



Los ricos y la Gran Recesión

No basta con observar el comportamiento de la clase media para explicar el ciclo de auge y caída en Estados Unidos

Bas Bakker y Joshua Felman

LA VISIÓN convencional de la Gran Recesión que empezó en Estados Unidos en 2007 se centra en el auge y la caída de los precios inmobiliarios y los efectos en el gasto de la clase media, cuya riqueza está concentrada mayormente en la vivienda.

A los ricos se les ha reconocido poco o ningún protagonismo en el auge y la caída del gasto, pero la clase acomodada

sí cumple un papel como generadora de “exceso de ahorro” (Kumhof, Ranciè y Winant, 2013). Es decir, el espectacular aumento en los ingresos de los ricos, desde los años ochenta, los indujo a prestar sus ya elevados ahorros a una muy exigida clase media, que utilizó los fondos para seguir alimentando su consumo y especular en el mercado inmobiliario (Rajan, 2010).

Al comienzo todo salió bien, ya que el auge inmobiliario propulsó una expansión basada en la construcción. Pero para 2007 la fiesta había terminado. La clase media se vio en apuros y dejó de comprar casas, desencadenado un colapso tan vertiginoso de los precios que en muchos casos las hipotecas terminaron valiendo más que los propios inmuebles. Algunos dejaron de pagar. Otros enseguida empezaron a ahorrar más para pagar sus deudas (Mian y Sufi, 2014), en detrimento del consumo. El resultado fue una profunda recesión.

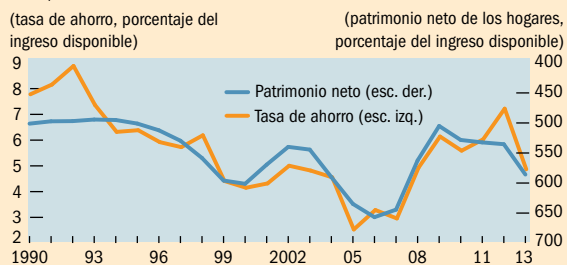
Pero esta visión convencional es incompleta. La Gran Recesión fue tan profunda no solo por la desvalorización de la vivienda, sino también por la reducción de la riqueza financiera. Es más, los ricos no fueron meros espectadores, sino igualmente partícipes activos en el ciclo de consumo. De hecho, dada la magnitud de sus tenencias de activos, las variaciones del gasto de los ricos quizá fueron la causa primaria del auge y la posterior caída (Bakker y Felman, 2014).

El efecto riqueza fue crucial para que la tasa de ahorro de los hogares cayera antes de la crisis y luego despegara (véase

Gráfico 1

Los vaivenes del ahorro

Las tasas de ahorro reflejaron las variaciones del patrimonio neto de los hogares. A medida que aumentó el patrimonio neto, las tasas de ahorro descendieron en Estados Unidos.



Fuente: Bakker y Felman (2014).

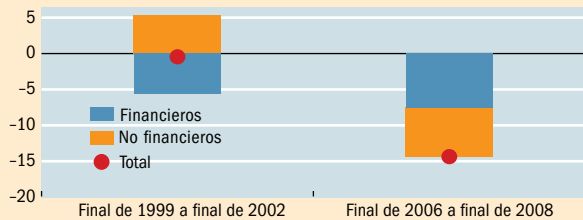
Nota: El eje de la derecha está invertido para mostrar la correlación entre los aumentos del patrimonio neto y las disminuciones en las tasas de ahorro de los hogares, así como las disminuciones del primero y los aumentos de estas últimas. El ingreso disponible es el dinero del que los hogares disponen para gastar o ahorrar después de pagar impuestos.

Gráfico 2

Una de cal y otra de arena

Durante el estallido de la burbuja informática, la disminución de los activos financieros de Estados Unidos estuvo compensada por un aumento de los activos no financieros, principalmente viviendas. Durante la crisis financiera mundial, ambos tipos de activos se desplomaron.

(variaciones de activos, billones de dólares)



Fuente: Bakker y Felman (2014).

gráfico 1). Los precios de los activos se dispararon durante los años de auge, lo que potenció la sensación de riqueza de la gente y la llevó a consumir más y ahorrar menos. Al colapsar los precios de los activos durante la crisis, el efecto de riqueza se revirtió y provocó una caída del consumo (Case, Quigley y Shiller, 2011).

Mian y Sufi (2014) sostienen que las variaciones de los precios de la vivienda fueron críticas porque, a diferencia de los activos financieros, la compra de inmuebles se financia sobre todo con préstamos. Por esta razón, la desvalorización de la vivienda creó dificultades financieras que obligaron a los hogares a recortar su gasto. De ahí que la Gran Recesión fuera mucho más grave que el estallido de la burbuja informática en la bolsa en 2000, a pesar de que las pérdidas bursátiles fueron más o menos iguales a las pérdidas de riqueza inmobiliaria unos años más tarde.

