



UNIVERSIDADE DA CORUÑA

Facultade de Economía e Empresa

Traballo de  
Fin de Mestrado

Actividade financeira  
e desigualdade: unha  
panorámica xeral e o  
caso europeo (1995-  
2014)

Diego García Pérez

Titores: José Manuel Sánchez Santos  
e Emma María Iglesias Vázquez.

**Mestrado en Banca e Finanzas**

Ano 2016

## Resumo

O presente traballo trata de ver como a actividade financeira afecta á desigualdade na renda, riqueza e consumo.

En primeiro lugar realizouse un estudio teórico onde podemos ver que a actividade financeira pode afectar no curto e medio prazo á desigualdade na renda e riqueza por varios canais: canal da composición de ingresos, da carteira, da segmentación financeira, do fluxo de crédito, da redistribución do aforro e das ganancias heteroxéneas. No longo prazo, a actividade financeira afecta á desigualdade na renda e riqueza directamente á través do desenrolo financeiro e, indirectamente, á través da influencia que a actividade financeira ten no crecemento económico e no acceso á educación. No caso da desigualdade no consumo, repásanse as principais teorías que recollen a relación estudada, onde se pode observar o importante papel que xoga o sistema financeiro na evolución das desigualdades no consumo.

En segundo lugar, realizamos un estudio empírico, onde ampliamos o estudio de Beck et al (2007). Estes autores, nun estudio de países de diverso nivel de desenrolo económico, encontraban que o 40% das reducións na desigualdade da renda eran derivadas do impacto positivo que tiña a actividade financeira directamente, mentres que o 60% restante, viña derivado da influencia que a actividade financeira exercía no crecemento económico. No caso do noso estudo para os países europeos desenrolados, vemos que a actividade financeira non afecta directamente á desigualdade na renda e riqueza, e só o fai indirectamente á través de factores de crecemento económico, e de xeito asimétrico ante períodos de crecemento e recesión. Adicionalmente, o que se encontra en común nos dous estudos é que o desenrolo financeiro, á marxe do que suceda coa desigualdade, reduce o risco de pobreza da xente. Ademais, o presente traballo, complementa a análise da desigualdade co estudio da desigualdade no consumo, onde vemos o importante papel que xoga a actividade financeira nas devantidas desigualdades, o que provoca que as desigualdades no consumo poidan aumentar ou reducirse, independentemente do que pase coas desigualdades na renda e riqueza.

**Palabras clave:** actividade financeira, desigualdade, renda, riqueza, consumo e economías europeas.

## Abstract

The aim of this work is to see how the financial activity affects to inequality in income, wealth and consumption.

Firstly, we carried out a theoretical analysis where we can see that financial activity can affect in the short and medium term inequality in income and wealth by several channels: the income composition, the portfolio, financial segmentation, flow of credit, the redistribution of savings and heterogeneous profits. In the long term, the financial activity affects the inequality in income and wealth directly through financial development, and indirectly, through the influence that financial activity has in economic growth and education access. In case of inequality in consumption, it is reviewed the main theories that studied the relationship between the variables studied, where we can see the important role of the financial system in the evolution of inequalities in consumption.

Secondly, we conducted an empirical analysis, where we extended the study of Beck et al (2007). These authors, in a study of countries at different levels of economic development, found that 40% of the reductions in inequality was derived from the positive impact that financial activity has directly, while the remaining 60% came from the influence that financial activity exercised in economic growth. In the case of our study, where we developed European countries, we see that financial activity does not directly affect the inequality in income and wealth, and only makes indirectly effects through economic growth factors, and with asymmetric effects during periods of growth and recession. The idea that is common in the two studies is that the financial development, regardless of what happens with inequality, reduces the risk of poverty of the people. In addition, this work complements the analysis of the study of inequality in consumption inequality, where we see the important role of financial activity in devantidas inequalities, causing that inequalities in consumption can increase or reduce independently, what happens whit income and wealth inequality.

**Keywords:** Financial Activity, Inequality, Income, Wealth, Consumption and European Economies.

# Índice

<b>Introdución.....</b>	<b>9</b>
<b>1. Relación de curto e medio prazo entre a actividade financeira e desigualdade na renda e riqueza .....</b>	<b>13</b>
1.1 Canal da composición de ingresos .....	15
1.2 Canal da carteira .....	17
1.2.1 Actividade financeira, activos financeiros e desigualdade .....	18
1.2.2 Actividade financeira, activos reais e desigualdade .....	20
1.2.3 Actividade financeira, inflación e desigualdade .....	22
1.2.4 Actividade financeira, activos e duración do impacto .....	23
1.3 Canal da segmentación financeira.....	24
1.4 Canal do crédito.....	26
1.5 Canal da redistribución do aforro.....	29
1.6 Canal das ganancias heteroxéneas.....	32
1.7 Principais resultados empíricos da literatura .....	37
<b>2. Relación de longo prazo entre actividade financeira e desigualdade na renda e riqueza.....</b>	<b>39</b>
2.1 Actividade financeira, crecemento económico e desigualdade .....	40
2.2 Actividade financeira, desenrolo financeiro e desigualdade .....	42
2.3 Actividade financeira, educación e redución da desigualdade .....	45
2.4 Actividade financeira e grado de desenrolo da economía: Teoría de U-Shaped ....	46
2.5 Actividade financeira e desigualdade:principais resultados empíricos .....	47
<b>3. Relación entre a actividade financeira e desigualdade no consumo (corto, medio e longo prazo).....</b>	<b>49</b>
3.1 Teoría da Demanda Keynesiana .....	49
3.2 Teoría do ciclo vital-renda permanente .....	50
3.3 Modelo do acelerador financeiro.....	52
3.4 Teoría do efecto demostración .....	54
3.5 Características dos principais factores determinantes do consumo .....	55
3.5.1 Características da riqueza que afectan ó consumo: efecto riqueza. Activos reais versus activos financeiros.....	55
3.5.2 Complementariedade entre acelerador financeiro e efecto riqueza .....	58
3.5.3 Limitacións do acelerador financeiro .....	59

3.6	Efectos asimétricos da renda, riqueza e actividade financeira no consumo.....	61
<b>4.</b>	<b>Evidencia empírica para o caso europeo .....</b>	<b>64</b>
4.1	Variables e metodoloxía .....	64
4.2	Desigualdade na renda.....	67
4.2.1	Índice de GINI como indicador da desigualdade .....	67
4.2.2	O risco de pobreza e exclusión social como indicador de desigualdade...82	
4.2.3	Indicador S80/S20 como indicador de desigualdade .....	87
4.2.4	Índice de GINI, risco de pobreza e exclusión social e S80/S20: principais conclusións e verificación dos resultados.....	92
4.3	Desigualdade no consumo .....	96
4.4	Breve comparativa de resultados entre a desigualdade na renda e no consumo e test dos resultados para o caso da economía española.....	104
	<b>Conclusións.....</b>	<b>110</b>
	<b>Bibliografía.....</b>	<b>115</b>
	<b>Anexo .....</b>	<b>126</b>
	Anexo I: Outras consideracións do efecto riqueza-acelerador financeiro.....	126
	Anexo II: Países utilizados no estudio .....	128
	Anexo III: Variables utilizadas .....	128

# Índice de gráficos

<b>Gráfico 1: Canles polos que a renda afecta á renda e riqueza no curto e medio prazo....</b>	<b>14</b>
<b>Gráfico 2: Tenencia directa e indirecta de accións para os distintos percentiles de renda .....</b>	<b>16</b>
<b>Gráfico 3: Tasa de propiedade inmobiliaria para o caso estadounidense entre 2007 e 2013 .....</b>	<b>21</b>
<b>Gráfico 4: Evolución do crédito e a desigualdade para o caso español entre 1995 e 2014 .....</b>	<b>27</b>
<b>Gráfico 5: Fogares que ingresan máis do que gastan en España en 2002, 2005 e 2008 ...</b>	<b>30</b>
<b>Gráfico 6: Fogares que gastan máis do que ingresan en España en 2002, 2005 e 2008 ...</b>	<b>31</b>
<b>Gráfico 7: Evolución do desemprego segundo o nivel de estudos en España .....</b>	<b>34</b>
<b>Gráfico 8: Tasa de paro segundo o nivel de estudos, promedio e tendencia no ano 2014 .....</b>	<b>34</b>
<b>Gráfico 9:Gasto dos fogres españois en educación segundo o nivel de renda para o curso 2011-2012 .....</b>	<b>34</b>
<b>Gráfico 10: Tasa de crecemento dos salarios por niveles de renda e PIB para o caso español entre 2007 e 2014 .....</b>	<b>36</b>
<b>Gráfico 11: Curva das asimetrías no consumo .....</b>	<b>62</b>
<b>Gráfico 12: Evolución do crédito privado, desemprego, PIB real pc e salarios medios para a economía española entre 1995 e 2014 .....</b>	<b>106</b>
<b>Gráfico 13: Ratio S80/S20 da renda e do consumo para a economía española nos anos 2002, 2005 e 2008 .....</b>	<b>106</b>
<b>Gráfico 14: Evolución da débeda acumulada polos fogares españois entre 1999 e 2014 (% da renda bruta dispoñible) .....</b>	<b>107</b>
<b>Gráfico 15: S80/S20 do consumo e da renda en España, para os anos 1999, 2005 e 2010 .....</b>	<b>108</b>

# Índice de táboas

Táboa 1: Población e proporción de renda do mercado por quintiles para a economía estadounidense no ano 2007 .....	15
Táboa 2: Actividade financeira e Índice de GINI (segundo o modelo de Beck et al, 2007) .....	67
Táboa 3: Actividade financeira e índice de GINI 1 .....	70
Táboa 4: Actividade financeira e índice de GINI, utilizando a capitalización bursátil como indicador de actividade financeira.....	71
Táboa 5: Actividade financeira e índice de GINI 2 .....	73
Táboa 6: Actividade financeira e índice de GINI 2 .....	75
Táboa 7: Actividade financeira e índice de GINI. Subperíodo de crecemento (1996-2005)76	
Táboa 8: Actividade financeira e índice de GINI. Subperíodo de crecemento (1996-2005) e desempleo sin retardo .....	77
Táboa 9: Actividade financeira e índice de GINI. Subperíodo de recesión (2007-2014).....	78
Táboa 10: Actividade financeira e índice de GINI. Subperíodo de recesión (2010-2014) .....	79
Táboa 11: Actividade financeira e índice de GINI. Subperíodo de recesión (2010-2014) e sin retardo do desemprego .....	80
Táboa 12: Actividade financeira e poboación en risco de pobreza e exclusión social (segundo o modelo de Beck et al, 2007) .....	82
Táboa 13: modelo explicativo do risco de pobreza e exclusión social 2 .....	85
Táboa 14: modelo explicativo do risco de pobreza e exclusión social 3 .....	86
Táboa 15: Actividade financeira e indicador S80/S20 (segundo o modelo de Beck et al, 2007).....	87
Táboa 16: Actividade financeira e Indicador S80/S20 .....	89
Táboa 17: Actividad financeira e Indicador S80/S20 (2) .....	90
Táboa 18: Actividad financeira e Indicador S80/S20 (3) .....	90
Táboa 19: Carácter explicativo da educación superior na desigualdade .....	91
Táboa 20:Carácter explicativo do gasto en educación na desigualdade .....	91
Táboa 21: Actividade financeira e riesgo de pobreza e exclusión social para os 5 países máis ricos <sup>62</sup> .....	94
Táboa 22: Actividade financeira e riesgo de pobreza e exclusión social para os 5 países máis pobres <sup>62</sup> .....	94
Táboa 23: Evolución da renda e desigualdade no consumo.....	97
Táboa 24: Desemprego e desigualdade no consumo .....	97

<b>Táboa 25: PIB real pc e desigualdade no consumo .....</b>	<b>97</b>
<b>Táboa 26: Activos reais, aforro e desigualdade no consumo .....</b>	<b>98</b>
<b>Táboa 27: Capitalización bursátil, PIB real pc e desigualdade no consumo .....</b>	<b>98</b>
<b>Táboa 28: Activos reais, actividade financeira e desigualdade no consumo .....</b>	<b>99</b>
<b>Táboa 29: Activos reais, actividade financeira e desigualdade no consumo (anos 2005 e 2010).....</b>	<b>100</b>
<b>Táboa 30: Desigualdade na renda e desigualdade no consumo .....</b>	<b>101</b>
<b>Táboa 31: Actividade financeira e desigualdade.....</b>	<b>102</b>
<b>Táboa 32: Países utilizados no estudo empírico.....</b>	<b>128</b>
<b>Táboa 33: variables explicadas utilizadas no estudo empírico.....</b>	<b>128</b>
<b>Táboa 34: Variables explicativas e de control utilizadas no estudo empírico .....</b>	<b>129</b>



## Introducción

No noso día a día, vemos que un dos sectores fundamentais, que ten unha inmensa importancia nas economías modernas, é o sistema financeiro. Ademais, o sector financeiro é un dos sectores máis globalizado, polo que as súas actuacións nunha área concreta, expáñdense rapidamente á todo o globo. Este incremento da importancia que ten o sistema financeiro, visible sobre todo desde os anos 70 do século XX, podemos constatalo na actualidade, xa que as inestabilidades financeiras nun país de referencia, como Estados Unidos en 2007, desequilibra unha inxente cantidade de economías en todo o mundo, xera recesións, desemprego, malestar social... Por tanto, a súa globalización e rápida propagación dos movementos financeiros por todo o mundo, xunto con esa importancia nos shocks do mundo financeiro para as economías, fai do sector financeiro, un dos sectores con maior importancia para á economía mundial, para os países, e para as persoas no seu día a día.

Por outra banda, outra das variables que xogan gran importancia nas economías actuais é a desigualdade. A desigualdade ten inmensa importancia tanto no eido social como económico, visible xa dende o século XVIII, cando a desigualdade foi unha das causas dun dos principais actos históricos, a Revolución Francesa. Nos nosos días, a desigualdade vemos que é un dos piares de todas as economías modernas, representadas polo chamado Estado do Benestar. Esta idea é defendida por autores como o Nobel Joseph Stiglitz, quen sostén que *“as sociedades sumamente desiguais non funcionan de forma eficiente, e as súas economías non son nin estables nin sotibles a largo prazo”* (Stiglitz, 2012, p.135). Adicionalmente, este autor sostén que un elevado grado de desigualdade pode poñer en risco a cohesión social, xerar inestabilidade, risco político, empeorará as condicións de vida, etc. o que, en última instancia, merma o crecemento económico, tal e como sosteñen autores como Gu e Huang (2014), Héricourt e Bazillier (2014) e Kumhof e (2011), entre outros.

Adicionalmente, certos autores remarcan a importancia da interacción entre a actividade financeira e a desigualdade, como Seguino (2011), quen sostén que

axentes financeiros, como os Bancos Centrais, poden afectar ós patrones de desigualdade cíclica. Outros, como Perugini et al. (2015), Rajan (2010) e Kimhof e Ranciere (2011), por exemplo, encontran importantes relacións entre a desigualdade e a actividade financeira, sobre todo, pola vía dos booms crediticios.

Por tanto, vemos que dúas das variables con gran importancia na actualidade, son a actividade financeira e a desigualdade. **Derivado disto, o obxectivo deste traballo será ver como se poden interrelacionar estas dúas variables.** Deste xeito, trataremos de responder a preguntas como: ¿a actividade financeira pode afectar á desigualdade? No caso de afectar, ¿Cómo o fai, directamente ou a través doutras variables? ¿Qué variables? ¿é igual para todas as economías? ¿A actividade financeira afecta igual á desigualdade na renda e riqueza e no consumo? ¿en que cambia? ¿Qué sucede no caso dos países europeos?

Para levar a cabo este obxectivo, **dividiremos o estudio en dúas partes**, unha parte de revisión da literatura, e unha parte de análise empírica para o caso europeo. En canto o estudio empírico, decidiuse realizalo debido a que non existe moita literatura que relacione a actividade económica coa desigualdade, casi todos os estudos relacionan a desigualdade co crecemento económico e co desemprego. Por tanto, unha breve revisión literaria, dota ó traballo dunha gran importancia. Por outra parte, dada a ambigüidade nos resultados da revisión da literatura, decidiuse realizar unha análise empírica, para ver qué sucedía no caso concreto dos países europeos.

No caso da revisión literaria, dividiremos o estudio das desigualdades na renda e riqueza por unha parte, e da desigualdade no consumo por outro. En primeiro lugar, estudaremos a desigualdade na renda e na riqueza, e dado os distintos efectos que esta variable pode ter no corto/medio prazo e no largo prazo, farase unha división entre os efectos que a actividade financeira ten na desigualdade da renda e riqueza no corto e medio prazo; e os efectos que a actividade/desenrolo financeiro ten no largo prazo. A continuación realizamos un estudio das principais teorías do consumo, e do impacto que a actividade financeira pode exercer no consumo sin separar entre corto e largo prazo, xa que no caso do consumo, esta segmentación entre corto e largo prazo, non se mostra significativa.

A división anterior entre estudio da desigualdade na renda e riqueza por unha banda, e a desigualdade no consumo, por outra; ven motivada porque a renda é a riqueza permítenos ver a desigualdade existente na obtención e acumulación de rendas, e a desigualdade no consumo, permítenos ver a desigualdade no gasto, en como se gasta esa obtención e acumulación de rendas. Isto ten unha gran

importancia, xa que nos permite estudar se as actuacións na obtención e acumulación de rendas van ou non en consonancia coas condutas no gasto, e ver o papel que xoga a actividade financeira nas posibles diverxencias entre desigualdade na renda e no consumo.

Unha vez realizada esa revisión bibliográfica, vimos que non existían uns resultados claros sobre os efectos que a actividade financeira exerce na desigualdade. Por tanto, para tratar de obter uns resultados máis claros, e ó mesmo tempo, coñecer a realidade económica que nos rodea; realizamos un estudio empírico para 30 países europeos ( ver Anexo II) no lapso temporal que abarca dende 1995 ata 2014.

Para realizar este estudio empírico, utilizáronse varios indicadores: Índice de GINI; o risco de pobreza e exclusión social e o indicador S80/S20. Deste xeito, tratamos de conseguir e obter uns resultados que se manteñan robustos para o caso dos tres indicadores de desigualdade. En primeiro lugar analízase o caso do índice de GINI, posteriormente o caso do risco de pobreza e finalmente o indicador S80/S20. A continuación, faremos unha principal comparativa dos tres indicadores e trataremos de ratificar os resultados con outros dous indicadores, a participación nos ingresos totais do 20 e 40% máis pobre da poboación. Así, tratamos de dar a máxima robustez os resultados.

O motivo polo que se escollen os indicadores mencionados ven explicado por dous motivos. En primeiro lugar escóllense varios indicadores, para ver se os resultados coinciden ou non, e no caso de non coincidir, ver o por qué, para así obter un coñecemento maior da materia. Por outra parte, escolléronse estes indicadores porque nos permiten facer un estudio máis amplo, xa que os indicadores, a pesar de medir a desigualdade, presentan certas diferenzas. Así, o Índice de GINI fai unha medición da “desigualdade media”, o risco de pobreza recolle a desigualdade máis extrema (sen considerar ós de maior renda); e o S80/S20 recolle a desigualdade extrema, pero comparándoos cos máis ricos. Deste modo, temos un estudio amplo da desigualdade, que nos permitirá obter conclusións que doutra maneira non poderíamos observar.

Para o caso concreto de cada indicador anterior, tratouse de replicar un dos estudos de referencia nesta materia, o estudio de Beck et al. (2007). Este autor estudía diversas economías, de distinto nivel de desenvolvemento económico; e nos replicaremos este estudio para o caso europeo. Como os resultados obtidos no noso estudo non ían en total consonancia cos obtidos por Beck et al. (2007), tivemos que

completar este estudio realizando unha análise máis ampla, con maiores variables explicativas, etc.

Por último, realizamos unha análise empírica da desigualdade no consumo para o caso dos países europeos (análise que non contempla Beck et al., 2007), para deste xeito ter un coñecemento de todas as áreas da desigualdade económica, utilizando únicamente (dada a limitación dos datos), o indicador S80/S20 do consumo .

