

DOCUMENTOS DE POLÍTICA ECONÓMICA

Equidad y Estabilidad Macrofinanciera

Pablo García Silva

N.º49 Junio 2014





BANCO CENTRAL DE CHILE
CENTRAL BANK OF CHILE

La Serie de Documentos de Política Económica, del Banco Central de Chile, divulga el pensamiento de las autoridades de la institución sobre la economía chilena y la conducción de la política monetaria. Esta Serie es una instancia de difusión y discusión de tópicos relevantes para los objetivos y el accionar del Banco Central, dirigida a un público más amplio que el de los especialistas.

The Series of Economic Policy Papers of the Central Bank of Chile presents views and analyses of the Chilean economy and the conduct of monetary policy prepared by Bank authorities. This series, aimed at the general public, disseminates and discusses topics that are relevant to the goals and operations of the Central Bank.

Documentos de Política Económica del Banco Central de Chile
Economic Policy Papers of the Central Bank of Chile
ISSN 0717-7151

Agustinas 1180, Santiago, Chile
Teléfono: +56 2 26702475 – Fax: +56 2 26702331

Equidad y Estabilidad Macrofinanciera*

Pablo García Silva

Miembro del Consejo, Banco Central de Chile

Resumen

Este documento presenta algunos antecedentes conceptuales y empíricos respecto de la relación entre equidad y estabilidad macrofinanciera. En particular, se enfatiza que los episodios de inestabilidad inflacionaria o crisis financiera tienen conceptualmente un efecto negativo no sólo en los agregados macroeconómicos, sino también en dimensiones distributivas y de equidad. La evidencia empírica presentada apoya esta relación, a partir de las fluctuaciones en la distribución del ingreso durante crisis financieras e inflacionarias en Argentina, Chile, Islandia y Estados Unidos.

Inequality and Macroeconomic Stability

Summary

This paper presents some conceptual empirical evidence of the relationship between macro-financial stability and equity. In particular, it stresses the fact that episodes of inflationary instability or financial crisis have —conceptually— some negative effects not only on macroeconomic aggregates, but also in distributive and equity dimensions. Empirical facts supports this relationship, based on the fluctuations in income distribution during financial and inflationary crises in Argentina, Chile, Iceland and the United States.

* Presentación realizada el 4 de Junio en el XVI Congreso Nacional de Estudiantes de Ingeniería Comercial de Chile, CONCAIC, organizado por la Universidad de Concepción, campus Los Ángeles. Agradezco el apoyo de Sindy Olea y Camilo Pérez y los comentarios recibidos.

Introducción

Aunque la equidad y la estabilidad macrofinanciera son temas trascendentes en el mundo y en Chile, no es habitual que se discuta sobre ambos de forma simultánea. Los análisis sobre estabilidad macrofinanciera se han centrado sobre todo en los eventos en el exterior. Ejemplos de ello son la crisis de Argentina de 2001-2002, la crisis financiera global de 2008, o la crisis soberana en la Eurozona durante los años 2011 y 2012. El análisis y discusión de estos asuntos ha estado circunscrito a los macroeconomistas y expertos en finanzas, que o analizan y estudian lo que pasa afuera, o diseñan y operan hipotéticos escenarios de estrés.

En contraste con lo anterior, es evidente que el debate sobre equidad está bastante vivo y activo en nuestro país. Los niveles de desigualdad del ingreso y de oportunidades en Chile no han sido nunca favorables, pero ahora ha emergido un consenso social bastante transversal respecto a que es necesario hacerse cargo de este problema. Sin embargo, el análisis experto sobre las causas y dinámicas de la desigualdad del ingreso en Chile ha estado centrado en la microeconomía del mercado del trabajo y la educación, y en el análisis experto en políticas sociales.

Puede haber buenas y malas razones para que en Chile no veamos habitualmente una convergencia en temas de equidad y estabilidad macrofinanciera. Por un lado, desde hace varias décadas no experimentamos en Chile episodios de inestabilidad financiera severa, como la crisis de 1982-1983, o de inflación de dos o tres dígitos, como durante parte de la década del setenta. Es por lo tanto una buena noticia que no se discutan las consecuencias de hecatombes como aquellas en la equidad, entendida de manera amplia. Sin duda, disponer de una institucionalidad de política económica y financiera que tiene como objetivos el preservar la estabilidad de precios y evitar crisis ha contribuido a esta buena noticia. De hecho, Chile escapó de tener consecuencias excesivamente negativas en la crisis financiera de 2008 y 2009, gracias precisamente a que se ha construido un sistema de políticas que ha sido lo adecuadamente preventivo para evitar crisis y suficientemente ágil como para dar espacio de maniobra cuando el entorno externo se torna difícil.

