mayor igualdad entre ricos y pobres redistribuyendo el ingreso no solo sería una satisfacción para los

Robin Hood del mundo, sino que también ayudaría a salvar la economía mundial de otra crisis grave. ■

Michael Kumhof es Subjefe de Unidad y Romain Rancière es Economista del Departamento de Estudios del FMI.

Referencias:

Carroll, Christopher D., 2000, "Why Do the Rich Save So Much?", en Does Atlas Shrug? The Economic Consequences of Taxing the Rich, compilado por Joel B. Slemrod (Cambridge, Massachusetts: Harvard University Press).

Dynan, Karen, Jonathan Skinner y Stephen Zeldes, 2004, "Do the Rich Save More?", Journal of Political Economy, vol. 112, No. 2, págs. 397-444.

Kumhof, Michael, y Romain Rancière, 2010, "Inequality, Leverage, and Crises", IMF Working Paper 10/268 (Washington: Fondo Monetario Internacional).

Piketty, Thomas, 2010, "On the Long-Run Evolution of Inheritance: France 1820-2050", PSE Working Paper 2010-12 (París: Escuela de Economía de París).

—, y Emmanuel Saez, 2003, "Income Inequality in the United States, 1913-1998", The Quarterly Journal of Economics, vol. 118, No. 1, págs. 1-39.

Rajan, Raghuram, 2010, Fault Lines: How Hidden Fractures Still Threaten the World Economy (Princeton, Nueva Jersey: Princeton University Press).

Reich, Robert, 2010, Aftershock: The Next Economy and America's Future (Nueva York: Random House).

Reiter, Michael, 2004, "Do the Rich Save Too Much? How to Explain the Top Tail of the Wealth Distribution", Universitat Pompeu Fabra Working Paper (Barcelona).

Schneider, Martin, y Aaron Tornell, 2004, "Balance Sheet Effects, Bailout Guarantees and Financial Crises", Review of Economic Studies, vol. 71, No. 3, págs. 883-913.



PROGRAM IN ECONOMIC POLICY MANAGEMENT (PEPM)

Confront global economic challenges with the world's leading economists, policymakers, and expert practitioners, including Jagdish Bhagwati, Guillermo Calvo, Robert Mundell, Arvind Panagariya, and many others.

A 14-month mid-career Master of Public Administration focusing on:

- rigorous graduate training in micro- and macroeconomics
- emphasis on the policy issues faced by developing economies
- option to focus on Economic Policy Management or International Energy Management
- tailored seminar series on inflation targeting, international finance, and financial crises
- three-month capstone internship at the World Bank, IMF, or other public or private sector institution

The 2011-2012 program begins in July of 2011. Applications are due by January 1, 2011.