Finalmente, unha vez realizado todo o estudio, expoñeranse as principais conclusións sobre os efectos que a actividade financeira pode ter na desigualdade na renda, riqueza e consumo, tratando de responder ás preguntas plantexadas inicialmente, e mostrando as diferencias que obtemos no noso estudo para o caso Europeo, e as que obtén Beck et al. (2007) para outra mostra de países máis diversa.

# 1. Relación de curto e medio prazo entre a actividade financeira e desigualdade na renda e riqueza

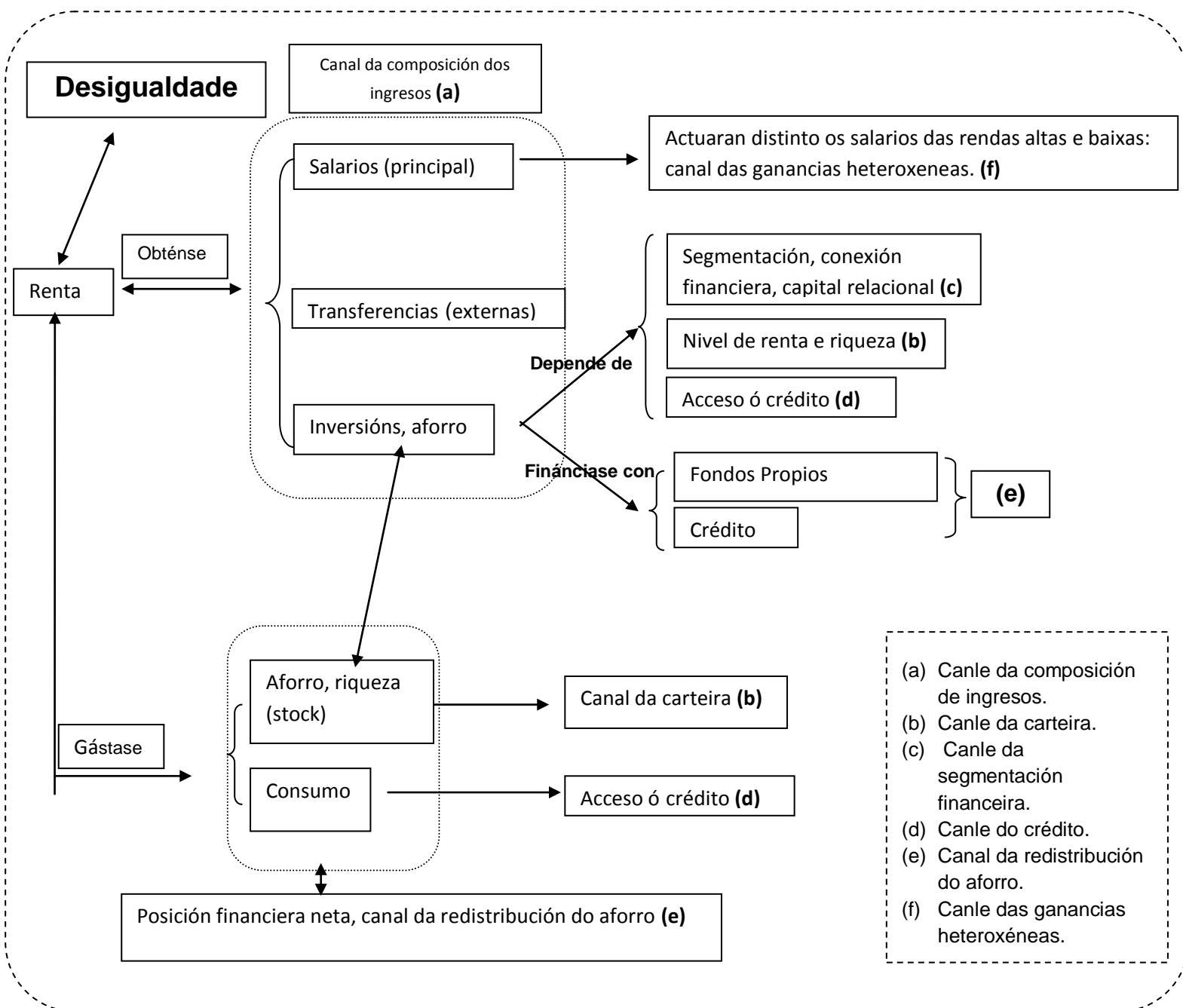
Para comezar, estudiaremos como a actividade financeira influe na desigualdade no noso día a día e no futuro máis cercano, é dicir, no curto e medio prazo. Para tratar de explicar isto, procederáse á analizar as principais vías polas cales a actividade financeira pode afectar á desigualdade na renda e na riqueza, xa que, os efectos da actividade financeira poden provocar efectos na desigualdade por distintas vías. Adicionalmente, os efectos que se canalizan polas distintas vías poden causar efectos contrapostos, e dependendo que canle teña un maior peso, os efectos poden ser uns ou outros. Por tanto, derivado do anterior, é de vital importancia coñecer as principais vías polas que a actividade financeira pode chegar a afectar á desigualdade.

Os principais canles son<sup>1</sup>: o canal da composición de ingresos, o canle da carteira, canal da segmentación financeira, canal do crédito, canal da redistribución do aforro e canle das ganancias heteroxéneas. Os 4 primeiros presentan efectos que apuntan na mesma dirección, mentres que os restantes presentan relacións no sentido oposto. Para comezar, podemos observar a seguinte figura, que nos aclara como os distintos canles da renda e riqueza poden provocar que a actividade financeira afecte á desigualdade na renda e riqueza.

---

<sup>1</sup> Algúns dos canles aparecen enunciados en Coibion et al. (2012), pero non a totalidade dos mesmos.

**Gráfico 1: Canles polos que a renda afecta á renda e riqueza no curto e medio prazo**



Fonte: Elaboración propia

## 1.1 Canal da composición de ingresos

Esta canle, máis coñecida pola literatura como “*income composition channel*”, fai referencia á obtención dos recursos, é dicir, responde á pregunta: ¿de onde obteñen os recursos as familias? Isto ten relevancia, xa que en función de que as familias obteñan os ingresos dunha ou doutra vía, os efectos poden ser distintos.

O anterior reflexa á premisa de que existen diferenzas entre os fogares en canto ás fontes principais de ingresos. A maioría dos fogares dependen dos ingresos laborais, pero existen outros que tamén obteñen ingresos das empresas e do capital. Se a actividade económica (como poden ser a política monetaria expansiva, certa desregulación ou evolución financeira e etc.) plantexa beneficios adicionais ós salarios, os que posúen outros activos, como poden ser propiedades en empresas e etc., tenden a incrementar os seus beneficios; e viceversa (Coibion et al, 2012). A maiores, como se soe pensar, e como demostran os datos da táboa 1<sup>2</sup> e no gráfico 2, os que obteñen beneficios adicionais ás rentas do traballo soen ser os máis ricos, o que xustifica a importancia da actividade financeira na desigualdade por esta vía.

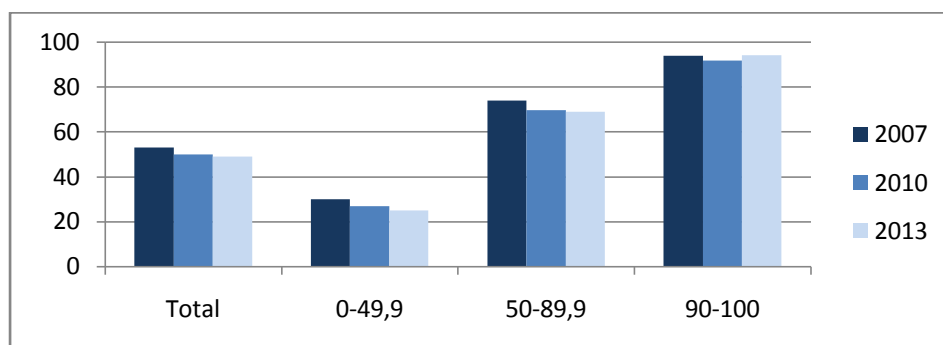
**Táboa 1: Población e proporción de renda do mercado por quintiles para a economía estadounidense no ano 2007**

quintil	Población		Rendementos do mercado		Renda despois de transferencias e impostos	
	Proporción	Proporción acumulada	Proporción	Proporción acumulada	Proporción	Proporción acumulada
<b>Primeiro</b>	20	20	2	2	4	4
<b>Segundo</b>	20	40	7	9	9	13
<b>Terceiro</b>	20	60	12	21	14	27
<b>Cuarto</b>	20	80	19	40	20	47
<b>Quinto</b>	20	100	60	100	53	100

Fonte: Elaboración propia a partir de CBO (2011)

<sup>2</sup> Neste caso utilízanse os datos para a economía estadounidense a título de exemplo. Se analizamos os datos de “structure of earnings survey annual earnings” de Eurostat (2016), os resultados seguen a mesma tendencia, os máis ricos son os que maiores rendas obteñen por outras vías que non sexan os rendementos do traballo. Para máis información o canle da composición de ingresos, consultar, por exemplo, CBO (2011).

**Gráfico 2: Tenencia directa e indirecta de accións para os distintos percentiles de renda**



Fonte: Elaboración propia con datos de Fed (2014)

En consonancia co anterior encontramos o estudo de CBO do ano 2011<sup>3</sup>, onde se menciona que os quintiles máis ricos reciben só o 40-50% da súa renda das ganancias do traballo entre 1980 e 2007, e as ganancias financieras e de negocios de aproximadamente 30 e 20% respectivamente. Pola contra, Coibion et al. (2012) encontra que o peso dos salarios sobre o total dos ingresos nos quintis máis altos era do 80% para o ano 2.000.

Estes resultados apuntan en direccións contrarias, aínda que, para algún caso, podemos encontrar unha posible relación ós resultados dispares. Pode ocorrer que os de maior renda reciban en forma de salario unha parte moi importante dos seus ingresos (tal e como sostén Coibion et al, 2012), pero dese salario unha parte sexa variable, en accións, opcións e etc., de ahí que os salarios sexan importantes, pero a rendibilidade financeira tamén.

A maiores, estes autores (Coibion et al., 2012) encontran que para EEUU, os salarios representan en torno o 74% dos totales de ingresos nas clases medias, e un 40% nas clases máis baixas. A explicación que dan os autores é que nos casos das rendas máis baixas, cobra gran importancia outras partidas (en torno a un 50% segundo os autores), tal e como é a partida de “otros ingresos”. Esta partida está constituída por seguro de desemprego, pagos do Seguro Social e de pensións, asistencia social, etc.; que se ven en menor medida afectados polas variacións ocasionadas pola actividade financeira. No segundo quintil esta proporción abarca en torno a un 25%, e nos dous quintiles superiores non chega nin a un 10%.

<sup>3</sup> Recollido en Coibion et al. (2012).



Por tanto, vemos que na maioría dos casos, as accións da actividade financeira afectan por esta vía á poboación a través dos salarios, e adicionalmente, afectan principalmente ós de maiores rendas, pois son os que teñen inversións de maiores proporcións (en comparación coa súa renda total) en activos que se ven afectados por estas variacións financeiras. Pola contra, as transferencias e axudas estatais que complementan a renda dos de menor renda, non se ven afectadas de xeito notorio pola actividade financeira.

En liña co anterior, podemos citar a título de exemplo, o caso da economía estadounidense; onde se incrementou a desigualdade nos últimos anos, motivada, principalmente, pola percepción por parte dos máis ricos de rentas dos negocios e de capital, tal e como se pode observar en CBO (2011). Deste xeito, vemos que a actividade financeira e o mundo dos negocios axudaron a incrementar a desigualdade derivado das ganancias adicionais ó mundo laboral que perciben os de maior renda, nos anos anteriores á gran recesión primisecular do 2007.

Por tanto, remarcamos ó mencionado, **as variacións na actividade financeira que afecten a renda por outra vía que non sexa os salarios, podemos concluir que afectarán sobre todo ós de maior renda, xa que son os que, xeralmente, perciben rendas adicionais ós salarios que sufren variacións derivadas da actividade financeira.**

## 1.2 Canal da carteira

Este canle, coñecido na xerga como “*portfolio channel*”, fai referencia a carteira de inversión dos distintos axentes, é dicir; ¿onde se invisten os seus recursos? Este canal provocará que a actividade financeira afecte de distinto xeito ós distintos activos e distintas inversións que realizan as familias.

**Á relación entre a actividade financeira e a desigualdade a través desta canle, pode darse principalmente por dúas vías:<sup>4</sup> pola vía dos intereses e pola vía da inflación.** Como os fogares de renda baixa tenden a manter (relativamente) unha maior proporción da súa renda en activos líquidos, os procesos inflacionarios ou

---

<sup>4</sup> Axentes financeiros como o Banco centrar coa política dos tipos, expansión monetaria, control do crédito, o coeficiente de encaixe, os bancos con facilidades ou complicacións para o crédito, expansións crediticias, redución de necesidades de capital para os bancos e etc., poden afectar na economía real, como nos precios das vivendas ou outros activos, e por tanto, na inflación e finalmente na desigualdade.

de baixos tipos de interese, actúan contra a parte do diñeiro líquido, favorecendo os máis ricos. Isto ven derivado de que a maioría dos estudos, como por exemplo Erosa e Ventura (2002), mostran que os fogares de maior renda soen investir en activos máis ilíquidos, e os de menores recursos en activos máis líquidos. Ante variacións nos tipos ou na inflación, estes activos varían de precio de xeito distinto, conducindo isto a efectos en materia de desigualdade.

Por tanto, pasaremos a analizar separadamente como interactúa a actividade financeira cos distintos tipos de activos e as variacións de prezos. En primeiro lugar analizaremos os activos financeiros, continuaremos cos activos reais; e finalmente, faremos unha revisión de traballos empíricos que estudien as relacións anteriores, para rematar cunha mención á importancia da duración das inversións.

### 1.2.1 Actividade financera, activos financeiros e desigualdade

Unha das grandes vías a través das cales o canle da carteira pode canalizar os efectos da actividade financeira, é a través **dos tipos de interese** ( política monetaria, cambios na oferta e demanda destes activos e etc.). Esta vía podemos vela dun xeito claro e sinxelo para o caso das accións a través da fórmula de Gordon Shapiro ou de WACC (Media ponderada do custo de capital). A título ilustrativo utilizaremos o modelo de desconto de dividendos (Gordon-Shapiro), xa que os efectos que queremos comprobar serían similares, e deste xeito gañaremos en simplicidade. Este modelo, o cal podemos ver en múltiples manuais da materia, como por exemplo en Piñeiro e de Llano (2010, p.158-165) ou Cecchetti, S. et al (2008); consta dos seguintes elementos:

$$P_0 = \sum_{t=1}^n \frac{d_t}{(1+k_e)^t} + \frac{P_n}{(1+k_e)^n},$$

Onde,

$P_t$ = precio do activo nos distintos monetos de tempo.

$D_t$ =dividendo no momento t

$K_e$ =rendibilidade esixida polo propietario da acción. Inclúe o interese libre de risco e unha prima de riesgo asociada con esa empresa.

Por tanto, ceteris páribus, ante baixadas dos tipos de interese, os precios das accións incrementarase, e viceversa; polo que a baixada dos tipos de interese favorecerían ós posuidores deste tipo de activos, e viceversa. Se a maiores vemos que estes activos están sobre todo en mans dos máis ricos, por esta vía, unha baixada

dos tipos de interese incrementaría a desigualdade e unha subida dos tipos, reduciría a desigualdade.

Ademais, se esta baixada dos tipos de interese ven como obxectivo de políticas dalgún ente financeiro favorecendo para o impulso económico, o efecto desta vía podería ser aínda maior, pois tamén podería afectar á desigualdade pola vía dos dividendos.

Algo similar ocorre no caso dos bonos, pois tal e como podemos ver en Cecchetti, S. et al (2008), o precio dos bonos determinase:

$$P_0 \text{ dun bono con cupón} = \sum_{t=1}^n \frac{C_t}{(1+i)^t} + \frac{\text{Valor nominal}}{(1+i)^n}$$

Ou, para velo dun xeito máis sinxelo,

$$P_0 \text{ dun bono perpetuo} = \frac{\text{cupón anual}}{i}$$

Como vemos, o efecto do interese é similar ó caso das accións, coa baixada dos tipos de interese aumenta o valor do prezo dos bonos, e como estes soen estar en mans dos de maior renda, provocase un incremento na desigualdade, e viceversa.<sup>5</sup>

Por outra parte, nun mundo cada vez máis internalizado e globalizado, sobre todo no que atinxe ós movementos de capitais, non nos podemos olvidar das inversións internacionais. Para o caso das inversións internacionais, no caso do corto prazo, podemos facer unha análise reducida para ilustrar de xeito orientativo como funciona este canal para o caso financeiro<sup>6</sup>. Así, vemos que a actividade financeira, como por exemplo, o descenso de tipos de interese ou a política monetaria, poden afectar ó tipo de cambio. A literatura<sup>7</sup> encontra que, *ceteris paribus*, unha redución (aumento) do tipo de interese ou unha expansión (contracción) monetaria, deprecian (aprecian) a moeda nacional, sendo este efecto máis acusado no corto prazo ca no largo prazo, xa que no l/p os precios reaccionan e reducen os efectos provocados inicialmente (sobre-reacción a corto prazo). Por tanto, ante depreciación da moeda os retornos das

---

<sup>5</sup> Para comprender a lóxica económica destes movementos expresados nas fórmulas, ver Cecchetti, S. et al (2008).

<sup>6</sup> Para ver máis información, ver Krugman, P. et al (2012).

<sup>7</sup> Ver os distintos manuais como Krugman et al (2012) ou Blanchard et al. (2012).

nosas inversións estranxeiras incrementase, e dado que estas inversións son levadas á cabo polos de maior renda, por esta vía pode incrementarse a desigualdade.

En base ó anterior poderíamos dicir que as inversións financeiras terán valor segundo as súas rendas esperadas, polo que, ceteris paribus, ante a subida de interese baixaría o seu valor, e ante a baixada de tipos; subiría o seu valor. **Como este tipo de inversións as soen levar a cabo os fogares de maiores posibilidades, as baixadas de tipos incrementan a desigualdade por esta vía, e as subidas de xuros reduciríana.**<sup>8</sup>

Por outra parte, tal e como anunciabamos nos parágrafos anteriores, os fogares de menores recursos soían ter activos dunha maior liquidez, como poden ser, por exemplo, aforro á vista ou depósitos á prazo. Por tanto, neste caso, a baixada de interese perxudicaríaos e a subida, poderíaos beneficiar, aínda que con menor impacto sobre a súa posición total, xa que este tipo de activos ocupan unha proporción pequena na xeración da renda, en contraposición coas inversións dos fogares de maior renda. Por tanto, por esta vía, aínda que con baixa dimensión, a baixada de tipos tamen pode perxudicar ós máis pobres.

**Finalmente, podemos resumir que, as baixadas de tipos ou expansións económicas soen conducir a incrementar a inflación, e, por esta vía, incrementar a desigualdade.**

### 1.2.2 Actividade financera, activos reais e desigualdade

Á marxe das propiedades financeiras, moitos patrimonios tamén invisten parte dos seus recursos nas vivendas, para obter a maior rendibilidade posible dos seus recursos. Por esta vía, vemos que activos, como poden ser as inversións inmobiliarias, forman parte das carteiras de inversión de moitos patrimonios. Deste xeito, a actividade financeira actuará sobre os tipos de interese, e este influirá sobre o valor das vivendas. Sobre esta materia podemos encontrar autores como por exemplo MacDonald et al. (2011), quen esosteen que os baixos tipos de interese poden conducir cara precios das vivendas superiores, o cal incrementa a riqueza dos seus propietarios. MacDonald et al. (2011) sosteen as taxas de interes afectan dun xeito

---

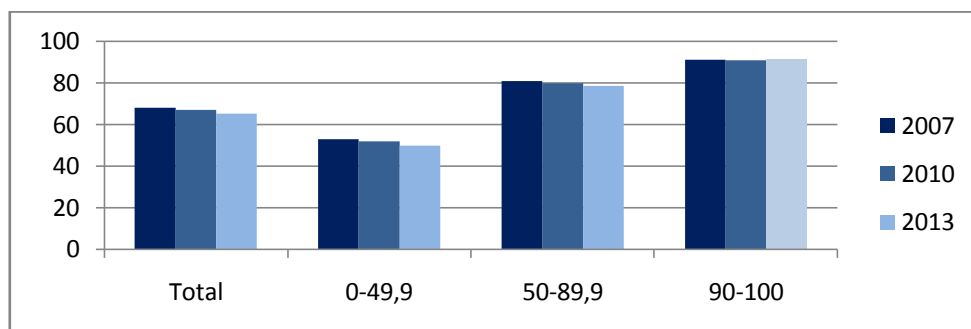
<sup>8</sup> Tal e como se pode ver en gran cantidade de literatura, como por exemplo, na recollida anteriormente, ou en Ledoit (2009).

indirecto, primeiro impactando no consumo dos fogares e na demanda dos activos principais, e de ese xeito cambiando o prezo dos activos en xeral, e tamén das vivendas.