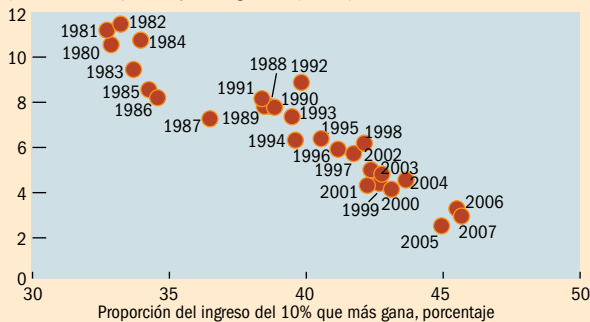
Pero la explicación quizá sea mucho más sencilla. El estallido de la burbuja informática fue mitigado por un aumento de los activos *no financieros* (principalmente viviendas), mientras que

Gráfico 3

Ricos y gastadores

Las tasas de ahorro cayeron a medida que el ingreso de los ricos aumentó durante las tres décadas previas al inicio de la Gran Recesión.

(tasa de ahorro, porcentaje del ingreso disponible)



Fuente: Bakker y Felman (2014).

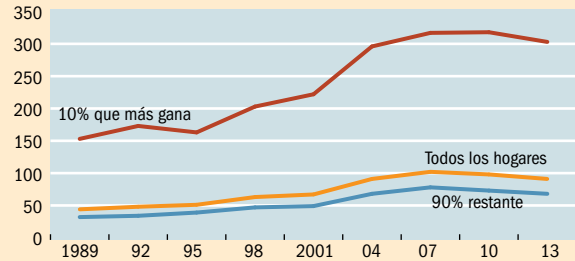
Nota: El ingreso disponible es el dinero del que los hogares disponen para gastar o ahorrar después de pagar impuestos.

Gráfico 4

Deudores ricos y deudores pobres

El endeudamiento de los hogares ricos de Estados Unidos aumentó tan rápido como el de la clase media en los años previos a la crisis mundial.

(deuda media de los hogares, miles de dólares)



Fuente: Bakker y Felman (2014).

el colapso del mercado de la vivienda se vio *exacerbado* por una caída de los activos *financieros* (véase gráfico 2). De hecho, los activos financieros representaron US\$8 billones de la pérdida de riqueza de US\$13 billones dentro del ciclo. Dicho en otras palabras, una de las razones para que el consumo disminuyera comparativamente mucho más durante la Gran Recesión, que durante el estallido de la burbuja informática, fue la magnitud mucho mayor de las pérdidas *globales* de riqueza.

La tasa de ahorro de los ricos

¿Por qué la tasa de ahorro agregado de los hogares disminuyó en los años previos a la crisis, pese a que la distribución del ingreso estaba sesgándose a favor de los ricos que presumiblemente ahorran más? La explicación habitual es que la disminución del ahorro de la clase media fue mucho mayor que el aumento del ahorro de los ricos. No hay datos agregados de ahorro por categoría de ingreso, pero esta explicación no es convincente.

Si antes de la crisis los ricos ahorraron mucho, cuesta explicar por qué la correlación entre la distribución del ingreso y el ahorro en los últimos 30 años ha sido tan *negativa*: cuanto mayor es la proporción del ingreso de los ricos, menor es el ahorro agregado (véase gráfico 3). Además, antes de la crisis, la deuda de los ricos en realidad aumentó tan rápido como la de la clase media (véase gráfico 4), lo que hace pensar que la tasa de ahorro de los ricos tiene que haber estado disminuyendo.

¿Pero por qué los ricos habrían de reducir su tasa de ahorro cuando sus ingresos aumentaban con rapidez? Estaban respondiendo al incremento de su riqueza. Entre 1994 y 2007, la relación riqueza/ingreso del 10% que más gana se disparó de 721% a 912%, mientras que para el restante 90% la relación aumentó solo moderadamente, de 373% a 404% (véase gráfico 5). Con mayores ingresos, los ricos podrían haber ahorrado más, pero el efecto del crecimiento más veloz de su riqueza fue más poderoso, y los empujó a aumentar sus gastos, con la consiguiente reducción de la tasa global de ahorro relativo al ingreso.

Si la tasa de ahorro de los ricos siguió el mismo ciclo que la de la clase media, los ricos tuvieron que haber impulsado de forma crucial el ciclo de auge y caída del consumo. Después

de todo, son los que generaron la mayor parte del aumento del ingreso y la riqueza durante este período (véase gráfico 6).