Pero por otro lado, es deseable que en la profesión se ejerza de forma más activa el diálogo entre macroeconomistas y microeconomistas sobre temas de interés común. La creciente disponibilidad de información mucho más desagregada, junto con mayor capacidad de procesamiento computacional, permite de hecho abrir un espacio de trabajo conjunto donde se pueden estudiar las implicancias macroeconómicas de la agregación de comportamientos individuales, pero también el impacto desagregado de *shocks* sistémicos.

Además, entender que la estabilidad macrofinanciera es un concepto amplio, que engloba dimensiones del bienestar social, también permite entender la racionalidad de la gestión de

políticas macroeconómicas, más allá de sus objetivos inmediatos de, por ejemplo, crecimiento e inflación. Permite por tanto entender por qué el Banco Central de Chile tiene como sus objetivos el normal funcionamiento de los pagos y la estabilidad de precios.

Que no hayamos observado crisis inflacionarias o financieras en varias décadas no significa que podemos bajar la guardia, puesto que de la complacencia nace la raíz de errores de política económica que pueden generar situaciones bastante catastróficas. Ello además puede no sólo interrumpir nuestros planes como sociedad para avanzar hacia una economía más justa, sino retrotraernos a escenarios de más desigualdad y fragilidad para aquellos segmentos más vulnerables de nuestra economía.

Algunos conceptos iniciales

En esta presentación se vincula estabilidad y equidad, desde el punto de vista práctico, mostrando empíricamente la relación entre estas variables en diversos episodios, tanto en Chile como en otras partes del mundo. Pero primero es necesario revisar algunos conceptos básicos.

Por estabilidad macrofinanciera se entiende un entorno donde hay ausencia de crisis. Es decir, el concepto de estabilidad se definirá como el opuesto al de inestabilidad. Esto puede ser algo maniqueo, pero el debate sobre cómo definir estabilidad macrofinanciera ha sido bastante largo y difícil. Podremos tener dificultades para definir una situación de estabilidad, pero no nos cuesta reconocer cuando la economía está transitando por períodos de inestabilidad o crisis.

La dimensión macrofinanciera engloba tanto aspectos de estabilidad macroeconómica, como por ejemplo la estabilidad de precios, como la estabilidad o normal funcionamiento de la intermediación financiera. Por lo tanto, una situación de hiperinflación o muy elevada inflación, o una crisis bancaria que colapsa un segmento relevante del sistema, son casos de inestabilidad macrofinanciera. Generalmente en los cursos de macroeconomía se estudian y evalúan los efectos sobre los agregados macroeconómicos de estos fenómenos, y existe bastante consenso en que esos efectos pueden ser muy significativos. Sin embargo, y es un punto que quiero enfatizar hoy, los episodios de inestabilidad tienen también desde el punto de vista conceptual efectos distributivos relevantes.

Por ejemplo, el caso de una crisis bancaria puede arrastrar a la quiebra a un número importante de instituciones. El efecto inmediato de un fenómeno como este es que se afecta el valor de los pasivos del sistema bancario, pasivos que han sido típicamente vehículos para canalizar los recursos acumulados de los ahorristas. Sin embargo, es posible que aquellos hogares con mayor información y mayor nivel de riqueza, puedan tener una mayor capacidad para diversificar sus inversiones, tanto dentro del sistema bancario nacional como en el exterior. Por lo tanto, el potencial impacto patrimonial de una crisis bancaria puede ser relativamente menor sobre ellos que sobre los segmentos de hogares que tienen menor capacidad de diversificación, y que por

tanto mantenían una mayor fracción de su ahorro financiero en el sistema bancario local. Más aún, como es habitual que las crisis bancarias vengan acompañadas de crisis de balanza de pagos y cambiarias, aquellos hogares con ahorros en el exterior pueden incluso verse beneficiados en esta crisis. Las crisis de la intermediación bancaria tienden a perjudicar más a los ahorristas que a los deudores, incluyendo al gobierno, puesto que este último puede también entrar en comportamiento de cesación de pagos. Finalmente, este tipo de crisis conlleva significativos costos reales en desempleo y caída en consumo, lo que afectará más severamente el bienestar de los hogares que disponen de menor capacidad de diversificar sus fuentes de empleo o recurrir a activos para compensar la caída de sus ingresos.