Esta idea de que os prezos das vivendas tamén se modifican coa variación dos tipos de interese, é remarcada por outros autores na literatura. Un exemplo é Bjornland and Jacobsen (2013), que analizan unha diminución dos tipos de interese provocado pola Reserva Federal. Estes autores encontran que tras unha política monetaria contractiva provocada por unha subida nos tipos de interese, provoca unha baixada tanto nos prezos das accións como das vivendas, si ben remarkan que a caída nos prezos dos activos financeiros é máis rápida e no caso dos inmuebles, a caída é máis gradual. A maiores, esta idea apoiana outros estudos presentes na literatura, como pode ser o caso de Leon e Flores (2012).

Por tanto, esta sería outra vía pola cal podería incidir a acción do mundo financeiro na desigualdade, xa que se sobe (baixa) o prezo das vivendas, os que máis se benefician (perxudican) son os que posúen un maior número de inmobles (ver gráfico 3), sobre todo vivendas secundarias e inversións en inmobles, que soen ser os de maior renda. Con isto queremos dicir que os que máis se benefician son os que teñen máis vivenda da que consume, xa que os que só teñen unha vivenda, se venden a vivenda habitual ante a subida de prezo, terán que comprar outra ou alugala, e posiblemente, estas tamén subirían de prezo; polo que a súa ganancia non sería tan tanxible como no caso da posesión de vivendas secundarias<sup>9</sup> (De La Dehesa, G., 2009). Por tanto, neste aspecto, unha baixada dos tipos de interese, axudaría ós máis ricos pola vía da subida dos prezos dos inmobles.

**Gráfico 3: Tasa de propiedade inmobiliaria para o caso estadounidense entre 2007 e 2013**



Fonte: Elaboración propia con datos de Fed (2014)

<sup>9</sup> As vivendas secundarias moitas veces utilízanse como inversión, o cal xustifica o mencionado.

### 1.2.3 Actividade financeira, inflación e desigualdade

Unha das vías polas que a actividade financeira pode afectar á desigualdade é a vía da inflación. As distintas actividades financeiras (políticas de expansión crediticia, de redución dos coeficientes de caixa, de capital, expansión monetaria e etc.) poden influír sobre a evolución dos prezos, tal é como vimos, e isto afectar á desigualdade á través das carteiras dos inversores. Isto pode verse, por exemplo, na ecuación de Fisher, quen nos revela que o tipo de interese nominal é igual ó tipo de interese real máis a inflación esperada.

Existen distintos estudos que defenden que a actividade financeira afecte á desigualdade, tal e como pode ser Albanesi (2007), quen encontra como resultado que “probos de cross-country na inflación e desigualdade de ingresos, suxiren que están relacionadas positivamente” (inflación e desigualdade). Este autor tamén traballa coa hipótese de que os fogares de renda baixa posúen un maior nivel de *cash* (diñeiro líquido) en comparación co total das compras ca os ricos.

Na mesma liña podemos encontrar outros autores como, por exemplo Erosa e Ventura (2002), que encontran que a relación entre a inflación e a desigualdade é como un imposto regresivo que desfavorece ós máis pobres. Segundo estes autores, isto ven xustifico porque a inflación ten un maior coste para os pobres debido a que os de menores recursos teñen que dispoñer na súa carteira máis efectivo, e o diñeiro perde valor dun xeito máis acelerado ca outros activos coa inflación. Os máis ricos poden comprar a crédito porque ésta compra a crédito ten un coste baixo, mentres que os pobres non poden porque o precio do servico financeiro sería máis caro; e o coste do crédito tería unha proporción no precio final moito máis alta nos pobres ca nos ricos. Derivado disto, e tendo en conta que a proporción marxinal do consumo nos de baixa renda e moito máis alta ca no caso dos de maiores recursos, os de menores recursos terían que ter unha maior cantidade relativa de diñeiro líquido (con peor comportamento ante a inflación) para realizar as súas compras. Mentres tanto, os de maiores posibles poderían reubicar as súas inversións cara activos menos líquidos, xa que para o seu consumo teñen máis facilidades de acceso ó crédito, e a un mellor prezo.

Por outra banda, MacDonald et al. (2011), encontra realizando un estudio para UK, que, no largo prazo, un incremento no tipo de interese base, provoca unha expectativa de baixa inflación no largo prazo, baixando os tipos de largo prazo, e

conducindo esto cara mellora nos valores dos activos (pag 1996). Estas ideas son apoiadas ademais por outros autores, tal e como se pode comprobar en Camera e Chien, Y. (2014), Easterly and Fischer (2001) ou Cysne et al. (2005).

Como vemos, a inflación pode afectar directamente á desigualdade, pero tamén debemos considerar o escenario en que a inflación afecte ós tipos nominales, incrementando ditos tipos de interese, e por tanto, influir na desigualdade no sentido contrario, xa que, tal e como vimos no epígrafe anterior, un incremento do tipo de interese, pode mellorar a igualdade entre a poboación mediante a redución do precio dos activos. Por tanto a casuística da inversión non a podemos ter tan clara. Isto pode verse que a inflación pode ter efectos na outra dirección en artigos como Meh e Terajima (2011) ou Doepke e Schneider (2006), onde se ve que a caída dos valores nominais portados polos aforradores netos (os ricos), poden causar efectos que melloren a redistribución da renda.

**Como resumo, vemos que a idea maioritaria na literatura vai na liña en que a actividade financeira que conduzaa un incremento da inflación, empeora a desigualdade. Sen embargo, esta afirmación non se pode considerar categórica e podemos observar que nalgúns casos, a inflación pode conducir cara un tipo de interese nominal maior, o cal pode ser beneficioso para a distribución mediante o canle da carteira.**

#### 1.2.4 Actividade financera, activos e duración do impacto

Tal e como recolle Doepke e Schneider (2006), a maiores do canle polo que pode afectar ó precio dos activos a distinta activade financeira, tamén é importante ver a duración do impacto. Aquí a literatura financeira fai unha distinción, xa que como se revela en Doepke e Schneider (2006), os fogares máis ricos tenden a investir en activos a mais largo prazo. Tendo isto en conta, o que podemos ver é que as inversións a máis largo prazo soen ter unha maior variación no precio ante accións financeiras, como por exemplo, cambios nos tipos de interese. Ante isto, vemos que, como os de maiores posibles son os que teñen este tipo de activos, fronte ós de

menores recursos, que teñen unha maior liquidez, os efectos principais serían para os de maior renta.<sup>10</sup>

**En resumo, vemos que os efectos principais do canal da carteira son, fundamentalmente, un aumento da desigualdade ante accións financeiras que provoquen redución dos tipos de interese e viceversa. Este efecto prodúcese pola vía da riqueza, xa que ante a caída dos tipos de interese pola acción financeira mellora a posición das familias mellor posicionadas, e viceversa. Isto e corroborado por Caixabank Research (2013), quen encontra que os baixos tipos exercen presión a alza sobre o valor dos activos financeiros e inmobiliarios. Por último, resaltar que tal e como nos revela Coibion et al (2012), o efecto do canal da carteira terá máis peso naqueles países nos que o sistema financeiro estea menos desenvolvido.**

### 1.3 Canal da segmentación financeira

Esta canle, denominada “*financial segmentation channel*” en termos anglosaxóns, fai referencia á relación que se ten co mundo financeiro, a atención que lle prestas á túa carteira, ó capital relacional que posúes no mundo financeiro, a forma activa ou pasiva de xestionar a carteira, etc. É dicir, se os axentes están ou non “conectados” co mundo financeiro.

Isto é debido a que como algúns dos axentes soen estar máis relacionados e conectados cos mercados financeiros, as flutuacións da actividade financeira, afectaranlle dun xeito maior (Coibion et al., 2012). Así, as actuacións financeiras que provoquen o aumento dos precios dos activos, por exemplo; redistribúe a riqueza e as rentas cara eses axentes máis conectados co mundo financeiro, que suelen ser os de maiores recursos. Isto o que quere dicir é que aqueles axentes que están máis conectados co mundo financeiro, teñen mellores contactos (capital relacional), mellores acceso á información, maior coñecemento do mundo financeiro, o que permite que moitos deles obteñen rentas importantes da compra e venda de valores, mellores accesos a determinados mercados, maior información para comprar ou vender no momento xusto... Pola contra, os menos conectados (que soen ser os de

---

<sup>10</sup> Por exemplo, unha baixada (subida) dos tipos de interese, aumentaría (baixaría) en maior medida os precios dos activos de maior prazo, polo que, como os de maiores posibles son os que teñen este tipo de activos, serían os máis beneficiados (perxudicados) ante a caída (subida) dos tipos.



menor renda) non soen seguir tan de cerca esta operativa, polo que ante a actividade financeira, poden perder oportunidades e recursos, que serán aproveitados polos máis conectados.

Ademais, aquelas persoas máis vinculadas co sector financeiro e con mellor capital relacional, soen ter un maior acceso ó financiamento en xeral, maiores inversións, etc. Por tanto, pódese constatar facilmente, que neste caso os efectos da acción da actividade financeira serán para aquelas persoas que presentan unha maior conexión con este mundo financeiro, influenciando así na desigualdade. Por outra parte, os que teñen máis facilidades para o financiamento teñen máis posibilidades para levar a cabo inversións cos seus correspondentes retornos, o que tamén incide en materia de desigualdade.

Un exemplo a esta variable podemos atopala en Williamson (2008). Este autor realiza un estudio teórico para ver o mecanismo de transmisión dun actor financeiro en concreto, como é o Banco Central. Este estudio céntrase en ver como as distintas accións de política económica, que tanto efecto teñen no mundo financeiro, chegan a totalidade da poboación. Neste estudo, o aspecto que se remarca e que conforma o eixo central, é a segmentación financeira como modelo explicativo. Este autor sostén que algúns axentes económicos están conectados cos mercados financeiros, os cales reciben nun momento inicial os cambios na política monetaria. Segundo Williamson (2008), estes axentes conectados son os bancos e outros intermediarios financeiros, os consumidores, e as empresas que comercian frecuentemente con estes intermediarios financeiros. Os axentes económicos non relacionados negocian con pouca frecuencia nos mercados financeiros, e vense afectados das distintas políticas dun xeito indirecto, entendendo que ese efecto inicial será menor canto máis desconectado se estea do mundo financeiros. No corto prazo, o principal marco de acción da actividade financeira é para os máis conectados, xa que a devandita expansión monetaria redistribúe a riqueza dos menos conectados cara os máis conectados. Posteriormente, nun marco de largo prazo e a través das transaccións entre axentes conectados e menos conectados, os efectos iranse expandindo, aínda que, finalmente, será máis beneficiosa para os máis conectados.

O explicado no parágrafo anterior, pode verse de xeito máis doado a partir dun exemplo. Se un axente financeiro leva a cabo modificacións, por exemplo que o Banco Central baixe os tipos; soben os prezos dos activos nun momento inicial e,

posteriormente, irán estancándose. Por tanto, eses axentes máis conectados, son os que poden aproveitar ese ascenso inicial dos valores.

Outro exemplo da importancia da segmentación como un dos canles polos cal a actividade financeira pode exercer influencia sobre a desigualdade, podemos atopalo en Ledoit (2009). Este autor apunta na mesma liña, argumentando que os efectos de actores financeiros, neste caso o Banco Central, terán un impacto maior sobre aqueles axentes máis “ceranos” e menores efectos sobre os “máis lonxanos”. Concretamente, unha baixada de intereses, beneficiaría ós máis conectados, e viceversa.

Unha vez visto o anterior, se observamos o estudio de Coibion et al. (2012), podemos observar que os axentes que participan activamente nas transaccións financeiras soen ser de maior renda ca os que non están conectados, o que implica que por este canal implica que as accións financeiras encamiñadas a xerar oportunidades de beneficios nesta materia, provocarán un incremento da desigualdade.

**Por tanto, podemos observar que os efectos das accións dos axentes económicos afectan en primeiro lugar a aqueles actores económicos máis conectados co mundo financeiro (que soen ser os máis ricos), mentres que os efectos son menores ou máis tardíos para aqueles operadores financeiros máis desconectados (que soen ser os máis pobres), o que provoca efectos na desigualdade.**

## 1.4 Canal do crédito

Este canal tamén ten unha gran importancia, xa que a contracción ou expansión do crédito pode afectar á dispoñibilidade de financiamento, e isto influír no crecemento económico, tal e como se poden observar en distintos manuais de macroeconomía.<sup>11</sup> A maiores, esa variación na dispoñibilidade do financiamento e o crecemento económico, poden afectar, polas distintas vías vistas, á desigualdade.

A teoría anterior sobre a relación entre o acceso ó crédito e o crecemento económico, encontra apoios nos distintos estudos, e a pesar de que non existe unha opinión clara sobre se a expansión crediticia que xere crecemento económico é bo ou non en materia de igualdade, a idea maioritaria é que o crecemento económico

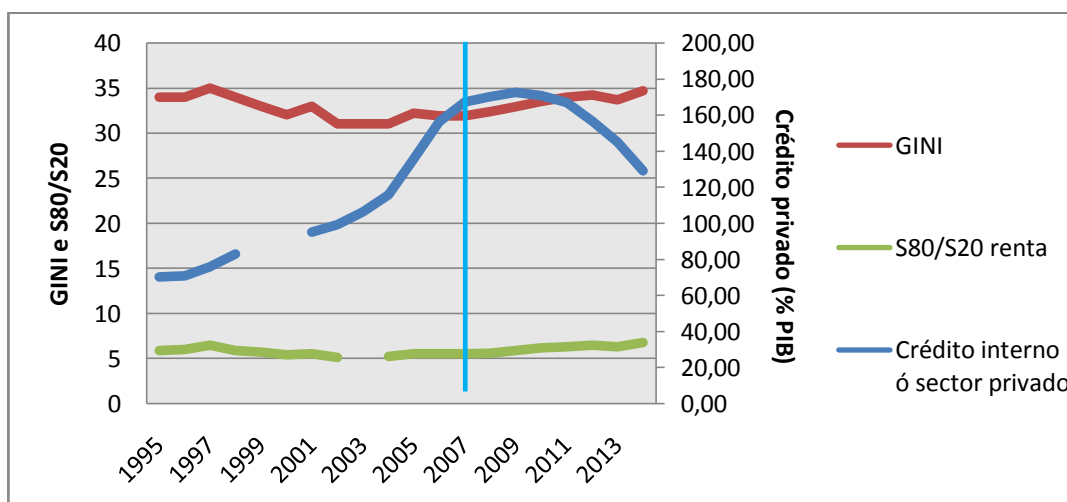
---

<sup>11</sup> Véxase a título de exemplo, Krugman et al (2012) ou Blanchard et al. (2012)

favorece ós axentes en materia de igualdade<sup>12</sup>. Tal e como reflexa Beck et al. (2007), Jacoby (1994), Dollar and Klay (2002) e etc., **un maior acceso ó crédito xera maior crecemento económico**, xa que permite maior consumo, maior demanda, favorece á inversión, acceso ó crédito a moitos axentes que non tiñan acceso e que tiñan inversións con rendas esperadas altas e etc. Derivado do anterior, tal e como vimos, este impulso do crecemento e incremento da dispoñibilidade de crédito e inversión, pode mellorar de xeito notorio ós de menor renda, que, se teñen restricións crediticias, ven limitado en maior medida as súas posibilidades de mellora polas dificultades de inversión, de obtención de crédito... Por tanto, como revela Beck et al (2007) ou Delis et al (2014), calquera relaxación das restricións ó crédito, mellora ós fogares de menor renda.<sup>13</sup>

A idea anterior tamén ven reflexada polos datos, xa que se observamos o gráfico 4 a título de exemplo, vemos que no caso español, mentres o crédito privado se incrementou, a desigualdade reduciuse, tando medida polo índice de GINI como polo S80/S20; pero a partir do ano 2007, o crédito comezou a reducirse e a desigualdade a incrementarse (aínda que non sólo pola redución do crédito)<sup>14</sup>.

**Gráfico 4: Evolución do crédito e a desigualdade para o caso español entre 1995 e 2014**



Fuente: Elaboración propia a partir de Eurostat, Banco Mundial e ONU.

<sup>12</sup> Ver apartado de largo prazo, para ver estudos que encontran unha relación no sentido contrario.

<sup>13</sup> Para máis información sobre esta relación entre o crecemento económico e a desigualdade, ver a relación de largo prazo.

<sup>14</sup> Isto podemos usalo a modo orientativo, xa que o crecemento económico e a redución da desigualdade dependen de máis variables, tal e como veremos na parte empírica.

Unha vez considerado o anterior, existen outras especificidades que avalan as ideas anteriores. En primeiro lugar, Ben Bernake, nun discurso en Xuño de 2007, sostén que o crecemento económico e a prosperidade son creados fundamentalmente por factores reais, tales como a produtividade do traballo, a cantidade e calidade do stock do capital, crecemento tecnolóxico e etc. Sen embargo, os factores financeiros desempeñan un papel de soporte dos anteriores moi importante, é dicir; unhas condicións financeiras sans axudan a que a economía logre todo o seu potencial, de aí a necesidade de que un sistema financeiro funcione correctamente. Adicionalmente, isto podemos xustificalo, por exemplo, como menciona De La Dehesa, G. (2009), sostendo que un emprendedor que teña un bo proxecto, necesita obter capital para facelo viable, igual ca unha empresa, ou ca unha familia pa educar ós seus fillos. Por tanto, por esta vía tamén pode axudar ós de menor renda.

Derivado do anterior, vemos que a actividade financeira inflúe notoriamente na economía, sobre todo, por dous factores clave (Bernanke e Gretler,1995): a través do sector bancario (**canal do crédito bancario**), e outro é a través da solvencia dos prestatarios (**canal de balance**). Así, un sector bancario forte, con balances robustos, que permitan evitar a ciclicidade, con importantes coberturas de capital e liquidez, favorecen a concesión de crédito<sup>15</sup>, ó igual ca un bo estado de solvencia dos prestatarios e unha boa dispoñibilidade de colaterais. Todo isto, permítelle acceder ó crédito a moitas persoas que o vían restrinxido, o cal ten efectos beneficiosos para o crecemento e para os de menor renda, tal e como sosteñen moitos autores.

Seguindo na mesma liña, podemos ver que a expansión crediticia tamén pode favorecer ós máis pobres pola redución das diferenzas entre a segmentación financeira. Tal e como revelaba Figueroa, A. (2011), a estrutura bancaria está composta por 3 segmentos diferenciados: a industria bancaria, a industria organizada non bancaria e o sector informal. Os dous últimos segmentos teñen os tipos de interese máis caro e por tanto dificulta en maior medida as inversións. Tendo en conta que nos dous último segmento están os de menores renda que foron excluídos nos outros dous, unha expansión crediticia pode facer chegar a este sector maior crédito e a un mellor prezo, polo que pode axudar as inversións dos de menor renda e, por tanto, ser beneficioso en materia de igualdade. En consonancia co anterior podemos encontrar o que nos revela Denk e Cournède (2015), quenes mencionan que pola vía do crédito, canto maior sexa a intermediación neste sector, peores serán os efectos sobre a desigualdade.