Para demostrar esto empíricamente, estimamos un modelo de consumo que vincula el consumo de los hogares con 1) el ingreso del 10% que más gana, 2) el ingreso del 90% restante y 3) la riqueza agregada de los hogares. Se observa que de cada dólar adicional de ingreso, la clase media consume 95 centavos, frente a 65 centavos en el caso de los ricos. Eso sugiere que los ricos ahorran mucho más. Pero los ricos también tienen más riqueza. Las estimaciones indican que la propensión marginal al consumo por encima de la riqueza es 2,2%, es decir que por cada dólar adicional de riqueza, el consumo aumenta 2,2 centavos. Este porcentaje quizá no parezca alto, pero como la riqueza del 10% que más gana es tan vasta (US\$50 billones), el impacto en el consumo es considerable.

Luego usamos el modelo para calcular cómo los ricos impulsan el consumo. Presumimos una incidencia significativa, por el simple hecho de que los aumentos de su ingreso y riqueza fueron mucho mayores que los de la clase media.

Gráfico 5

Aumento de la riqueza

La riqueza como porcentaje del ingreso aumentó drásticamente entre 1994 y 2007 para el 10% de la población de Estados Unidos que más gana.



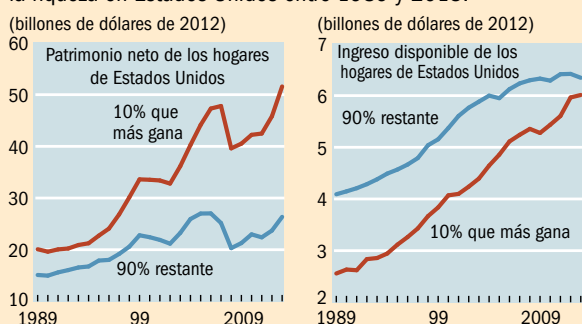
Fuente: Bakker y Felman (2014).

Nota: El ingreso disponible es el dinero del que los hogares disponen para gastar o ahorrar después de pagar impuestos.

Gráfico 6

Los pudientes tienen y ganan

Los ricos concentraron la mayor parte de los aumentos de la riqueza en Estados Unidos entre 1989 y 2013.



Fuente: Bakker y Felman (2014).

Nota: El ingreso disponible es el dinero del que los hogares disponen para gastar o ahorrar después de pagar impuestos.

El modelo revela en efecto algo muy notable. El 10% que más gana generó el grueso del aumento del consumo general. Entre 2003 y 2013, aproximadamente 71% del aumento del consumo fue atribuible a los ricos. Buena parte de la desaceleración del consumo entre 2006 y 2009 obedeció a una caída del consumo de los ricos. Y los ricos también incidieron mucho

Buena parte de la desaceleración del consumo entre 2006 y 2009 obedeció a una caída del consumo de los ricos.

en la posterior recuperación, ya que el repunte de su riqueza alentó una reactivación del consumo (aunque débil, porque el crecimiento del ingreso y las relaciones riqueza/ingreso permanecieron por debajo de los niveles previos a la crisis).

Muchos factores

Al no haber datos concretos sobre el comportamiento del gasto de los ricos (ni de la clase media), nuestros resultados no son definitivos. Con todo, los datos que tenemos indican que hay que modificar la visión convencional de la Gran Recesión. Los inmuebles fueron un factor, pero también lo fueron los activos financieros, que en realidad causaron la mayor parte de la pérdida de riqueza. La clase media desempeñó un papel, pero también lo desempeñaron los ricos. De hecho, los ricos quizá causaron la mayor parte de los vaivenes del consumo agregado durante el ciclo. Estas conclusiones no solo revisten interés histórico, sino que tienen importantes implicaciones para las perspectivas. La proporción del ingreso de los ricos es ahora tan amplia —y su riqueza tan vasta— que en el futuro las fluctuaciones de sus activos podrían sacudir a la economía como nunca lo han hecho. ■

Bas Bakker es Asesor en el Departamento de Europa del FMI y Joshua Felman es Director Adjunto del Departamento de Estudios del FMI.

Referencias:

- Bakker, Bas B., y Joshua Felman, 2014, "The Rich and the Great Recession", IMF Working Paper 14/225 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Case, Karl E., John M. Quigley y Robert Shiller, 2011, "Wealth Effects Revisited, 1978–2009", Cowles Foundation Discussion Paper No. 1884 (Nueva Haven, Connecticut: Yale University).
- Kumhof, Michael, Romain Rancière y Pablo Winant, 2013, "Inequality, Leverage and Crises: The Case of Endogenous Default", IMF Working Paper 13/249 (Washington: Fondo Monetario Internacional).
- Mian, Atif, y Amir Sufi, 2014, House of Debt: How They (and You) Caused the Great Recession, and How We Can Prevent It From Happening Again (Chicago: University of Chicago Press).
- Rajan, Raghuram, 2010, Fault Lines: How Hidden Fractures Still Threaten the World Economy (Princeton, Nueva Jersey: Princeton University Press).