En síntesis, una situación de inestabilidad financiera, o derechamente de crisis bancaria, genera grandes transferencias de riqueza entre agentes en la economía, siendo aquellos más perjudicados quienes tienen menores posibilidades de diversificar sus ahorros financieros, sea por menor tamaño o disponibilidad de información. Por lo tanto, es muy probable que una crisis de este tipo aumente la desigualdad y la fragilidad de los hogares más vulnerables.

La inestabilidad de precios, como ocurre en situaciones de hiperinflación o elevada inflación, tiene también efectos nocivos en términos de equidad. En efecto, períodos de escaladas fuertes en los precios carcomen el poder adquisitivo de los hogares cuyo sustento es un ingreso monetario fijo en pesos, y que se reajusta sólo de forma esporádica. Incluso, acelerar el ritmo de reajustabilidad sin enfrentar las razones de fondo de la situación inflacionaria, sólo sirve para acelerar la escalada de los precios. Nuevamente, aquellos hogares con mayor capacidad de diversificación y acceso, por ejemplo, a instrumentos financieros con reajustabilidad, o ahorros en el exterior, tienen una mayor capacidad de enfrentar los efectos negativos de los episodios de alta inflación. Así, la inflación es un impuesto no sólo no legislado, sino además intrínsecamente regresivo.

Evidencia sobre equidad y estabilidad macrofinanciera

Los casos de EE.UU., Argentina, Islandia y el de Chile son útiles para ejemplificar con magnitudes concretas estos efectos¹. Como se puede ver en los gráficos 1 a 4, los períodos de inestabilidad financiera tienen asociados incrementos relevantes de las medidas de desigualdad, sea medida como el coeficiente de Gini o como la fracción del ingreso percibida por los percentiles más altos de la distribución.

En EE.UU., los niveles mayores de desigualdad se han observado en los períodos de crisis bancaria, la Gran Depresión y la crisis financiera de 2008-2009. En Argentina, la hiperinflación y la crisis externa y cambiaria de 2001-2002 llevaron a incrementos significativos en la fracción de la población que vivía por debajo de la línea de pobreza, así como a incrementos en la desigualdad medida con el coeficiente de Gini. En Islandia, la crisis que comenzó en 2008 y se extendió hasta 2010 provocó también incrementos relevantes de la desigualdad y los indicadores de pobreza. Finalmente, en Chile, la crisis bancaria y depresión de 1982-1983 provocó incrementos muy significativos en el desempleo, pero también en los indicadores de desigualdad, los que de hecho demoraron más en caer que la desocupación.

Tomando una muestra más general de países, y cruzando la información de crisis bancarias identificadas por Reinhart y Rogoff (2009) con la de indicadores de desigualdad compilada por Solt (2009), se aprecia que, aun en ausencia de controles por otros determinantes, el coeficiente de Gini se incrementa con posterioridad a una crisis bancaria. Esto ha sido refrendado por estudios más cuidadosos de la relación entre desigualdad y crisis financiera, así como entre desigualdad y el ciclo económico².

Otras consideraciones

Diversos observadores han sugerido que la relación entre equidad y estabilidad no va en una sola dirección. De hecho, la relación que se aprecia entre la distribución del ingreso y la frecuencia de crisis bancarias en EE.UU. se ha usado para argumentar que una situación de desigualdad excesiva puede a su vez provocar inestabilidad financiera, y que esto además está vinculado a la forma como se regula la industria financiera³.

Una forma de este argumento va más o menos así: La desregulación financiera permite una expansión excesiva del sistema financiero —que es el segmento donde es habitual que se concentren las mayores remuneraciones en las economías desarrolladas— y por tanto aumenta la desigualdad del ingreso. Pero al mismo tiempo, la desregulación aumenta la toma de riesgos

¹ Atkinson y Morelli (2014) presentan un barrido más general de estudios de caso.