---

<sup>15</sup> Este son os pilares sobre os que se asenta Basilea III, Banco de Pagos Internacionales (2010).

**Como resumo, podemos ver que a expansión crediticia pode beneficiar ós de menor renda pola vía das rendas derivadas do crecemento económico e por un maior acceso ó crédito. A idea maioritaria é que isto beneficia en maior medida ós máis pobres ca os máis ricos, pero non existe unanimidade<sup>16</sup>. Independentemente de que os beneficios sexan a un ritmo superior ou inferior para os máis ricos, un dato moi positivo é que os de menores recursos melloran a súa posición en materia de renda e riqueza en comparación con antes da flexibilidade no crédito, tal e como apunta a maioría da literatura.**

Unha vez chegados a este punto, vimos que os canles ata o de agora estudados, actuaban na mesma dirección ante movementos financeiros (actividade financeira que conduza a unha baixada de tipos, incrementa desigualdade, por exemplo). Sen embargo, ante a actividade financeira, non todos os canles afectan na mesma dirección á desigualdade. A continuación, continuamos expoñendo os principais canles que ante actuacións financeiras inciden na desigualdade, pero agora no sentido oposto<sup>17</sup>, tal e como se recolle en Cobion et al. (2012).

## 1.5 Canal da redistribución do aforro<sup>18</sup>

Outra vía pola que a actividade financeira pode afectar á desigualdade é a través dos distintos efectos que a devandita actividade exerce sobre os aforradores e os endebedados (Cobion et al., 2012). É dicir, o que ten gran importancia neste apartado é estudar cal é a posición financeira neta dos distintos axentes, e ver como afecta a distinta actividade financeira a cada posición.

En consonancia co anterior, cando a actuación financeira leva a unha modificación, por exemplo, no precio do diñeiro<sup>19</sup>, afectara principalmente á inflación

---

<sup>16</sup> Ver epígrafe de largo prazo.

<sup>17</sup> Un exemplo pode ser que ante a baixada do tipo de interés, ou incremento da demanda de activos, os canles anteriores incrementaban a desigualdade, e os que veñen a continuación, tenderán a reduci-la.

<sup>18</sup> Antes de analizar este epígrafe, debemos dicir que tal e como sostén Erosa e Ventura (2002), existe unha dobre canle dos efectos redistributivos da inflación. Por unha parte está a análise da carteira (estudiado no epígrafe 1.2), que analiza como a inflación afecta ó valor da carteira, ó precio dos activos e etc. Por outra parte está a visión da redistribución do aforro (que se analizará a continuación neste epígrafe), que analiza como afecta ós distintos axentes segundo a súa posición financeira, se son aforradores ou endebedados. Son cousas distintas, porque unha persoa pode ter unha ampla carteira e ser debedor neto, por exemplo; de ahí a importancia desta distinción e estudio destes canles por separado.

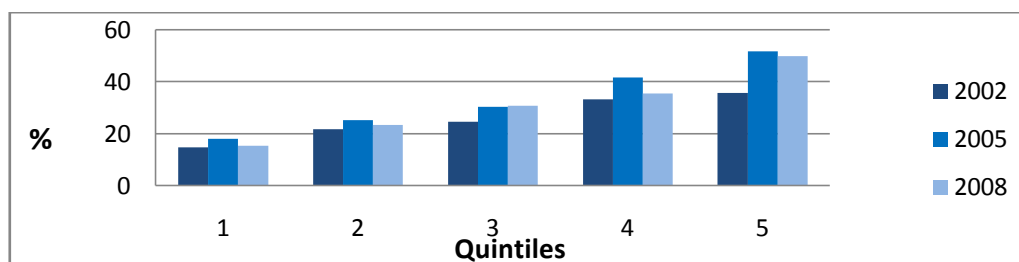
ou os tipos nominais, e isto afectará ós efectos redistributivos entre a poboación, xa que afecta de distinta forma ós endebedados e ós aforradores. Así, dependendo de se existe un patrón común na posición financeira neta entre os de maior ou menor renda (por exemplo que os ricos sexan aforradores netos e os de menor renda debedores netos), esta vía podería ter efectos distributivos, e no caso de non existir un patrón claro, estes efectos non estarían tan marcados.

Se nos fixamos na literatura, este patrón común do que falábamos no parágrafo anterior parece existir. Como revelan para o caso de EEUU e Canada Doepke e Schneider (2006) e Meh e Terajima (2011), respectivamente; os aforradores netos soen ser os máis ricos, e os endebedados, as clases medias de mediana idade. Por tanto, a actividade financeira como o aumento de tipos, ten efectos perniciosos para a desigualdade por esta vía, e viceversa.

As ideas anteriores tamén as encontran presentes po caso da Eurozona Caxiabank Research (2013), quenes encontran que un descenso de 1 p.p. porcentual do tipo de interese da débeda, reduce a carga financeira anual dos fogares de menores rentas nun 3.5% dos seus ingresos, e para os fogares máis ricos máis ricos, nun 1%. Dado o anterior, vemos que a baixada do tipo de interese favorece ós europeos de menores rendas en maior medida, xa que son os que teñen o maior ratio de débeda sobre ingresos.

Adicionalmente, se collemos como mostra a economía española, tal e como observamos nos gráficos 5 e 6, vemos que as ideas mantidas para o caso de EEUU e do conxunto de Eurozona, no caso español tamén se cumpren, pois os quintiles de renda máis altos son os que aforran máis do que gastan, tal e como sostínamos anteriormente.

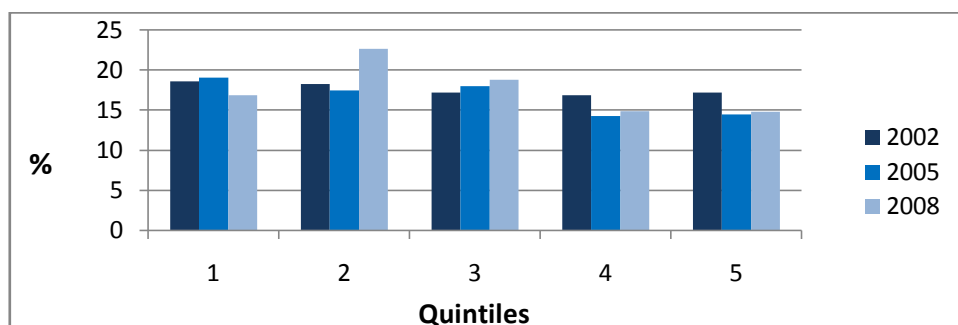
**Gráfico 5: Fogares que ingresan máis do que gastan en España en 2002, 2005 e 2008**



Fuente: Elaboración propia a partir de BdE

<sup>19</sup> Como poden ser maiores ou menores esixencias de capital para a banca, políticas monetarias expansivas ou contractivas, distinta regulación gubernamental e etc.

**Gráfico 6: Fogares que gastan máis do que ingresan en España en 2002, 2005 e 2008**



Fuente: Elaboración propia a partir de BdE

Doepke y Schneider (2006) analizan os efectos redistributivos de EEUU que ten a inflación desde a época da posguerra, e sosteñen que ésta (a inflación) diminúe o valor real dos activos nominais e da débeda, e deste xeito redistribúe a riqueza dende os prestamistas cara os prestatarios. **Ademais, como resultado, estes autores chegan a conclusión de que unha inflación moderada, incluso pode conducir cara unha redistribución substancial da riqueza.**<sup>20</sup>

Estes efectos redistributivos veñen explicados porque en Doepke y Schneider (2006), encóntrase que desde os anos 80 do século XX, a débeda hipotecaria comezou a incrementarse rapidamente en relación co PIB. A maiores, o estudio da composición desa débeda dos fogares, desvela que, en termos medios, en calquera momento do estudio, os fogares máis xóvenes de clase media con débeda hipotecaria son os principais prestatarios, e os fogares de idade avanzada son os prestamistas netos.

Outro aspecto a ter en conta é o exposto por Doepke e Schneider (2006), a duración das carteiras nos prestamistas netos. Estes autores remarcan que os efectos redistributivos dependen do rápido que os axentes de axusten á inflación, por tanto, entre aforradores netos, vemos que os efectos poden ser distintos. Estes autores distinguen entre os episodios de inflación inesperada e episodios de inflación gradual. Os resultados que encontran é que na inflación inesperada, a duración das posicións

<sup>20</sup> O mesmo podería pasar cos tipos de interese nominais, menores tipos, conducen a unha certa redistribución. Podemos xeralizar en gran cantidade de aspectos, os resultados do análise da inflación e dos tipos de interese nominais, xa que políticas inflacionistas e de baixos tipos nominais é similar neste aspecto, xa que os baixos tipos soen ter os mesmos efectos ca inflación no que compete a este apartado; unha baixada do tipo de interese real. Baixos tipos nominais ou alta inflación, implican baixos tipos de interese reais, que sería o elemento clave nesta canle, por eso neste apartado os efectos da inflación e dos tipos nominais é similar..

son irrelevantes. Pola contra, nos episodios de inflación gradual, as ganancias e perdas son relativamente maiores nas posicións que teñen unha duración maior. Por tanto, se a inflación é inesperada, a duración non afectaría nos efectos redistributivos; mentres que na inflación gradual, a duración si que afectaría á redistribución, incidindo en maior medida a aqueles que posúen carteiras de inversión con duración máis elevada. Xeralmente, como podemos observar artigo anterior, os máis prexudicados ante estes tipos de inflación soen ser os de maior renda, xa que son os que teñen carteiras de inversión a longo prazo (hipotecas, bonos a longo prazo...), mentres que os de menor renda, como teñen carteiras con menos duración (soen ter maior liquidez ou inversións a corto prazo) os efectos serían menores.

Por tanto, este artigo conclúe que os principais perdedores de accións como a inflación ou os baixos tipos de intereses, son os fogares de maior renda posuidores de activos nominais, e os principais ganadores é a poboación de clase media con préstamos.

Moita literatura apoia a idea dos autores anteriores, tal e como pode ser o caso da análise para Canada levado a cabo por Meh e Terajima (2011), ou o estudo que fan Schneider e Doepke (2006b, o informe) para ver os efectos na redistribución da inflación que non é anticipada, a través dos efectos no benestar. Outros estudos como o de Schneider (2014), Meh, Ríos-Rull e Terajima (2010), siguen apundando na mesma liña, que un incremento inesperado da inflación canaliza renda dos que prestan cara aqueles axentes endebedados.

**Como resumo máis xeral, vemos que a actividade financeira soe favorecer (perxudicar) a aquelas persoas máis endebedadas e favorecer (favorecer) a aquelas prestadoras netas ante unha baixada (subida) dos tipos de interese ou ante incrementos (descensos) da inflación. Por tanto, como os aforradores netos son os máis ricos, e os endebedados os máis pobres, tal e como vimos; as baixadas de tipos ou a inflación teran efectos redistributivos da renda e viceversa.**

## 1.6 Canal das ganancias heteroxéneas

O último dos canais que se analizará en relación a canalización dos efectos da actividade financeira cara a desigualdade da renda, será o canal das ganancias



heteroxéneas. Nel centrarémonos en ver como a actividade financeira afecta ós salarios dos axentes pertencentes a distintos niveis de renda.

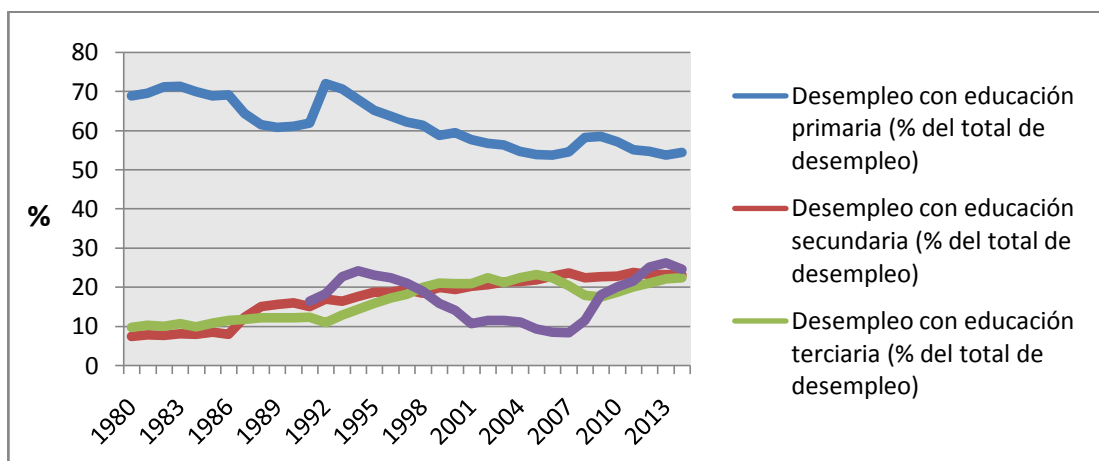
Como vimos, os distintos niveis de renda reciben ingresos por distintas vías. Os de maior nivel económico complementan os salarios con rendas provintes de propiedades, inversións, posesións de activos e etc., e no caso dos de menor renda, por exemplo, con transferencias estatais. Como vemos, os de maior e menor renda complementan os seus sueldos e salarios con ingresos por vías totalmente distintas. Sen embargo, a principal fonte de ingresos (tal e como se pode observar en Coibion et al 2012) **presenta un denominador común, os salarios**, de ahí a importancia do seu estudio.

Dado que os distintos axentes teñen como elemento común que os principais ingresos lles proveñen pola vía dos salarios, os salarios dos máis ricos e os salarios dos de menor renda, poden reaccionar ante as distintas actuacións financeiras dun xeito diferente, provocando por esta vía un efecto na desigualdade e na redistribución da renda.

A problemática é que aquelas familias de renda máis baixa soen ter os traballos máis inestables, polo que a actividade financeira, pode provocar efectos na actividade económica, e deste xeito, unha redución dos postos de emprego. Como os empregos dos de menores recursos son máis inestables, a perda de emprego será maior para os de menor renda. O máis común é que as familias de rendas máis baixas estean menos formadas, con traballos máis precarios, menos especializados, que requiran menos especialización, máis facilmente substituíbles por capital, etc. Por tanto, ante contraccións económicas, os menos formados, que soen ser os de menor renda; son os que máis sufren ante a actividade económica que conduza cara unha redución do crecemento económico.

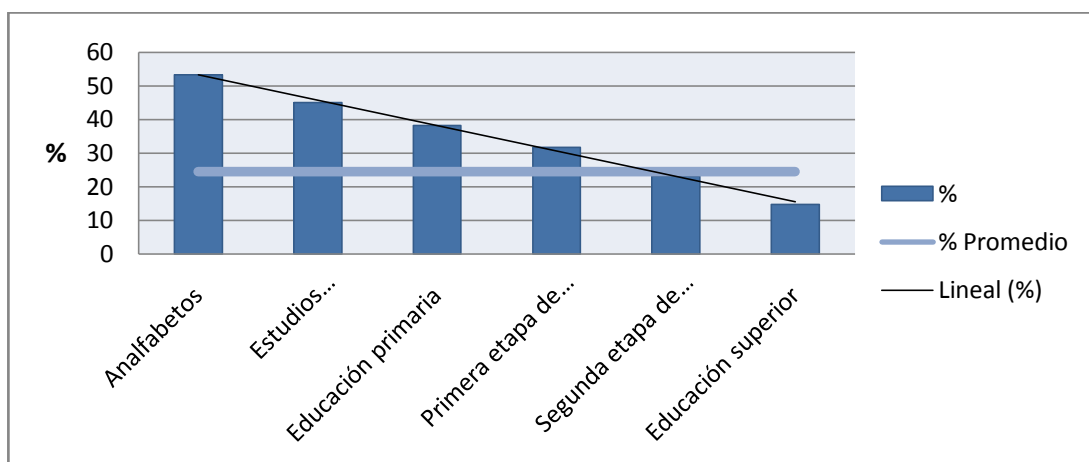
O anterior podemos verícalo empiricamente, tal e como se pode observar nos gráficos 7,8 e 9. Nos gráficos 7 e 8, vemos que do desemprego, máis da metade dos parados correspondese con xente de menor formación, tanto na actualidade (gráfico 8), como ó largo dos últimos anos (gráfico 7). Esta idea pode corroborarse para o caso español no 2014, tal e como se ve no gráfico 8, e onde se observa que a maior nivel de estudos, menor nivel de desemprego, tal e como reflexa a liña de tendencia do gráfico 8. A maiores, tamén xustificamos que aquelas persoas máis formadas, os que máis gastan en educación, son os de maior renda, tal e como revela o gráfico 9 para o caso español no curso 2011-2012.

**Gráfico 7: Evolución do desemprego segundo o nivel de estudos en España**



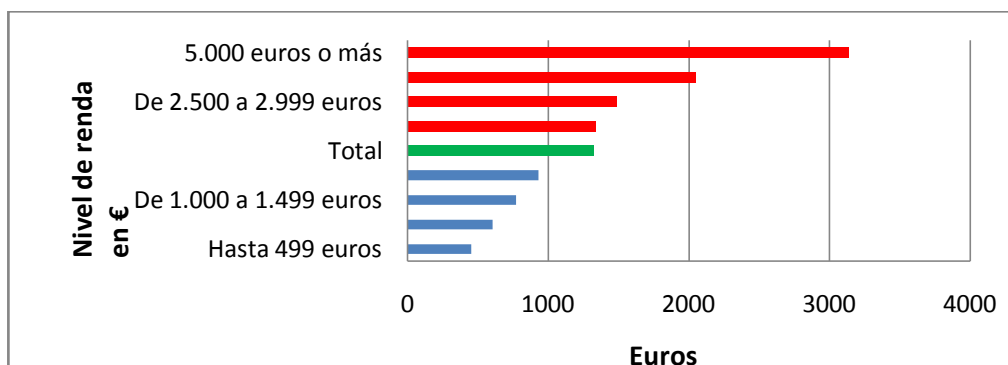
Fonte: Elaboración propia a partir de datos do banco mundial.

**Gráfico 8: Tasa de paro segundo o nivel de estudos, promedio e tendencia no ano 2014**



Fonte: Elaboración propia a partir de datos do INE

**Gráfico 9: Gasto dos fogos españois en educación segundo o nivel de renda para o curso 2011-2012**



Fonte: Elaboración propia a partir do INE

A idea de que a formación ten unha relación negativa co desemprego podemos encontrala, non só nos datos, se non tamén en distintos estudos bibliográficos. Un exemplo, podemos atopalo en Biagi e Lucifora (2008), quenes encontran unha relación negativa entre educación e desemprego. Esta idea tamén é xustificada por Carpenter and Rodgers (2005). Estes autores encontran como principal resultado que, para o caso estadounidense, as políticas monetarias contractivas xeraban maior cantidade de desemprego nas clases menos cualificadas, sobre todo os menos cualificados entre 16 e 24 anos. Como vemos no gráfico 7, esta idea tamén se mantén ó longo do tempo, e a literatura xa ven desde fai décadas estudiando esta relación, como por exemplo Mincer, J. (1991), quen xa no ano 1991 menciona que “*o maior beneficio da educación é o baixo risco de desemprego para os altos niveles de educación*”. Por tanto, os de postos máis específicos, máis insensibles ó ciclo económico, soen ser os desenrolados por aquelas persoas que habitualmente posúen un maior salario, unha maior renda. **Deste xeito, vemos que a actividade financeira que conduza cara unha redución da actividade económica perxudica ós de menor renda, e, sen embargo, a actividade económica que relance a economía, non deixa claro a quen mellora en maior medida, aínda que todos melloren.**

Por tanto, derivado do desemprego, as rendas das familias en paro soen baixar, de ahí a xustificación do aumento da desigualdade coa actividade financeira que merme o crecemento económico. Pero a maiores do anterior, soe darse, como é o caso da economía española, que das persoas que seguen en activo, eses salarios diminúan, xa que como predicía a teoría macroeconómica, o aumento do desemprego provoca que, o incremento da demanda de emprego e a perda de poder negociador dos axentes sociais (como os sindicatos), etc., e, por tanto, os salarios baixen<sup>21</sup>. Sen embargo, os salarios poden descender de xeito dispar para os distintos traballadores, o que pode afectar na desigualdade da renda.