² Barlevy y Tsiddon (2006), Malinen (2013).

³ Ver, por ejemplo, Rajan (2010), y Kumhof y Rancière (2011).

y el apalancamiento, y fragiliza los balances de los hogares y de las entidades financieras, aumentando la probabilidad de crisis bancaria. De hecho, en algunos episodios, como el de Islandia, donde un sector financiero que se expandió de manera excesiva se contrajo también muy rápidamente con la crisis, es posible ver una disminución en la desigualdad pues los segmentos mejor remunerados del sistema financiero se contraen incluso más rápido que el promedio. Por ahora, los estudios empíricos sobre este vínculo no han llegado a conclusiones generales definitivas⁴.

Conclusiones y lecciones de política

En esta presentación he esbozado algunas consideraciones sobre los vínculos entre equidad y episodios de inestabilidad macroeconómica y financiera. La evidencia es relativamente clara en cuanto a que estos últimos son eventos que afectan de manera severa no sólo los agregados macroeconómicos habituales, sino también los niveles de desigualdad en la sociedad. A lo largo de la historia ha quedado demostrado que las crisis financieras y los episodios de alta inflación generan importantes transferencias de ingreso y riqueza, las que habitualmente terminan perjudicando a los segmentos más vulnerables y de menores recursos de la sociedad. Es por ello que la mantención de la estabilidad financiera y macroeconómica no son objetivos peregrinos para las autoridades económicas sino que son tareas esenciales.

Probablemente, salvo las catástrofes naturales, no hay eventos peores que las crisis financieras y los episodios de muy elevada inflación, que puedan retrotraer el progreso en términos de prosperidad y crecimiento inclusivo en los países. Mantener una vigilancia permanente, evitar la autocomplacencia y asegurar un marco de regulación y supervisión prudencial robusto y activo, son algunos ingredientes para evitar episodios de inestabilidad. Esta es una labor clave para las autoridades económicas, incluido el Banco Central.

⁴ Bordo y Meissner (2012).

Referencias

Atkinson, A. y S. Morelli (2014), "Chartbook of Economic Inequality", ECINEQ Working Paper N°324.

Barlevy, G. y D. Tsiddon (2006), "Earnings Inequality and the Business Cycle", *European Economic Review* 50, pgs. 55–89.

Bordo, M. y C. Meissner (2012), "Does Inequality Lead to a Financial Crisis?", *Journal of International Money and Finance*, Elsevier 31(8), pgs. 2147-2161.

Kumhof, M. y R. Rancière (2011), "Inequality, Leverage and Crises", CEPR Discussion Paper N°. 8179.

Malinen, T. (2013), "Is There a Relationship between Income Inequality and Credit Cycles?", ECINEQ Working Paper N°. 292.

Moss, D. (2009), "An Ounce of Prevention: Financial regulation, Moral Hazard, and the End of Too Big To Fail", *Harvard Magazine*.

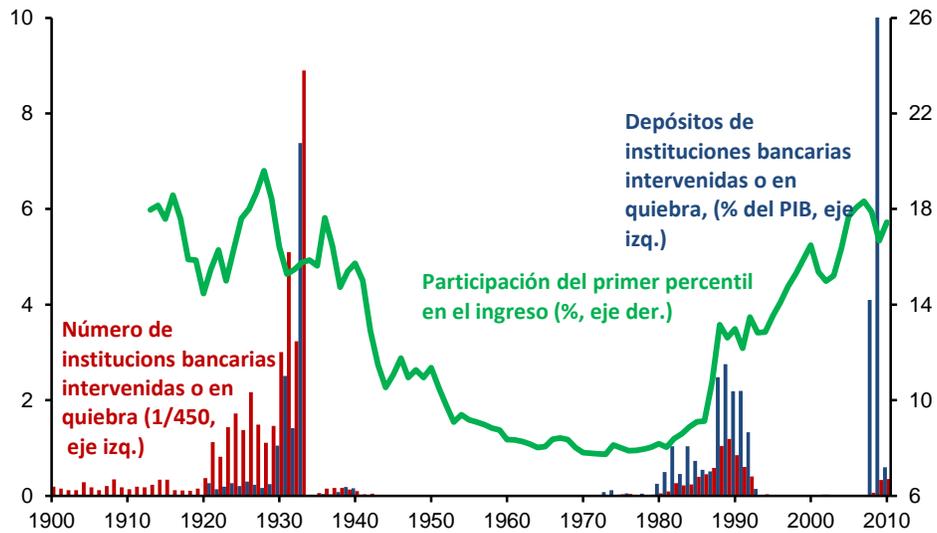
Piketty, T. (2012), *Le Capital au XXI^e Siècle*, Editions du Seuil, Paris XIV^e.