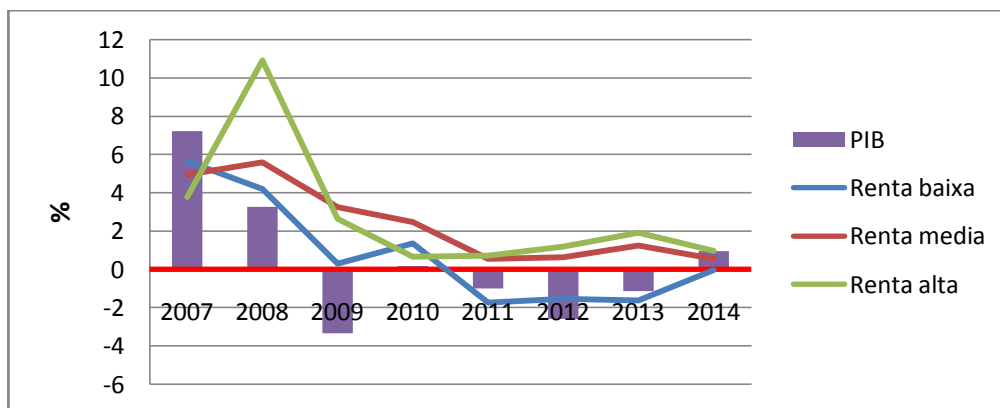
Durante os anos da crisis, a maiores dunha maior taxa de desemprego (tal e como reflexa o gráfico 7), os de menores rendas tamén sofren un descenso dos salarios, tal e como reflexa o gráfico 10 para o caso da economía española. Pola contra, o desemprego dos de maior renda era inferior, e os salarios dos traballadores que máis cobraban, ascenderon, incrementando deste xeito, aínda máis a desigualdade. Por outra banda, o crecemento, axuda a mellorar os salarios dos de menores rendas, aínda que o crecemento dos salarios dos máis ricos, poden tamén

---

<sup>21</sup> Para profundicar nesta afirmación, ver, por exemplo, Blanchard et al. (2012).

crecer, e mesmo a taxas superiores ca os dos de menor renda, tal e como mostra o gráfico 10 para o caso da economía española.

**Gráfico 10: Tasa de crecemento dos salarios por niveles de renda e PIB para o caso español entre 2007 e 2014**



Fonte: Elaboración propia a partir de datos do INE.

Ademais do desemprego e a ralentización ou aceleración económica, existen outros factores ligados tamén coa actividade financeira que poden ter efectos sobre os salarios, tal e como poden ser as oscilacións que afecten ós tipos de interese. Un exemplo desto, podemos encontralo en Coibion et al (2012), quen estuda o efecto salarial dun shock monetario en EEUU. Ante isto, estes autores encontran que os efectos de shocks monetarios ou variacións nos tipos de interese, provocan efectos salariais, provocando incrementos salariais para os deciles máis altos e caídas salariais para os deciles máis baixos, manténdose os deciles intermedios. Todo isto vai en consonancia coa evidencia empírica mencionada no presente epígrafe, e a maiores, estes autores sosteñen que *“sorprendentemente, os resultados son altamente simétricos: mentres a resposta da mediana da distribución é esencialmente 0, as ganancias do percentil 90 incrementáanse case no mesmo porcentaxe cá caída das ganancias do 10º percentil”*

**Como resumo, podemos ver que esta canle, o que nos mostra e que, a única gran similitude na percepción de ingresos dos axentes económicos soen ser os salarios, sen embargo, ante a actividade financeira, estes reaccionan de xeito distinto. A actividade financeira que provoque a ralentización económica, provoca un aumento da desigualdade, xa que os de menores rendas é nos que se incrementa en maior medida o desemprego e a quen se lle reducen máis os salarios. Pola contra, en períodos de crecemento, non está moi claro quenes son**

**os que máis se benefician en maior medida, a pesar de que todos poidan mellorar.**

## 1.7 Principais resultados empíricos da literatura

Unha vez chegados a este punto, e vistos os principais canles polos que a actividade financeira pode afectar á desigualdade, o que comprobamos é que non podemos afirmar nada dun xeito claro e categórico. Isto é debido a que existen múltiples canais polos que pode afectar a actividade financeira á desigualdade da renda e riqueza. Ademais, estes efectos poden incidir en direccións opostas e de distinto impacto, polo que o resultado financeiro dependerá de que canles pesen máis, e eso dependerá de múltiples variables que poden ser distintas segundo a economía que analicemos, polo que o resultado da actividade financeira na desigualdade da renda e da riqueza, pode variar moito duns casos a outros.

Se nos fixamos na literatura, para buscar algún exemplo empírico concreto da relación entre actividade financeira e desigualdade, atopamos diversos resultados. Un exemplo pode ser o estudio de Coibion et al. (2012), quenenes encontran para a economía de EE.UU. que a as subidas de interese provocan incrementos na desigualdade *“dos ingresos, das rendas do traballo, nas rendas totais, no consumo e no gasto total”*. Ademais, os resultados preséntanse robustos pa toda a mostra e tamén invariables ante cambios en características dos fogares, como pode ser a idade, educación ou horas traballadas.

Outros autores como por exemplo Romer and Romer (1999) encontran que a política expansiva ou os baixos intereses, poden ter efectos positivos para os de menor renda. Sen embargo remarcan que este beneficio soe ser temporal, e no largo prazo, cando os tipos volven ó nivel de largo prazo, os niveles de pobreza volven ó seu nivel. O que estes autores propoñen e manter estabilidade financeira e a inflación en valores baixos e controlados, argumentando que este tipo de medidas son as que máis favorecen os pobres no largo prazo.

Saiki e Frost, (2014) tamén analizan o canal da política monetaria dos últimos anos, e encontran que a expansión monetaria non convencional para o caso de Xapón, incrementa a desigualdade, sobre todo pola vía do efecto da carteira.

Outros autores como por exemplo Caixabank Research (2013), céntranse no canal do aforro para explicar o efecto redistributivo dos baixos tipos de interese e etc.

Estes autores encontran que os baixos tipos benefician ós máis endebedados, e perxudica ós aforradores. O estudio revela que os fogares de menores ingresos son os que encontran unha ratio de débeda sobre ingresos máis elevada, polo que, como mencionan os propios autores *“non é de extrañar, por tanto, que a quen máis beneficen os tipos baixos sexa ós de menores ingresos”*. Estes autores, tamén mencionan o canal da carteira como o efecto redistributivo, argumentando que as baixadas de tipos de interese, favorecen ós que posúen este tipo de activos, que tal e como vimos, éstos eran os de maior renda.

Outros autores céntranse no canal da riqueza para explicar a desigualdade, tal e como pode ser a través dos activos inmobiliarios, onde a baixada de intereses favorece ós máis ricos (Leon e Flores, 2012; entre outros). Tamén se estudia a vía do crédito, como Delis et al (2014), a estrutura financeira e bancaria Figueroa A. (2011), e un largo etc., tal e como vimos nos epígrafes anteriores.

**Como resume vemos que a literatura aporta múltiples resultados, é como mencionabamos, apuntan en distintas direccións segundo os supostos establecidos, os canles nos que se centren, a economía que se estude, e etc., polo que non podemos concluír nada dun xeito claro. A pesares do anterior, parece que a maioría da literatura apunta cara que as actividades financeiras expansivas ou a eliminación de restrición de acceso ó crédito favorecen ós máis pobres, pero dependerá do peso da carteira dos máis ricos, de elasticidades de distintas variables como os salarios ou activos, nivel de desenvolvemento do país e etc. Por tano, non podemos afirmar nada de xeito categórico, sendo cada economía un caso especial con resultados distintos.**

## 2. Relación de largo prazo entre actividade financeira e desigualdade na renta e riqueza

Unha vez vista a relación entre estas variables no corto prazo, agora temos que facer unha revisión histórica para ver como interactuaron no largo prazo a actividade financeira e desigualdade, para así extrapolar certas ideas acerca das relacións de largo prazo que mostran as variables, e ter unha idea do que pode suceder no futuro máis lonxano á raíz da interacción destas variables.

Para comezar, é de gran interese observar o que sinala Beck et al (2007), quen argumenta que o impacto do desenvolvemento financeiro sobre os fogares de menores recursos, pode afectar no largo prazo, principalmente, a través de dúas vías:

- O **crecemento económico agregado**, é dicir, que o desenvolvemento do sistema financeiro mellora o crecemento económico, e, por tanto; mellora a todos os cidadáns.
- Os **cambios na distribución de ingresos**, isto é, que o desenvolvemento do sistema financeiro provoque diminucións nas desigualdades por diversos factores (maior acceso ó crédito, facilidade para invertir, posibilidade de endebedarse para acceder á educación e etc.).

A maiores, moita da literatura considera que un dos factores que reforza as dúas variables anteriores é que debemos ter en conta é o **nivel educativo**. Isto é debido a que, tal e como recollen distintos estudos, o acceso ó crédito pode permitirlle a certas persoas acadar unha maior formación, e unha maior formación contribúe a xerar unha maior produción e tamén, o maior acceso ó coñecemento, provoca maiores posibilidades de igualdade de salarios.

A importancia das variables anteriores para explicar a relación entre actividade financeira e desigualdade no largo prazo, maniféstase noutros estudos da literatura. Un exemplo pode ser o estudo de Dollar e Kray (2002), quen demostra que os

cambios nas políticas nacionais e os cambios nas institucións, explican os efectos na desigualdade á traves do efecto no crecemento económico.

O anterior ven xustificando e ampliado en artigos como o de Beck et al. (2007), onde se argumenta que a taxa de crecemento do ingreso per cápita do quintil máis pobre é igual ó crecemento per cápita promedia, máis o crecemento na curva de Lorenz; que capta os cambios na distribución de ingresos. Outros autores como Kakwani (1993), apoian o anterior, e este autor, mesmo fai unha afirmación a maiores, sostendo que canto menor é o nivel de renda, maior peso colle o efecto dos cambios da desigualdade de ingresos e menor os cambios no ingreso medio.

Por tanto, dado as dúas premisas anteriores, a continuación analizarémolas con máis detalle. En primeiro lugar analizaremos os efectos da actividade económica e o crecemento económico na desigualdade. En segundo lugar, estudárase como a actividade financeira afectará ós cambios na distribución de ingresos por outras vías, onde destaca; por unha parte o desenvolvemento financeiro, e por outra parte, a evolución da educación. Para rematar, analizarase o comportamento das variables anteriores nas distintas economías en función do seu grao de desenvolvemento, para concluír cunha revisión dos principais estudos empíricos, e examinar se os datos van en consonancia coa teoría exposta.

## 2.1 Actividade financeira, crecemento económico e desigualdade

En canto ó primeiro aspecto mencionado no apartado anterior, o crecemento económico, parece existir consenso na literatura en que o desenvolvemento financeiro conleva a un crecemento económico máis rápido, tal e como se recolle en Levine (1997). Este autor sostén que os distintos estudos, tanto a nivel empresa como industria, estudos de países e comparacións entre países, demostran unha forte relación positiva entre o desenvolvemento do sistema financeiro e o crecemento económico a longo prazo. Esta idea da relación entre o desenvolvemento financeiro tamén é apoiada por outros autores, como por exemplo King e Levine (1993)<sup>22</sup>, Goldsmith (1969)<sup>23</sup>, ou Greenwood e Jovanovic (1990), entre outros.

---

<sup>22</sup> A maiores estes autores tamén encontran unha relación moi estreita entre o desenvolvemento económico, a eficiencia no uso do capital físico e na acumulación do capital, o que reforza esta idea dos aspectos positivos en relación coa actividade financeira e o desenvolvemento económico.

<sup>23</sup> Extraído de Levine (1997).



Unha vez vistos os efectos do desenvolvemento financeiro no crecemento económico, temos que analizar como evoluciona a distribución da renda ante o desenvolvemento financeiro, xa que o desenvolvemento financeiro pode incrementar o crecemento económico, pero este crecemento pode facer que se beneficien en maior medida os ricos ca os pobres ou viceversa. Neste aspecto xa non existe o mesmo consenso, e hai voces que din que ese crecemento económico axuda en maior medida ós de menor renda ca os máis ricos, pero hai outras voces que non ven esta afirmación con tanta claridade. Así, tal e como recollen en Beck et al (2007), a literatura non deixa nada claro, argumentando que existen “predicións conflitivas” sobre o impacto do desenvolvemento financeiro na distribucións da renda.

Nesta liña encontramos o estudo de Kakwani (1993), quen recolle que a pobreza era moi sensible ó crecemento, e esta debe diminuír máis rápido que crece a taxa de crecemento económico, sempre e cando o proceso de crecemento económico non conduza a un aumento na desigualdade de ingresos. Deste xeito o crecemento económico diminuíría a desigualdade. Sin embargo, este autor sostén que, se a desigualdade se deteriora durante o curso do crecemento económico dun país, non se pode coñecer o resultado, e a pobreza, pode incluso chegar a aumentar co crecemento económico.

Se nos centramos na liña maioritaria, vemos que a actividade financeira beneficia a igualdade entre a poboación. Isto pode verse en que a maioría dos estudos remarcan que o desenvolvemento financeiro mellora o crecemento económico. Seguindo con este razoamento, autores como Dollar and Kraay (2002) argumentan que o crecemento económico é bo para os pobres, porque o crecemento económico “*beneficia ós pobres tanto como calquera outra persoa*”, polo que no caso de permanecer a desigualdade constante (porque os ricos tamén incrementan o seu patrimonio), os pobres atoparíanse nunha mellor situación, pois agora o seu nivel de renda é máis alto.

Outros autores, sen embargo, encontran unha relación positiva entre o crecemento económico e a desigualdade entre as familias, como por exemplo Rubin e Seguel (2015). Estes autores analizan a relación entre o crecemento e a desigualdade na renda en Estados Unidos durante os anos de post-guerra (1953-2008), e nela encontraron que **as rentas dos grupos máis ricos era máis sensible ó crecemento**. A maiores, realizan unha análise empírica e encontran dúas razóns para xustificar o anterior:

- En primerio lugar, os grupos que posúen uns niveles de renda máis altos, reciben parte da súa renda da riqueza (dividendos, cupóns, rentas, intereses e etc.), a cal é moito máis sensible ó crecemento cás rendas do traballo.
- Por outra parte, os fogares máis ricos, reciben parte dos seus salarios de “pay-for-performance” (equity compensation), é dicir, pagos en accións, o cal, segundo Rubin e Seguel (2015), tamén se mostra máis sensible ó crecemento ca os salarios convencionales.

Outros estudos, como o de Ashley, R. (2006), recollen unha asimetría entre o crecemento e a desigualdade. Mentres que o crecemento económico pode mellorar a situación das familias de menores recursos en termos absolutos, en termos relativos, a desigualdade pode manterse, reducirse ou aumentarse. Pola contra, cando se producen reducións no crecemento, estes autores sosteñen que os máis prexudicados son os de menores recursos.

**Como vemos, a pesares de que a idea maioritaria na literatura é que o crecemento económico mellora á situación dos de menor renda, en materia de igualdade, non podemos afirmar nada; pois existen estudos que encontran que o crecemento económico pode incrementar a desigualdade, e outros que encontran o resultado oposto.**

## 2.2 Actividade financeira, desenrolo financeiro e desigualdade

Se agora pasamos a analizar como a actividade financeira pode afectar directamente á distribución da renda, temos que considerar o efecto que as actuacións financeiras poden causar na desigualdade á través do desenrolo financeiro.

Neste senso, os autores Beck et al (2007) sosteñen que o desenrolo financeiro ten efectos positivos para aquelas persoas de menor renda en maior medida que para os máis ricos. Estes autores sosteñen que as **imperfeccións, como poden ser os costes de información ou os costes de transacción**, poden ser especialmente contraproducentes para aqueles fogares máis pobres que carecen de colaterais e de acceso ó crédito. Por tanto, tal e como sostén Beck et al (2007), o desenrolo financeiro, ou calquera relaxación destas restricións de crédito, melloraran en maior medida ós fogares de menor renda.

Ademais, as restricións do crédito (que existen en maior medida sen desenrolo financeiro) reducen a eficiencia da asignación do capital, e por tanto, intensifican a desigualdade ó impedir o fluxo de capital ás persoas de menor renda, quenes poden ter inversións dun alto retorno esperado que non poden levar á cabo. Desde esta perspectiva, o desenrolo financeiro axuda ós pobres, **tanto pola mellora na asignación do capital, como pola relaxación das restricións ó crédito** que sufrían os de menor renda, e que estaba freando dun xeito importante o aumento das súa rendibilidade esperada. Por tanto, o desenrolo financeiro, mellora o crecemento económico e, pola vía do crédito, reduce a desigualdade dos ingresos.

No mesmo sentido apuntan Delis et al (2014), quenes defenden que a liberalización dos mercados financeiros favorecía á poboación en materia de igualdade, xa que os controles no crédito e os controles nas taxas de interese, presentaban un dos seus efectos máis negativos sobre a desigualdade. Por tanto, a **liberalización dos fluxos económicos**, segundo estes autores, diminúe a desigualdade e permite a participación financeira dos máis pobres; **a excepción da liberalización do mercado de valores**, quen incrementaba a desigualdade substancialmente.

Delis et al (2014) tamén sosteñen que este tipo de efectos volvíanse insignificantes en países con pouco desenrolo financeiro e institucional, e por tanto; refórzase a idea de que o desenrolo financeiro e da estrutura financeira, pode axudar a reducir a desigualdade, xa que unha maior estrutura fai que permite que esas políticas beneficien ós máis pobres.

Esta idea vai en colación do que nos mostra Figueroa, A. (2011), quen sostén que a estrutura bancaria está composta por 3 segmentos diferenciados: a industria bancaria, a industria organizada non bancaria e o sector informal. Os ricos e os bancos constitúen o primeiro segmento, os menos ricos e as organizacións bancarias constitúen o segundo segmento, e os grupos máis pobres e os prestamistas pequenos, constitúen o sector informal. Os axentes buscan entrar no primeiro segmento (xa que é o que proporciona mellores condicións), se son excluídos, buscarán crédito no mercado non bancario, e os excluídos nos anteriores, buscarán crédito no sector informal, que opera tanto a través de operacións de mercado, como de non mercado. Segundo este autor os intereses do último segmento son os máis caros. En consonancia co anterior, Figueroa, A. (2011) sostén que estes sistemas menos desenrolados poden verse como resultado de que a desigualdade entre a poboación aumenta. Neste tipo de países, un desenrolo financeiro pode favorecer ós

máis pobres, eliminando os últimos segmentos do sistema financeiro onde o crédito era máis caro.

Nesta dirección tamén encontramos a Beck et al (2007), quen destaca tres conclusións:

- O desenrolo financeiro reduce a desigualdade da renda.
- O sector financeiro exerce un impacto positivo sobre a poboación, e é de maior impacto para os que son relativamente máis pobres.
- O desenrolo financeiro está asociado co alivio da pobreza, medida co porcentaxe de poboación que vive con menos de 1\$ ó día.

Esta visión e apoiada por outros autores, tal e como poden ser Aghion e Bolton (1997), quen argumentan que o desenrolo financeiro e a acumulación de capital pode incrementar as desigualdades nos momentos iniciais, pero nun marco de largo prazo como o que estamos analizando neste apartado, estes autores defenden que o desenrolo financeiro tende a reducir as desigualdades.

Pola contra, tal e como recolle Beck et al (2007), aínda que a anterior parece a visión maioritaria na literatura, non existe unanimidade en que o desenrolo financeiro beneficie á poboación en materia de igualdade. Tamén existen autores que sosteñen teorías nas cales se defende que o desenrolo financeiro axuda, principalmente, ós ricos. Estas teorías defenden que a poboación con menores niveles de renda dependen das relacións informais (familiares, amigos e etc.) para acceder ó capital, e non teñen acceso ó crédito. Por tanto, segundo estas teorías, as melloras no sector financeiro benefician, sobre todo, ós máis ricos, que son os que teñen acceso ó mercado de capital.