Rajan, R.G. (2010), *Fault Lines: How Hidden Fractures Still Threaten the World Economy*, Princeton University Press.

Reinhart, C. y K. Rogoff (2009), *This Time Is Different: Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton University Press.

Solt, F. (2009), "Standardizing the World Income Inequality Database", *Social Science Quarterly* 90(2), pgs. 231–42.

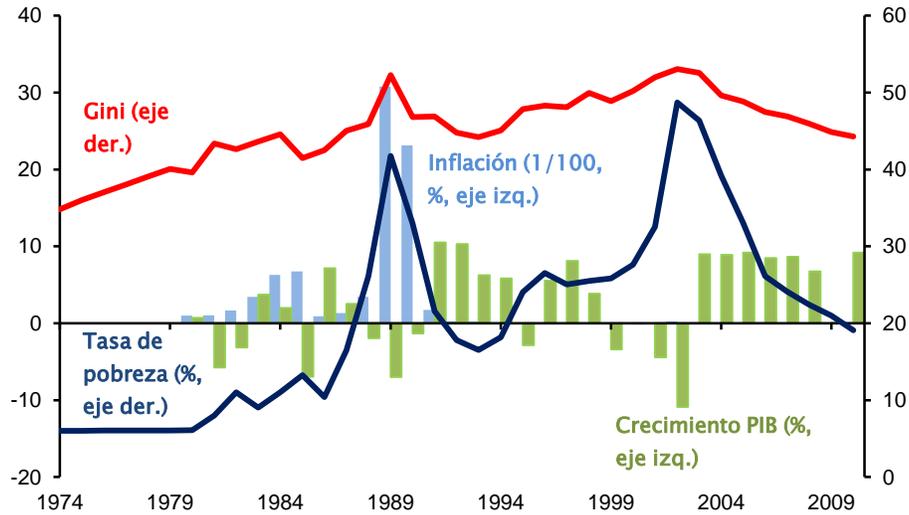
GRÁFICO 1 Equidad y Estabilidad Macrofinanciera, EE.UU. 1990 - 2010



Fuentes: Elaboración propia siguiendo a Moss (2009), con información de Federal Deposit Insurance Corporation (Failures and Assistance Transactions in United States and Other Areas); Piketty (2013); Historical Statistics of the United States.

GRÁFICO 2

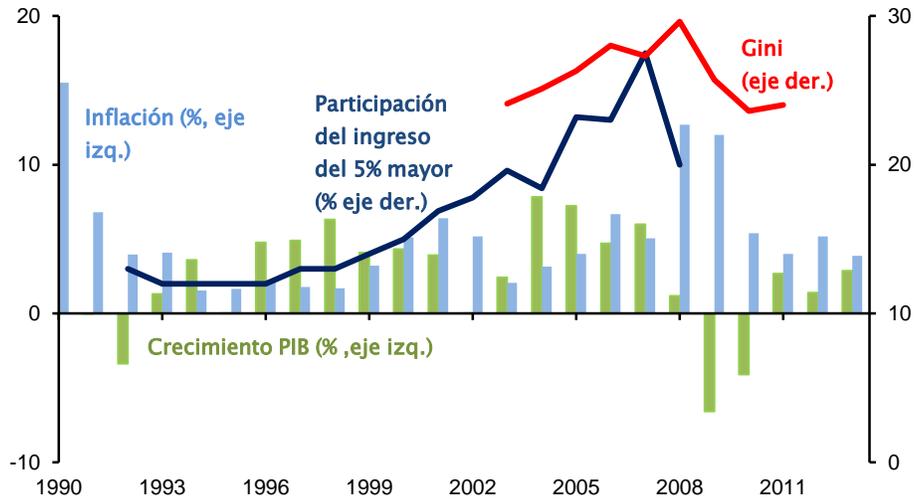
Equidad y Estabilidad Macrofinanciera, Argentina 1974 – 2010



Fuentes: Atkison y Morelli (2014), y World Economic Outlook, FMI.