Nesta liña podemos atopar o artigo de Rubin e Seguel (2015), onde se pode ver que o incremento do peso do sector financeiro, fai que os máis ricos se beneficien do sistema financeiro. Debemos recordar, que unhas das hipóteses de partida deste traballo é que os soldos dos máis ricos páganse parte en accións, e que parte da renda a derivan cara a riqueza, supoñendo que os de menor renda non seguen esta distincións. Tendo en conta esas hipóteses, o resultado parece coherente, pois os que posúen maior patrimonio investido no mundo financeiro, son os de maior renda.

**Como resume vemos que a maioría da literatura sostén que o desenrolo financeiro favorece a igualdade entre os distintos individuos, pero non podemos afirmar nada dun xeito categórico, pois algúns estudos non ven esta relación dun xeito tan claro.**

## 2.3 Actividade financeira, educación e redución da desigualdade

Se agora pasamos a analizar o outro piaer de cómo a actividade financeira pode afectar á desigualdade no longo prazo, temos que centrarnos na análise dos efectos da actividade financeira na educación.

Tal e como sosteñen Galor e Moav (2004), a evolución económica provoca o cambio no principal motor de crecemento a longo prazo. Mentres que, segundo estes autores, nas primeiras fases da industrialización, o principal motor de crecemento a longo prazo é a acumulación de capital físico; nas fases máis avanzadas do proceso industrializador, o principal motor de crecemento a longo prazo é a acumulación de capital humano (economía do coñecemento). Por tanto, podemos entrever que a redución na desigualdade pasa por un correcto funcionamento do sector financeiro, xa que o correcto funcionamento do devandito sector, pode favorecer o acceso a distintas inversións, como pode ser á formación superior de moitas familias, entre outros factores; e, por tanto, axudar a reducir a desigualdade.

Nesta liña, distintos estudos como os que se recollen en Beck et al. (2007), examinan cómo as imperfeccións no mercado inflúen na desigualdade a través da escolaridade e o traballo infantil. Esta idea é defendida por Jacoby (1994), quen tras examinar datos para os fogares de Perú, cita a seguinte conclusión: *“as restricións crediticias son un mecanismo polo cal a pobreza se transmite de xeración en xeración”*. A súa xustificación ven da man de que, en presenza de racionamento do crédito, un crédito estudantil ou unha política de remuneración, pode ser eficaz no aumento dos logros educativos dos estudantes máis pobres dos países en desenvolvemento, mentres que estas accións non afectan significativamente ós rapaces sin restricións crediticias.

Nesta dirección tamén apunta Dehejia e Gatti (2003), onde encontra que as taxas de traballo infantil son máis altas en países con sistemas financeiros subdesarrollados. Tras o correspondente estudo, estes autores sosteñen que as políticas encamiñadas a ampliar o acceso dos fogares ó crédito sería eficaz para reducir a man de obra infantil. Por tanto, se se reduce a man de obra infantil, e os xóvenes dunha economía teñen acceso á formación, as desigualdades deberían reducirse.<sup>24</sup>

**No caso da educación, a maioría da literatura apunta nunha dirección, sostendo que o acceso ó crédito para os máis pobres, permítelle as familias de**

---

<sup>24</sup> Para máis información sobre este tema, consultar, por exemplo, Jacoby y Skoufias (1997) ou Beegle, Dehejia e Gatti (2003).

**menores posibles investir en educación e, deste xeito, reducir as desigualdade no longo prazo.**

## 2.4 Actividade financeira e grado de desenvolvemento da economía: Teoría de U-Shaped

Nos parágrafos anteriores vimos que hai teorías contrapostas que non nos permiten aclarar nada dun xeito categórico, pois uns autores defenden que o desenvolvemento financeiro é positivo para a desigualdade á través da educación, crecemento económico e liberalización financeira, e outros non o ven tan claro. Nesta liña, existen un conxunto de autores, que contempla estas dúas ideas baixo unha mesma teoría, pero ¿Cómo é isto posible?. Estes autores defenden a idea que inicialmente propuxo Kuznets (1955) (conocida na literatura como U-shaped), e que sostén que **o efecto distributivo do desenvolvemento financeiro, dependerá do nivel de desenvolvemento económico**. Así estes autores sosteñen que nas primeiras etapas de desenvolvemento dunha economía, só os ricos se poden beneficiar do desenvolvemento financeiro, xa que son os únicos que poden permitirse acceder ós mercados financeiros. A medida que evoluciona o desenvolvemento económico, moitas máis persoas xa poden acceder ós mercados financeiros (xa que hai unha maior estrutura, unha maior renda per cápita e etc.) e, por tanto, o desenvolvemento financeiro axuda a unha maior porcentaxe da sociedade.

Un exemplo do anterior podemos encontralo en Greenwood e Jovanovic (1990), onde se desenvolve un modelo que predí unha relación non lineal entre o desenvolvemento financeiro, a desigualdade de ingresos, e o desenvolvemento económico. Este artigo tamén sostén que en todas as etapas do desenvolvemento económico se produce un maior desenvolvemento financeiro, e tamén unha mellora na asignación do capital, o que estimula o crecemento agregado, axudando así ós de menor renda. Sin embargo, estes autores tamén encontran que o nivel distributivo do desenvolvemento económico, dependerá do nivel de desenvolvemento económico, tal e como se describiu no parágrafo anterior.

Outros autores como os que se recollen en Greenwood e Jovanovic (1990) ou como Aghion e Bolton (1997)<sup>25</sup>, apoian estas ideas, pero outros autores como Rubin e Seguel (2015) apuntan que na economía de EEUU nos últimos anos (unha das

---

<sup>25</sup> Tal e como mencionamos anteriormente, estes autores sosteñen que nos primeiros momentos do desenvolvemento económico, os avances no mundo financeiro poden incrementar as desigualdades, pero cando a economía se volve avanzada, os efectos da evolución financeira acaban reducindo a desigualdade.

rexións máis avanzadas), o desenvolvemento económico e o aumento do peso do mundo financeiro non reduciron a desigualdade.

**Como resumo, vemos que ante a discrepancia entre os distintos aspectos sobre se a actividade financeira favorece ou non á poboación en materia de igualdade, xurdiu esta teoría conciliadora, argumentando que canto máis desenvolada sexa unha economía, maior será o efecto redistributivo da actividade financeira. A pesar de esta teoría ter moitos adeptos, existe algún estudo, que tal e como vimos, non encontra resultados acordes con esta teoría.**

## 2.5 Actividade financeira e desigualdade: principais resultados empíricos

Como observamos ata o de agora, existen discrepancias que non nos permitan chegar a unha conclusión. Por tanto, co fin de tentar esclarecer en maior medida os efectos da actividade financeira na desigualdade no longo prazo, realizaremos unha revisión dos principais estudos empíricos nesta materia.

Un exemplo de análise onde se incorporan as dúas vías polas que afecta ó desenvolvemento financeiro á desigualdade (crecemento económico agregado e os cambios na distribución de ingresos), é o realizado por Beck et al (2007). Estes autores, examinan o coeficiente de Gini (para medir as desviacións da desigualdade perfecta), a cota de ingreso dos pobres (para medir os ingresos do quintil máis pobre en relación co total da renda nacional) e o porcentaxe de poboación que vive con menos de 1€. Tras realizar o estudo, encontran que **o desenvolvemento financeiro aumenta a taxa de crecemento dos fogares con ingresos máis baixos**, o que mellora o crecemento do ingreso dos de menor renda nunha taxa superior á do crecemento global da economía.

A maiores, os autores do parágrafo anterior encontran que o 60% do impacto do desenvolvemento financeiro sobre a mellora do quintil de menor renda, é a través do crecemento agregado, e o redor do 40% faio a través das reducións na desigualdade dos ingresos que se derivan directamente do avance financeiro. Estes autores, tamén sosteñen que o desenvolvemento financeiro exerce unha influencia pronunciada nos cambios das taxas de pobreza absoluta e relativa, medida como a poboación que vive con menos de 1 € ó día.

Nesta liña autores como Clarke, Xu e Zou (2006), rechazan a hipótese de que o desenvolvemento financeiro beneficie só os ricos. Tal e como mencionan estes autores “os

*nosos resultados suxiren que en adición á mellora no crecemento, o desenrolo financeiro tamén reduce a desigualdade”.*

Sin embargo, Denk, O. and B. Cournède (2015), encontraron que para os últimos tres decenios, as expansións financeiras na OCDE, incrementaron a desigualdade, argumentando que maiores niveles de intermediación financeira e maior valor da bolsa de valores, estaban ambos relacionados con una maior desigualdade. Algo similar presentaba Rubin e Seguel (2015), quen defendían, para o caso da economía de EEUU desde 1953 ata 2008, unha relación positiva entre o crecemento económico e a desigualdade entre as familias, en parte proporcionado polo efecto da actividade financeira. Sen embargo, debemos ter en conta que estes estudos contemplan a desigualdade relativa, non a absoluta, polo que aínda que empeore a desigualdade, a situación dos de menores recursos pode mellorar.

**Como conclusión vemos que a evidencia empírica non axuda a resolver a dúbidas presentadas, xa que a pesares de que a maioría dos estudos deixan entrever unha mellora en materia de desigualdade derivada da activade financeira, non todos os autores ven esta relación na mesma liña.**



## 3. Relación entre a actividade financeira e desigualdade no consumo (corto, medio e longo prazo)

Unha vez chegados a este punto, xa vimos como a actividade financeira pode afectar á renda e a riqueza, principais representantes da capacidade de gasto. Unha vez visto como afecta a actividade financeira á percepción de rendas, procederáse a ver como a actividade financeira afecta ó que realmente se gasta, é dicir, ó consumo. Para iso, en primeiro lugar realizaremos unha análise das principais teorías do consumo, e veremos o papel que xoga a actividade financeira nesas teorías. Posteriormente analizaremos dun xeito máis desgranado os principais factores determinantes do consumo e a súa interacción coa actividade financeira.

### 3.1 Teoría da Demanda Keynesiana

Esta teoría defende que o consumo é unha parte da demanda agregada ( $Y=C+I+G+(X-M)$ ). A título de exemplo podemos observar (Blanchard et al. (2012), p.44-60), onde vemos, que as decisións de consumo, baixo esta teoría, dependen fundamentalmente da renda dispoñible. A renda dispoñible é aquela renda que queda unha vez que os consumidores xa recibiron as transferencias do estado e xa pagaron os impostos. Tendo o anterior en conta, esta teoría determina a conduta dos consumidores, sostendo que o consumo é unha función da renda dispoñible.

Como vemos, esta teoría estaría influenciada pola actividade financeira de xeito indirecto á través da renda, tal e como recolle Friedman (1957). Como se pode observar no artigo anterior, Keynes sotiña que *“a cantidade de consumo agregado dependía principalmente da cantidade de renda agregada”*. Por tanto, céteris páribus, aquela actividade financeira que contribúa a aumentar a renda, contribuirá a incrementar o consumo.

A maiores, outros autores como Manrique e Ojah (2004), sosteñen que os fogares de maior renda, teñen maior probabilidade de obter crédito e por tanto aumentar o consumo. Esta idea tamén e respaldada por Jappelli e Pagano, (1989), onde sosteñen que canto maiores son as restricións de liquidez, maior sensibilidade ten o consumo da renda corrente.

Como vemos, esta teoría presenta algunhas limitacións, **xa que sostén que a renda agregada é a única vía que contempla esta teoría para influenciar ó consumo, a renda dispoñible actual; sen ter en conta nin a esperanza de rendas futuras, nin a riqueza, nin o papel directo da activade financeira.**

### 3.2 Teoría do ciclo vital-renda permanente

Na teoría anterior sotiña que o consumo dependía fundamentalmente da renda agregada actual. Posteriormente, tal e como podemos observar en De La Dehesa, G. (2009), Franco Modigliani e Richard Brumber e, por outro lado Milton Friedman, desarrollan separadamente en 1957, a **teoría do ciclo vital e da renda permanente**; respectivamente. Estas dúas teorías teñen unha importante similitude, xa que sosteñen que o consumo non dependía unicamente da renda corrente en cada momento, se non que dependía da renda ó longo do ciclo vital no primeiro caso, e da renda permanente no segundo caso. Por tanto, **do anterior podemos deducir que o consumo dunha persoa tende a depender tanto da súa renda e riqueza actual, como das expectativas de renda e riqueza futuras.**

A idea que está tras esta teoría é que os consumidores “suavizan” o seu consumo ó longo da vida. Dado isto, podemos dicir que os individuos establecen un consumo que será permanente ó longo da vida. Como consecuencia desta planificación do consumo, cando se é xoven, consúmese por encima do nivel de renda que dispoñemos, sendo isto posible pola acumulación de débeda. Posteriormente, continúaase traballando e acumulando renda e vanse amortizando as débedas. Unha vez que se amortizaron todas as débedas (punto de nivelación), comezará a acumularse a riqueza. Esta riqueza será a que usaremos posteriormente para manter o consumo estable ante a redución das rentas que sufriremos con motivo da xubilación.

Así, tal e como revela De La Dehesa, G. (2009), unha ganancia ou perda inesperada, provocará que un consumidor típico intente repartir ó longo da súa vida o

beneficio ou perda derivado da variación de valor nos seus activos, idea que tamén se recolle en MacDonald et al., 2011 ou Leon e Flores, 2012, por exemplo. Así, aumentará ou reducirá o seu gasto corrente nunha fracción da ganancia ou perda que sufra, para deste xeito tratar de manter o consumo constante.

Unha vez consideradas estas ideas, contemplamos que a actividade financeira ten un peso notorio na evolución destas teorías. Esta relación podemos observala en que, segundo esta teoría, cando se é xoven, para manter o consumo constante ó longo da vida, os fogares endebédanse, e isto soe requerir do sistema financeiro. Por outra parte, a riqueza que se acumula en etapas posteriores, tamén pode ser canalizado dun xeito importante á través do sistema financeiro. Por tanto, unha expansión crediticia ou unha restrición crediticia, poden ter unha influencia notoria na planificación financeira e do consumo, e por tanto, na igualdade ou desigualdade no consumo entre os de maior e menor renda. Isto podemos velo en que, por exemplo, os de menor renda necesitarían recorrer ó endebedamento para manter o consumo nas súas etapas máis xovenes, mentres que os de maior renda poderían consumir en maiores proporcións sen acceder ó financiamento. Isto vai en consonancia co sostido por MacDonald et al., 2011, quen sostén que esta teoría do ciclo vital – renda permanente, ten maiores efectos onde o fácil acceso ó crédito ó consumo permita suavizar dun maior xeito o patrón de consumo dos fogares.

Existen varios exemplos da forte relación entre as variacións da riqueza e o consumo. Algúns exemplos podemos enconralos en Dynan e Maki (2001), quen mencionan que o incremento da riqueza teñen efectos con relativa rapidez, e provocan un crecemento do consumo durante varios trimestres. Brayton e Tinsley (1996) sosteñen que un dólar adicional de valores bursátiles incrementa o consumo entre 3 e 5 centavos; Lustig e Van Nieuwerburgh (2005) sosteñen que existen fortes correlacións cando o colateral en vivenda é abundante. Na mesma liña apuntan autores como Dynan e Maki (2001), Leon e Flores, (2012), e etc.

**En resumo, considerando a teoría do ciclo vital-renda permanente, a actividade financeira pode afectar ó consumo de varias formas. Vemos que a actividade financeira pode afectar ó consumo pola vía da renda e riqueza, e sobre todo, pola acción do sector financeiro canalizando o financiamento e o aforro ente os distintos axentes, xerando facilidades de acceso ó crédito para redistribuír o consumo ó longo da vida dos consumidores.**

### 3.3 Modelo do acelerador financeiro

Esta visión do consumo, ten como eixo central a actividade financeira, teoría desenrolada, principalmente, polo ex-presidente da Reserva Federal, Ben Bernake. Tal e como sostíña a teoría anterior, Friedman e Modigliani, estipulaban que o consumo actual dunha persoa dependía, non só da renda actual, se non que tamén das expectativas de renda futura e o nivel de riqueza. Bernake, mencionaba que non ocorria únicamente o mencionado por Friedaman e Modigliani, se non que ó reducirse a renda e riqueza, prodúcese unha contracción do crédito (derivado da menor renda, menor valor dos colaterais, peores expectativas e etc.), e por tanto, os consumidores poden sufrir un encarecemento dos créditos, ou unha contracción na dispoñibilidade dos mesmos, o que provocaría unha redución do consumo maior ó considerado por Friedman e Modigliani (e viceversa) (De La Dehesa, 2009; Leon e Flores, 2012. Ademais, este acelerador financeiro pode afectar ó crecemento económico, o que afecta ós salarios e obtención de rendas, e por tanto, tamén afecta indirectamente ó consumo.

No sentido oposto, este acelerador financeiro tamén exerce unha importante influencia no consumo. Ante incrementos do valor de activos que se poden utilizar como colaterais (por exemplo as vivendas), o sector financeiro permite captar ese incremento de valor mediante hipotecas, por exemplo, e deste xeito ter máis renda dispoñible para o consumo. Tamén ante maior expectativas de rendas derivadas do crecemento económico e salariais, tenden a expandir o crédito por parte dos prestamistas, etc.

Deste xeito, as variacións de renda e riqueza, poden verse amplificada polo acelerador financeiro, e así, provocar unha sobre-reacción do consumo. Un exemplo pode ser o exposto por De La Dehesa, G. (2009), quen menciona a título de exemplo que, calquera decisión de política monetaria pode verse amplificada polo acelerador financeiro, e alcanzar así un maior efecto sobre o consumo. Deste xeito, o acelerador financeiro mostra que os cambios nos valores das vivendas, e tamén da riqueza financeira, poden afectar á capacidade de gasto e de endebedamento dos fogares en maior medida do que predí a teoría do efecto riqueza sobre o consumo. A título de exemplo podemos atopar tamén a Buitier (2008), quen sostén que os impactos do incremento dos valores da vivenda sobre o consumo non residencial é pequeno, e o que realmente impacta no consumo é a relaxación das restricións crediticias nos consumidores.

Esta importancia do acelerador financeiro e os seus efectos, podemos ratificala coa literatura sobre a materia. Un exemplo pode ser Foster e Magdoff (2000), quenches chegaban á conclusión de que a expansión económica estadounidense de finais dos 90, fora “comprada” con débeda familiar, **sobre todo débeda relacionada en moitos casos ca vivenda e con familias de poucos recursos**. Por tanto, derivada da expansión crediticia e da maior propensión marxinal ó consumo dos de menores rendas, por esta vía redúcense as desigualdades do consumo.

Brown (2004), sostén que as desigualdades na renda teñen un impacto negativo no consumo. Sin embargo, ante o incremento da desigualdade da renda, pode manterse o consumo apostando por unha maior dependencia da débeda. **Esto deixa claro, que aínda que non se incremente a renda, pode reducirse as desigualdades no consumo a través do endebedamento**. Esta idea de que a expansión financeira pode reducir as desigualdades no consumo vemos que está respaldada por moita literatura. A título de exemplo podemos encontrar a Bayoumi (1993), quen encontra que a desregulación financeira conduciu cara un aumento significativo do consumo agregado.

Pola súa parte, Japelli e pagano (1989), sosteñen que as restricións de liquidez fan que o consumo dependa en gran medida da renda actual. **Por tanto, unha vez que se rompen esas restricións de liquidez, fan que ese consumo xa non mostre tanta independencia da renda actual**.

Outro exemplo pode ser Iacoviello (2008), quen encontra como unha das principais conclusións que, na década de 1980 e 1990, o aumento na desigualdade dos ingresos e na riqueza, conleva ó mesmo tempo, un aumento do nivel de débeda dos fogares e unha relativa estabilidade na desigualdade no consumo. Isto deixa entrever o importante papel que xoga a débeda na desigualdade do consumo, xa que a pesar de reducirse a renda e a riqueza, o incremento do endebedamento permitiu manter constante o consumo.

Esta idea tamén é apoiada por Krueger e Perri (2006), quenches argumentan que a desigualdade no consumo aumentou moito menos cá desigualdade nos ingresos ante as expansións crediticias, o que mostra o papel da débeda como factor que tende a suavizar as desigualdades no consumo no curto prazo.

Por tanto, vemos que a importancia do acelerador financeiro na desigualdade do consumo ten unha gran importancia, xa que como deixaba entrever Brown (2004): *“é difícil exaxerar a importancia da industria dos préstamos ó consumo para soste-la demanda de bens”*.

**Como resumo, vemos que esta teoría remarca o poder da activade financeira no consumo, xa que, os aumentos e reducións da renda e riqueza, son amplificados á súa vez pola actividade financeira. Con isto queremos dicir que, ante maiores expectativas de renda, e un incremento da riqueza, os fogares e empresas teñen un maior acceso ó crédito, tanto polas rendas futuras esperadas, como polo incremento da riqueza.**

### 3.4 Teoría do efecto demostración

Adicionalmente, existe outra teoría que complementa as visións anteriores, a teoría do efecto demostración. Esta teoría supón que moitos axentes realizan as súas compras para parecerse á grupos sociais de referencia, non para satisfacer verdadeiras necesidades.

Tal e como revela Duesenberry (1972) na páxina 60, un consumidor que vexa bens de calidade superior en outras persoas (xeralmente dun grupo social maior), sentirá unha sensación de insatisfacción, o cal conducirá a este axente cara o consumo deste ben. Por outra parte, Veblen (2004) na páxina 100, considera a influencia que o entorno social exerce no individuo, e sostén que moitas das compras están motivadas pola busca de prestixio social. A maiores, tal e como se recolle en (Vela e Bocigas, 1996, p.103), Veblen opina que o individuo é un “animal social”, polo que gran parte do seu consumo non están motivadas por necesidades intrínsecas, se non unicamente pola busca de prestixio dentro do grupo social ó que pertencen.

Na mesma liña encontramos o “súper eu” de Simon Freud, que dicía que este “súper eu” era unha área da personalidade do consumidor que trata de dirixir os impulsos do subconsciente cara comportamentos socialmente admitidos (Armario, 1993; p. 174).

Por tanto vemos que o papel do efecto demostración goza na literatura dunha certa importancia. **Neste aspecto podemos ver que a actividade financeira ten un papel importante no consumo derivado do efecto demostración. Se a xente de renda media consume por encima das súas posibilidades para imitar ós de maior renda, mellor imaxe e etc., vemos que o acceso ó crédito será fundamental para adquirir certos produtos deste tipo.**

## 3.5 Características dos principais factores determinantes do consumo

Vimos que do que mencionamos anteriormente, existen tres elementos fundamentais que afectan ó consumo: a renda, a riqueza e o acelerador financeiro. Dada a maior complexidade que presenta a análise da riqueza e do acelerador financeiro, faise necesario unha análise máis profunda.

### 3.5.1 Características da riqueza que afectan ó consumo: efecto riqueza. Activos reais versus activos financeiros.

Nas teorías anteriores contemplamos o chamado “efecto riqueza”, e vimos que, ante incremento do valor dos activos que posúe unha persoa, esta persoa terá unha sensación de maior riqueza; e derivada desa crenza de posuír unha maior riqueza, esa persoa incrementará o seu gasto, incrementará o seu consumo.

Como mencionabamos, a actividade financeira pode afectar o prezo dos activos, e este, á súa vez, afectar ó consumo. Ademais, outra consideración que debemos ter en conta é que, tal e como sostén De La Dehesa (2009), non toda a riqueza ten os mesmos efectos na propensión á consumir. A teoría económica suxire que a resposta do consumo a un aumento do valor dos activos é maior canto máis **líquido é ese activo, canto máis fácil de medir é o seu valor, e canto maior e a expectativa de duración do impacto** (o aumento ou caída do prezo vai ser de corta duración ou máis permanentes). Por tanto, vemos que o aumento do consumo dos de maior ou de menor renda, depende da renda e riqueza actual e esperada; e á maiores, outro dos factores con gran impacto, será a composición e características de cada nivel de renda, polo que, a priori, non podemos concluír nada.

Tradicionalmente, os activos que foron percibidos como máis líquidos e os máis fáciles de valorar, foron os activos financeiros, pois soen ser máis homoxéneos e máis fáciles de comprar e vender, dado que estes activos soen ter un mercado secundario de negociación. Derivado do anterior, vemos que isto afectaría sobre todo ós de maior renda, xa que posúen unha maior cantidade destes activos (tal e como víamos no gráfico 2), e destinan unha proporción maior dos seus recursos á obtención destes activos. Por tanto, a actividade financeira que conduza a un aumento do valor deste activos, pode xerar unha desigualdade no consumo a favor dos de maiores posibles, e viceversa.

Sen embargo, os de menores rendas, soen destinar unha parte importante da súa renda á compra de vivenda<sup>26</sup>, e os activos inmobiliarios son máis ilíquidos cos financeiros, máis difíciles de comprar e vender<sup>27</sup>. Pola contra, os choques dos precios nos activos inmobiliarios, sexan positivos ou negativos, soen ter unha maior duración cós activos financeiros. Por tanto, os choques financeiros que afecten á esta vía dos prezos inmobiliarios, provocarán maiores efectos relativos nos de menor renda, xa que como vemos De La Dehesa (2009), manteñen neste tipo de inversións unha porcentaxe maior dos seus recursos que os de maior renda.

Estudios como os que víamos nos epígrafes anteriores, ou outros como Carroll (2004), Pichette e Tremblay (2003), etc.; xustifican que os efectos da riqueza da vivenda no consumo, son superiores ó dos efectos que teñen no consumo os incrementos na riqueza financeira. Estes estudos argumentan que a diferenza tan esaxerada da influencia no consumo da riqueza en vivenda fronte á financeira, ven provocada, fundamentalmente, por dous motivos. A riqueza en vivenda é moito **máis representativa da renda permanente** (quen afecta notoriamente ó consumo) e **a vivenda ten un maior peso na composición de carteira da maioría da poboación dos países**. Así, en De La Dehesa, G. (2009), vemos que o peso da vivenda en Canadá é do 78%, 84% en Finlandia e 81% en Italia; mentres que o peso da riqueza financeira é do 22% en Canadá, 16% en Finlandia e do 15% en Italia. Por tanto, ante o aumento de valor deste tipo de activos, incrementa a capacidade de endebedarse polo maior valor do colateral, é incrementase o consumo dos propietarios.

Para ratificar esta idea do maior impacto que ten a riqueza inmobiliaria no consumo, consideramos o estudio de Case, Quigley e Shiller (2006). Estes autores, realizan un estudio para 13 países europeos e Estados Unidos entre 1975 e 1996. O que encontran estes autores é que o efecto da riqueza da vivenda sobre o consumo é moi significativo para todos os países. Sen embargo, preséntanse interesantes diferenzas. Mentres que nos países europeos, o incremento dun 10% da riqueza en vivenda incrementa o consumo en 1.1%, en Estados Unidos o incremento é do 0.4%. Pola contra, un incremento do 10% do valor do mercado bursátil, incrementa un 0.02% o consumo nos países europeos, mentres que en Estados Unidos o fai nun 0.4%. A posible explicación a isto encontrámolo no estudio de Bostic, Gabriel e Painter (2009),

---

<sup>26</sup> Tal e como vemos no gráfico 3, as desigualdades no caso da adquisición de vivenda non é tan marcada como na tenencia doutros activos, por exemplo no caso das accións representadas no gráfico 2.

<sup>27</sup> A pesares de que os activos inmobiliarios soen ser máis ilíquidos, a innovación financeira, permite cada vez en maior medida, que os propietarios dunha vivenda se podan aproveitar da apreciación das vivendas, xa que pode conseguir do seu prestamista un aumento proporcional da hipoteca ou mesmo unha segunda hipoteca (De La Dehesa, G., 2009). Isto remarca a importancia do sector financeiro.



onde se menciona que a riqueza familiar en vivenda ocupa o 62% do patrimonio total, mentres que a financeira ocupa o 32%. Por tanto, isto permítenos ratificar a hipóteses de partida, en que o valor da vivenda ten un maior efecto no consumo, sobre todo, polo seu maior peso no total da renda das familias.

Na mesma liña apunta, Sierminska e Takhamanova (2007), quenes encontran que por cada 1% de incremento na riqueza financeira, o aumento do gasto en consumo é do 0.2% en Canada, 2% en Finlandia e 4% en Italia. Por outra banda, no caso da riqueza inmobiliaria, un incremento do 1%, provoca un incremento do gasto dos fogares nun 12% en Canadá, un 10% en Finlandia e un 13% en Italia.

Dado o anterior, tal e como sostén Buitter (2008), a influencia no consumo das variacións nos prezos dos activos, dependerá da propensión ó consumo que teñan os propietarios e os non propietarios, e do uso destes activos como colaterais nos créditos. Por tanto, ante aumentos da dispoñibilidade de crédito e incremento do valor das vivendas, como os de menor renda son os que teñen unha maior propensión marxinal ó consumo, as desigualdades no consumo poden reducirse.

**Por tanto, vemos que o impacto da variación dos activos no consumo dependerá da liquidez dos activos, na facilidade de medición e na expectativa de duración do impacto. Unha vez analiza a literatura, todo parece apuntar a que os principais impactos no consumo son os derivados das variacións de prezos dos activos inmobiliarios. A pesar de que os activos financeiros poden ser máis líquidos, e moitas veces máis fáciles de medir, os patrimonios familiares están compostos en maior medida por activos inmobiliarios ca activos financeiros, polo que o efecto das variacións dos prezos inmobiliarios, afectarán dun maior xeito a riqueza dos fogares, e por tanto, ó gasto en consumo destes fogares. O anterior ven en gran parte favorecido pola enxeñería financeira, que permite obter liquidez das vivendas, mediante hipotecas, cada vez con maior facilidade.**

**A maiores, como os de menor renda soen ter a vivenda como principal activo, o aumento do valor da vivenda pode incrementar o consumo dos de menor renda, e por tanto, reducir as desigualdades no consumo.**

### 3.5.2 Complementariedade entre acelerador financeiro e efecto riqueza<sup>28</sup>

Por outra banda, existen autores que non ven tan claro o efecto riqueza por si só. Así, autores como Buitter (2008), ou Calomiris, Longhofer e Miles (2009), encontran que o efecto riqueza das vivendas *“ten un pequeno e insignificante efecto no consumo”*. Ludvigson et al. (2002), utilizan datos de Estados Unidos desde 1966 ata o 2000, e encontran que a importancia do canal da riqueza transmitindo os cambios da Reserva Federal no consumo, era débil. Outro exemplo, sería Siokis (2005) para o caso da Euro-área con datos dende 1977 ata 2002. Este autor encontraron que *“os resultados indicaron que o canal da riqueza non xoga un importante papel na transmisión dos cambios nos tipos de interese cara o consumo”*.

Unha posible explicación a este resultado encontrámolo en De La Dehesa (2009). Ante este tipo de resultados, a xustificación máis aparente é que cando os prezos da vivenda caen, isto prexudica en maior medida a aqueles que “largos en vivenda”, é dicir, que teñen máis riqueza en vivenda da que planean consumir. Pola contra, beneficia en maior medida ós fogares que están “cortos en vivenda”, os que posúen menos vivenda do que planean consumir (e viceversa, no caso da subida dos prezos da vivenda). Pero moitos autores sosteñen que a maioría da xente non está largo ou corto en vivenda, se non que posúe aquilo que intenta consumir, é para estes casos, os efectos da riqueza da vivenda son neutrais. Sen embargo, vemos que ese efecto directo do efecto riqueza por si só pode non ser significativo, pero o efecto indirecto, utilizando o canal financeiro para incrementar o consumo, pode ser moi relevante, o que ratifica a enorme importancia da actividade financeira no consumo.

Na liña anterior, encontramos a Buitter (2008), quen sostén que o incremento de valor da vivenda é compensado polos incrementos dos custos de vivenda, o que compensa e limita este efecto riqueza. Este autor tamén sostén **que os impactos do incremento dos valores da vivenda sobre o consumo non residencial debe ser pequeno, e o que realmente impacta no consumo é a relaxación das restricións crediticias nos consumidores** e os efectos que causa na desigualdade.

**Por tanto, vemos que para que o efecto riqueza colla peso, é de gran importancia a participación do acelerador financeiro, xa que, tal e como revelan certos autores, os efectos do efecto riqueza por si sos, soen ter un reducido impacto no consumo.**

---

<sup>28</sup> Para ver outras características sobre a relación entre estas dúas variables, ver Anexo I.

### 3.5.3 Limitacións do acelerador financeiro

Chegados a este punto, o anterior sinalaba que, en xeral, unha expansión crediticia e o acceso ó endebedamento, facía que a xente de menores recursos puidera acceder ó crédito e incrementar o consumo. Isto pode ter efectos favorables na redistribución do consumo, sen embargo, o abuso do crédito, pode traer consecuencias desfavorables para moitos axentes. Con isto referímonos a que se os axentes acceden en exceso ó canal do crédito, iso pode facer que se debilite a súa posición financeira, e se abusan do endebedamento, poden verse inmersos nunha situación de inestabilidade e fragilidade financeira. Ante esa inestabilidade, e tal e como se sostén en Krugman (2012), p.58, calquera desaceleración económica pode causar unha crise importante como resultado da cascada de quebras. Se mantemos a hipótese de que os que máis recorren ó endebedamento para consumir son os de menor renda, o exceso de endebedamento pode incidir de xeito notorio no incremento das desigualdades do consumo, pero tamén nas desigualdades da renda e riqueza.

Os grandes efectos negativos do sobre-endebedamento e a debilidade financeira, poden comprobarse nunha vasta literatura<sup>29</sup>. A título de exemplo podemos recoller a Brown (2004), quen falando da situación económica de EEUU, sostíña que “*o crecemento (económico) pode que non sexa posible, a menos que un segmento importante da poboación siga disposto a pedir prestado nunha escala que cree ou intensifique a presión presupuestaria sobre eses fogares*”.

Brown (2007) analiza as consecuencias perniciosas da inestabilidade financeira froito da gran cantidade de débeda que sosteñen os fogares; e Barba e Pivetti (2009), argumentan que o estancamento dos ingresos reais en EEUU, conduciu cara un endebedamento que fixo que a poboación consumira por encima das súas posibilidades.

Pola súa parte, Niño-Becerra (2013) reitera na súa obra os efectos perniciosos do sobre-endebedamento, onde podemos citar a título de exemplo a páxina 85. Este autor sostén que durante o crecemento económico, o sobre-endebedamento pode disimularse utilizando máis crédito para manter o nivel de consumo, pero cando se produce un freazo económico, as consecuencias poden ser moi malas.

Krugman (2012) tamén fai referencia as desfavorables consecuencias do exceso de endebedamento das familias. Este autor sostén que nunha economía en

---

<sup>29</sup> Debemos recordar que aínda que reduza a desigualdade no presente, debemos ter en conta que comprar a crédito é anticipar o consumo, e se anticipamos en exceso, teremos que reduciro posteriormente.

expansión, a xente ten moitas facilidades para endebedarse, sobre todo se existe un crecemento no prezo os activos. Unha vez que se termina a expansión crediticia, poden darse dúas situacións. Por unha banda, que os niveles de débeda sexan relativamente baixos, o que resultará en escasos sucesos económicos negativos. Por outra banda, se o nivel de débeda dunha economía é elevada, calquera alerta pode activar a recesión. Segundo Krugman (2012), o efecto inmediato ten pouca importancia, o importante será cando os prestatarios descubran os riscos da débeda que posúen, os deudores veranse obrigados a iniciar o desapalancamento, creando deste xeito, unha recesión importante.

Como vemos, os posibles riscos de incrementar o consumo con débeda están no sobre-endebedamento e nas súas perniciosas causas. Neste aspecto temos que recorrer a un referente na materia como é o caso de Minsky, quen nos seus traballos sobre as crises financeiras ofrece unha explicación dos posibles efectos do sobre-endebedamento<sup>30</sup>. Minsky, tal e como podemos ver en Galindo (2008), sostén que cando os axentes comezan a ver insostible o proceso de crecemento e de sobre-endebedamento, prodúcese o chamado “momento Minsky”. A xente comeza a “toma de beneficios”, facendo que os prezos se estabilicen, e comezan a xerarse máis dúbidas sobre a inestabilidade. Posteriormente comezan as ventas masivas, os prezos caen, o crédito contráese (xa que non se poden garantir a débeda cos activos, por exemplo), prodúcense quebras financeiras e etc., polo que entramos nunha crise, onde os máis prexudicados, soen ser os de menores rendas.

Os de menores rendas soen ser os principais afectados porque estes son os primeiros que perden os seus empregos ante as recesións, xa que os principais despidos son para os de menor formación, de menor especialización ...

A maiores, estas familias tamén son as que máis sofren as consecuencias da caída dos valores dos colaterais e/ou da contracción crediticia. Isto é debido a que os de menores rendas soen ser os primeiros que ven pechadas as portas dos créditos, xa que posúen menores propiedades ou, as que posúen teñen unha alta proporción de endebedamento; o que xunto coas baixas expectativas de percepción futura de rendas (derivadas polo maior desemprego), pechanselles as portas do financiamento.

Adicionalmente ó anterior, a maior porcentaxe de débeda sobre os ingresos soena ter tamén os de menor renda. Isto podemos corroboralo no caso de España nos gráficos 5 e 6, xa que os fogares de menores posibles son os que gastan máis do que

---

<sup>30</sup> Unha visión máis detallada e comprensiva da explicación relativa ós chamados, Momentos Minsky, pódese ver o capítulo 2 de Kindleberger (2012).

ingresan, e por tanto, cando estoura a crise, serán os que posúen un maior apalancamento.

**Como resume, vemos que o acelerador financeiro pode axudar a reducir as desigualdades no consumo amplificando o efecto da obtención de rentas e do aumento da riqueza. Sen embargo, se se abusa desta vía, pode darse lugar a sobreendebemento, e que aquelas familias que tiveran que recurrir ó endebedemento, agora teñan que desapalancarse, aforrar, consumir menos. Como os que máis se endebedan soen ser os de menores rendas, isto derivará nun incremento da desigualdade no consumo.**

### 3.6 Efectos asimétricos da renda, riqueza e actividade financeira no consumo.

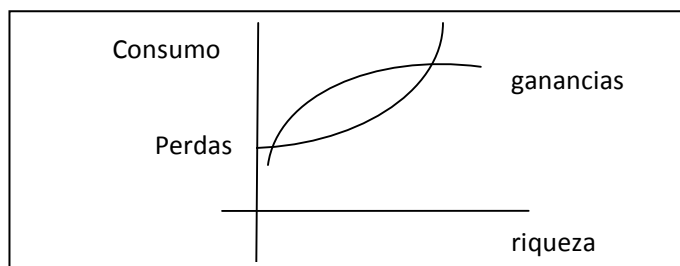
Unha vez analizados a renda, os efectos riqueza e o acelerador financeiro, víamos que o incremento do valor dos activos e a expansión crediticia, tendían a incrementar o consumo; mentres que as restricións crediticias e caída do valor dos activos, reducían o gasto. Sen embargo, a pesar de que uns factores incrementan o consumo e outros o diminúen, existe literatura que sostén que o consumo responde dun xeito máis contundente ante as variables que o impulsan que ante as variables que o retraen (MacDonald et al., 2011). Co anterior queremos dicir que cando o consumo se incrementa, faino nunha proporción superior, cá caída.