GRÁFICO 3

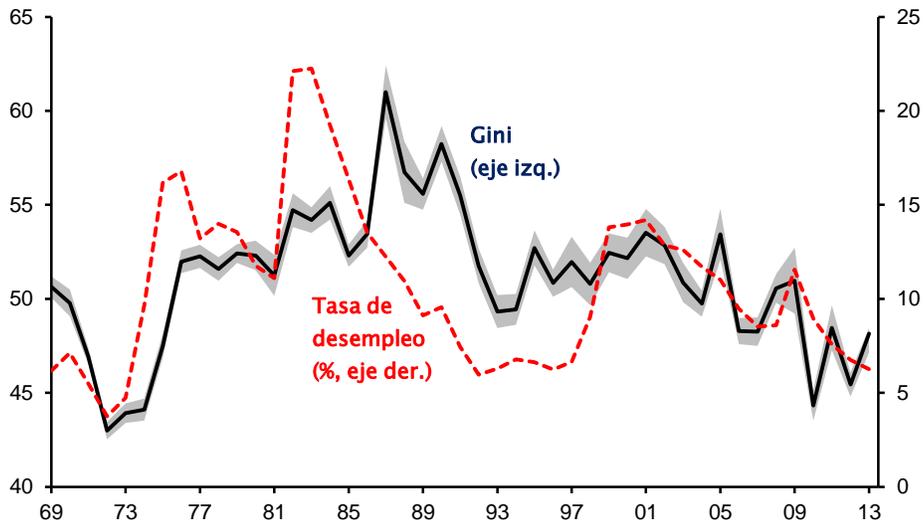
Equidad y Estabilidad Macrofinanciera, Islandia 1990 – 2013



Fuente: Atkison y Morelli (2014), y World Economic Outlook, FMI.

GRÁFICO 4

Coefficiente de Gini y Tasa de Desempleo, Gran Santiago, Chile



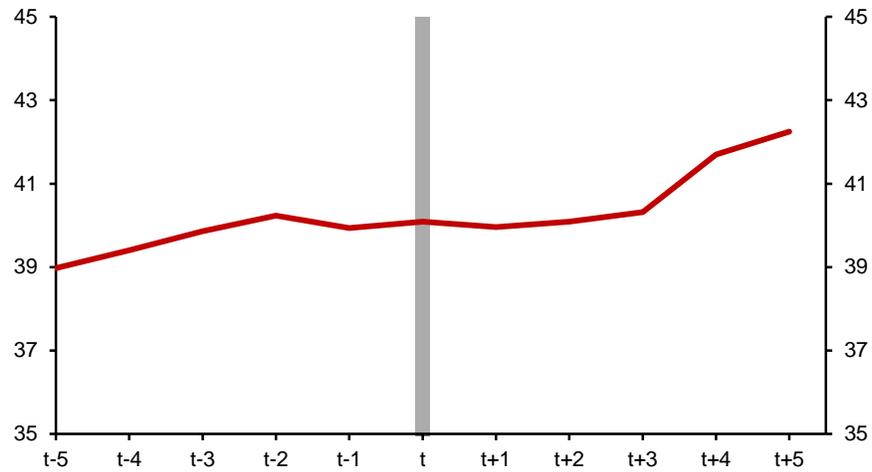
Fuente: Elaboración propia sobre la base de la Encuesta de Ocupación y Desocupación en el Gran Santiago, Universidad de Chile.

GRÁFICO 5

Desigualdad Antes y Después de Crisis Bancarias

Eje x: años antes y después del año t en que ocurre crisis bancaria

Eje y: Coeficiente de Gini



Fuente: Elaboración propia sobre la base de Reinhart y Rogoff (2009) y Solt (2009).



BANCO CENTRAL
DE CHILE

DOCUMENTOS DE POLÍTICA ECONÓMICA • Junio 2014