Un estudio que corrobora o anterior pode ser o de Case, Quigley e Shiller (2005). Estes autores estudaron o caso de EEUU e encontraron que o efecto da riqueza da vivenda sobre o consumo foi positivo e superior ó efecto da riqueza financeira, e a maiores, encontraron efectos asimétricos. **Isto quere dicir que, ante aumentos do precio da vivenda aumenta o consumo, pero ante caídas do precio, o consumo non caía de xeito relevante.**

Outro estudio que ratifica esta hipótese, e que adicionalmente explica os motivos que provocan esta asimetría, é o de MacDonald et al. (2011). Nel, os autores sosteñen que os individuos son máis reacios ante as perdas que ante as ganancias. Isto dá lugar a que a función do consumo en relación á riqueza e concava nas ganancias, pero convexa para as perdas de riqueza financeira (ver gráfico 11). Por tanto, dado o anterior, é razoable esperar que os incrementos na riqueza posiblemente conduzan a

un maior consumo, pero unha caída na riqueza; é probable que conduzan a unha menor redución en materia de consumo. Tal e como recolle MacDonald et al. (2011), esto pode vir **explicado porque os consumidores, ante as caídas da riqueza, recurren ós aforros do pasado, a fontes de crédito (principalmente non garantizados), como poden ser as tarxetas de crédito e etc.**

**Gráfico 11: Curva das asimetrías no consumo**



Fuente: Elaboración propia

Se pasamos a distintos análises empíricos, vemos que existe evidencia que corrobora a idea anterior. MacDonald et al. (2011) estudian, para o caso de UK desde Q1:1991 ata Q2:2006, os efectos das variacións na riqueza no consumo, derivados das accións de política económica. Encontran que os shocks na riqueza teñen un efecto significativo no consumo, pero só cando estes efectos son positivos, o que demostra a presenza desta asimetría. Adicionalmente, esta idea da asimetría no consumo podemos vela noutros estudos como por exemplo, o caso de Disney et al (2002), quenes encontran que existen comportamentos asimétricos cando os prezos das vivendas en UK subían e baixaban; atopando fortes respostas do consumo ante os incrementos do prezo da vivenda, pero respostas do consumo menos significativas en reacción á caída do valor da vivenda.

Noutro senso, encontramos a Apergis and Miller (2006), quen trata de ver como afectan os **cambios no valor bursátil** per cápita de US ó consumo. Tras realizar a devandita análise encontra a presenza de asimetrías. Sen embargo, neste caso, os efectos no consumo son maiores ante as “noticias” negativas que ante as “noticias” positivas, o que, tal e como mencionan os autores, podese deber a unha alta aversión ás perdas. Por tanto, neste caso vemos que no caso da riqueza financeira, **a premisa anterior non se cumpre**, non podendo xeralizar a idea mencionada.

**Por tanto, vemos que ante as variación dos prezos dos activos, os efectos do consumo poden ser distintos ante as variacións que o impulsen, e as variacións que o detraían. No caso da riqueza real, os incrementos do valor das**

**vivendas soen conducir cara un maior consumo, pero unha caída na riqueza soe conducir cara unha menor redución do consumo en termos absolutos. Isto pode explicarse polo acceso ó aforro, ó crédito rápido e etc. No caso do valor bursátil, sucede a situación oposta, o consumo soe reaccionar dun xeito maior ante a caída que ante o incremento de valor, derivado sobre todo da aversión ante as perdas.**

## 4. Evidencia empírica para o caso europeo

Unha vez revisada e estudada a literatura relativa ós efectos que a actividade financeira pode ter na desigualdade, vimos que a pesar de deixar entrever algunhas conclusións, o certo é que na maioría dos casos existe unha gran ambigüidade, e en función da economía que se estude, os resultados poden ser moi distintos.

Dada esta ambigüidade, resulta de gran interese e importancia coñecer como se comportan a actividade financeira e a desigualdade no caso concreto da economía que nos rodea, Europa, e tratar de chegar a unhas conclusións claras para o caso europeo. Con isto queremos tratar de responder a preguntas como: ¿A actividade financeira ten influencia na desigualdade no caso de Europa? No caso de tela, ¿Qué variables son relevantes e cales non? ¿Maior liberalización/actividade financeira, mellora ou empeora a desigualdade? ¿os efectos son comúns en todos os países ou non? ¿e son comúns en todo o período?

Deste xeito, para tratar de obter unhas conclusións claras para o caso europeo, realizaremos un estudio empírico coa finalidade de resolver a ambigüidade da parte teórica. Comezaremos explicando as variables e a metodoloxía empregada, continuaremos co estudio da desigualdade na renda, seguiremos co estudio da desigualdade no consumo, e remataremos coa exposición das principais conclusións obtidas.

### 4.1 Variables e metodoloxía

Para examinar os efectos e tendencias que a actividade financeira exercen sobre a desigualdade, collemos unha mostra de 30 países europeos<sup>31</sup> para distintos lapsos

---

<sup>31</sup> Utilízanse estes 30 países, porque é o maior número de países europeos para os que encontramos os datos de xeito homoxéneo. Para ver cales son eses países, ver Anexo 2.



temporais, en función da variable explicada que se estea utilizando, e a dispoñibilidade de datos.

Para tratar de explicar esa acción da actividade financeira na desigualdade da renda, escolléuse como variable explicativa, tres indicadores da desigualdade de gran relevancia na literatura: o Índice de Gini, o S80/S20 e o risco de pobreza. A selección destes tres indicadores non foi aleatoria, se non que, adicionalmente á súa importancia na literatura, os tres indicadores complementáanse, xa que representan medicións distintas do nivel de desigualdade:

- O risco de pobreza: é o indicador de desigualdade máis extremo, xa que mide o risco de pobreza e de exclusión social da xente, o que se pode considerar un dos niveles de desigualdade máis extremos.
- S80/S20: mide a renda do quintil máis rico (S80) respecto ó quintil máis pobre (S20). Deste xeito recolle a comparativa entre os extremos de renda dunha economía. Ademais é un bo estimador da desigualdade en termos xerais, pois a diferenza do indicador do risco de pobreza, o S80/S20, recolle a desigualdade do quintil máis pobre, pero tendo en conta ós de maior renda (S80). Isto é importante, xa que os de menor renda dunha economía, a pesar de poder estar a anos luz da renda dos máis ricos, non teñen por que estar en risco de pobreza ou de exclusión social.
- Índice de Gini: mide a desigualdade da renda pero “en termos medios” da economía.

Por tanto, vemos que os indicadores anteriores, son distintas medicións da desigualdade, que van desde a desigualdade máis estricta (riesgo de pobreza), pasando por medidores non extremos pero moi adecuados (S80/S20), ata medicións de desigualdade máis suaves dunha economía (Índice de Gini), o que pode conducir (tal e como veremos) a distintos resultados. O motivo de escoller varios indicadores é debido a que se trata de verificar que os resultados son consistentes e se repiten con varios e distintos indicadores de desigualdade. Por iso, adicionalmente, aínda que non aparezan os resultados con tanto detalle, tamén se verifican os resultados coa participación na renda do 20% e o 40% máis pobre, en aras a dar solidez ó estudio.

Por outra parte, para realizar a análise, utilízanse as variables que a literatura reconece como relevantes para explicar a desigualdade na renta e no consumo, acompañadas con outras variables de control (como por exemplo nivel de PIB real per

cápita, desemprego e etc) para ver como responden as variables explicativas en función das variables de control da economía<sup>32</sup>.

As variables utilízanse todas en taxas de crecemento, xa que deste xeito conseguimos que as variables sexan estacionarias, o que nos permite un mellor tratamento dos datos. Por outra parte, para o caso das variables nas que utilizaremos os seu valor inicial como unha constante para toda a serie, para facelas estacionarias, utilizamos o logaritmo neperiano das mesmas.

Unha vez considerado o anterior, comezaremos analizando a desigualdade na renda. O procedemento que utilizaremos neste desenvolto empírico será analizar, en primeiro lugar, os resultados que aporta o índice de Gini, para ver como a actividade financeira inflúe na desigualdade dunha economía en termos xerais. En segundo lugar analizaremos o risco de pobreza, para ver como se comportan as variables financeiras sobre o indicador de desigualdade “máis extremo”. Finalmente, utilizaremos o indicador S80/S20 como indicador de precisión na medición da desigualdade, pois recolle a pobreza dunha economía (S20) e compárao cos ricos da mesma economía (S80), o que permite recoller a pobreza, pero comparada cos de maior rendas, o que da unha boa medición da desigualdade. Adicionalmente, aínda que só se realice algunha mención escueta no traballo, para corroborar os resultados anteriores, utilizaranse indicadores como a participación no ingreso total do 20% da poboación máis pobre, e a participación do 40% máis pobre.<sup>33</sup>

No desenvolto desa estrutura, en primeiro lugar realizamos, para cada indicador, unha réplica dun dos estudos de referencia, o estudio de Beck et al 2007. Posteriormente, como estes resultados non se axustan de todo ó noso caso concreto, complementaremos a análise. Por último, farase unha comparativa dos resultados obtidos para tentar extrapolar as principais conclusións, e tratar de ver como a actividade financeira afecta á desigualdade no caso dos países europeos.

Finalmente, remataremos con unha breve visión da influencia que as variables financeiras e de control exercen sobre o consumo, utilizando o S80/S20 do consumo como indicador de desigualdade no consumo, para os anos 1996, 2000, 2005 e 2010, para unha mostra máis reducida de países<sup>34</sup>.

---

<sup>32</sup> Para ver todas as variables explicativas e de control utilizadas no traballo, consultar Anexo 3.

<sup>33</sup> Os resultados dos tres indicadores iniciais serán corroborados con estes dous indicadores. O indicador do 20% é un indicador de desigualdade máis estricto co do 40%, o que nos permite corroborar ou non, os resultados obtidos polos indicadores anteriores, quenes tamén van desde indicadores máis estrictos de desigualdade (riesgo de pobreza e en menor medida S80/S20) ata outros máis suaves (Gini).

<sup>34</sup> Ver Anexo 2. A selección dos países e anos, ven marcado pola dispoñibilidade de datos.

## 4.2 Desigualdade na renda

Tal é como mantivemos, para o caso da desigualdade da renda, procederemos a realizar a análise utilizar tres indicadores: Índice de GINI, risco de pobreza e exclusión social e S80/S20. Os resultados obtidos, tamén se compararán cos obtidos por Beck et al (2007). Adicionalmente faráse unha análise entre os indicadores utilizados, para ratificar os principais resultados que a actividade financeira exerce na desigualdade, e comprobarase que os resultados vaian en consonancia cos outros dous indicadores mencionados (participación do 20 e do 40% máis pobre nos ingresos totais).

### 4.2.1 Índice de GINI como indicador da desigualdade

O Índice de GINI podemos definilo como un indicador que mide ata que punto a distribución do ingreso entre individuos ou fogares dentro dunha economía se alonxa dunha distribución perfectamente equitativa (Banco Mundial, 2016). Deste xeito, vemos que este índice mide a desigualdade media da economía respecto a unha distribución perfecta da renda. Por outra banda, os valores deste indicador oscilan entre 0 e 1, e canto máis próximos a 0 estean os resultados do índice, maior igualdade; e canto máis próximos a 1, maior desigualdade.

Para comezar a analizar esta variable, realizouse un estudio dun xeito similar ó que se realiza en Beck et al (2007), e nel realízanse varias estimacións, nas que se trata de explicar o comportamento do índice de Gini, engadindo progresivamente distintas variables. Aquí vemos que, tal e como se mostra na táboa 2, as variables utilizadas non se mostran relevantes:

**Táboa 2: Actividade financeira e Índice de GINI (segundo o modelo de Beck et al, 2007)<sup>35</sup>**

	Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3	Modelo 4	Modelo 5
	Índice de GINI	Índice de GINI	Índice de GINI	Índice de GINI	Índice de GINI
<b>Crédito privado</b>	0.002 (0.703)	0.004 (0.488)	0.003 (0.509)	0.003 (0.516)	
<b>Initial GINI<sup>36</sup></b>	-0.047 (0.499)	-0.041 (0.529)	-0.03 (0.665)	-0.03 (0.667)	-0.034 (0.607)

<sup>35</sup> O método utilizado é o cross-section, efectos aleatorios, para todos os modelos. Adicionalmente, para todas as táboas, o período utilizado e o total de dispoñibilidade de datos. Se nalgunha táboa específica se utiliza outro lapso temporal distinto ó total de datos, figurará no título do grafo.

<sup>36</sup> Valor do ln do valor do ano 1995 para toda a serie.

<b>Inscripción en estudos superiores (valor inicial)</b>	0.027 (0.252)	0.026 (0.311)	0.026 (0.316)	0.025 (0.296)
<b>Apertura comercial</b>	0.188 (0.131)	0.183 (0.131)	0.182 (0.133)	0.147 (0.183)
<b>IPC</b>	0.061 (0.545)	0.053 (0.639)	0.052 (0.648)	0.039 (0.718)
<b>PIB real per cápita</b>		0.009 (0.938)	-0.139 (0.957)	0.001 (0.999)
<b>PIB real per cápita * Intial</b>			0.044 (0.953)	-0.001 (0.998)
<b>GINI</b>				
<b>Valor añadido do sistema financeiro</b>				-0.024 (0.743)
<b>c</b>	0.127 (0.587)	0.003 (0.989)	-0.025 (0.920)	-0.023 (0.931)
				-0.005 (0.985)

Fuente: Elaboración propia.

Como vemos, ningunha das variables aparece significativa, o cal non vai en concordancia co estudo realizado por Beck et al (2007). Ante isto, pensouse que o principal problema podían ser os datos da variable financeira, e probouse a cambiar a variable crédito privado por outras similares e ir probando a facer as regresións da táboa 2 usando estas novas variables en lugar do crédito privado. As outras variables coas que se probaron, foron, principalmente: o valor añadido que xera o sistema financeiro na economía, a capitalización bursátil e a Inversión Directa Estranxeira (IDE). Deste xeito pretendíamos ver se algunha das variables que mostraran a actividade/desenrolo financeiro, se mostraba relevante.

Unha vez realizados todas as comprobacións anteriores coas técnicas econométricas máis adecuadas para cada caso (efectos aleatorios, primeira diferenza ou efectos fixos), e corroboradas cos distintos tests (principalmente o tets de Hausman), vimos que, ó igual ca no caso do crédito privado, ningunha das variables da táboa 2, nin as novas que se foron incluíndo, se mostraron relevantes. Dentro dos indicadores financeiros, a pesares de que ningún deles se mostra relevante, o que necesita menor nivel de significación para a súa aceptación, un 0.21, sería o valor añadido do sistema financeiro no Modelo 1.

Por tanto, vemos que as variables mencionadas na táboa 2 non se mostran significativas, e por tanto, a actividade financeira non se mostra relevante para explicar a desigualdade medida a través do Índice de GINI no caso dos 30 países europeos seleccionados (aplicando a estrutura utilizada en Beck et al 2007).

Unha vez obtida a reflexión anterior, comparamos os resultados co traballo de Beck et al. (2007). Entre outras múltiples diferenzas, vimos que no caso dos autores anteriores, as variables financeiras si que teñen peso na explicación da evolución do

Índice de Gini. Por tanto, ¿é isto normal? ¿Por qué os resultados entre os dous estudos non son similares?

Tras observar esas diferenzas entre os dous traballos, realizouse un estudio máis pormenorizado, e obtívose unha explicación que o xustifica, e que fai que os dous traballos sexan complementarios. O problema está en que no estudio que realizan Beck et al (2007), os países que utilizan son de diversa índole, desenvolados, subdesvolados e en vías de desenrolo; mentres que no noso estudio, os países son, en xeral, avanzados e con un alto grado de desenrolo financeiro. Isto, xunto coa limitación da capacidade de medición do índice de GINI (tal e como veremos) e os posibles cambios estruturais na nosa mostra, permiten explicar os resultados.

Antes de continuar, debemos observar unha posible idea de gran importancia que analizaremos posteriormente, pero que debemos introducir aquí á raíz da reflexión anterior. **Os resultados anteriores poden ter unha gran transcendencia, xa que pode ser que mostre o que a teoría de U-Shaped non se mostre totalmente relevante.**<sup>37</sup> No estudio de Beck et al (2007) inclúense moitos países subdesvolados e en vías de industrialización, e as variables financeiras móstranse relevantes e positivas para a desigualdade. Sen embargo, no noso estudio, onde os países estudados teñen casi todos un nivel moi avanzado de desenrolo no seu sistema financeiro, as variables financeiras non son significativas, mentres que ó que cabería inferir da teoría de U-shaped, era que as variables financeiras se mostraran relevantes para explicar as desigualdades.<sup>38</sup>

A pesar da importante reflexión anterior, que analizaremos ó largo da parte empírica, se nos centramos nas conclusións deste epígrafe, vemos que para o caso dos países escollidos, as variables propostas polo traballo de Beck et al (2007) non sirven para explicar a desigualdade, polo que se procedeu a realizar un estudio propio para tratar de explicar que variables explican a mesma, e ver cal é a influenciada actividade/desenrolo financeiro.

Por tanto, para tratar de encontrar as variables que expliquen a desigualdade medida a través do índice de GINI para o caso dos países seleccionados neste traballo, realizouse un amplo estudio con todas as variables anteriormente mencionadas, e facendo os distintos test e comprobacións, chegamos a que, unha das principais regresións na explicación da desigualdade sería a mostrada na táboa 3:

---

<sup>37</sup> Esta teoría sustiña que o efecto distributivo do desenrolo financeiro, dependerá do nivel de desenrolo económico dos países.

<sup>38</sup> A posibilidade de explicación destes resultados, tal e como mencionamos, e tal e como demostraremos en epígrafes posteriores, temos que sumar o efecto que pode ter as limitacións que ten o índice de GINI como indicador da desigualdade, e os posibles cambios estruturais das mostras.

**Táboa 3: Actividade financeira e índice de GINI 1**

Variable explicada: Índice de GINI		
Método utilizado: cross-section, efectos aleatorios		
Variable	Coefficiente	Prob.
<b>C</b>	-0.014	0.918
<b>Crédito privado</b>	0.002	0.695
<b>Inscripción en estudos superiores (valor inicial)</b>	-0.007	0.846
<b>Inscripción en estudos superiores</b>	0.423	0.106
<b>Regulación financeira</b>	-0.152	0.429
<b>Apertura comercial</b>	0.222	0.293
<b>PIB real per cápita</b>	-0.038	0.899
<b>Nivel de desemprego</b>	-0.123	0.082
<b>Produtividade total dos factores</b>	-0.995	0.215
<b>Crecedemento salarial retrasado un período</b>	0.004	0.283
<b>Deuda</b>	-0.026	0.876
<b>Aforro</b>	0.002	0.345
<b>Ratio de dependencia da idade</b>	1.287	0.247

Fuente: Elaboración propia

Se observamos estes datos, os resultados van en consonancia cos resultados mencionados anteriormente, xa que ningunha variable financeira se mostra relevante. Se nos fixamos, as **variables que se mostran significativas con un nivel de significación do 10%, son a inscrición en educación superior e o desemprego.**

Adicionalmente, os datos anteriores, manifestan que os canles da composición de ingresos e o canal das ganancias heteroxéneas que se mostraban na teoría, collen gran poder explicativo na desigualdade da renda, xa que en función de que as persoas perciban todas as rentas dos salarios ou non (canle da composición de ingresos), afectará á desigualdade, e a calidade deses postos de traballo e o nivel de formación esixido (canal das ganancias heteroxéneas), tamén terá influencia na desigualdade.

Se comezamos co **canal das ganancias heteroxéneas**, vemos que a teoría económica sostén que canto maior é a formación, maior soe ser a estabilidade laboral e salarial, derivado dunha maior especialización produtiva e da maior dificultade de substituír estes traballadores por capital.

Por outra parte, tal e como mencionábamos na parte da revisión da literatura, é diferente que a renda dun fogar dependa só do salario, ou reciban tamén outras rentas, como por exemplo retribucións en accións (**canal da composición de ingresos**). Isto parece relevante, porque se utilizamos a capitalización bursátil como valor de control do **sistema financeiro**, vemos que, tal e como reflexa a táboa 4, a **variable desemprego e o nivel de formación, fanse relevantes para explicar a**

desigualdade con un menor nivel de significación (xa son significativos ó 5%), o que revela a importancia do canal da composición de ingresos.

**Táboa 4: Actividade financeira e índice de GINI, utilizando a capitalización bursátil como indicador de actividade financeira.**

Variable explicada: Índice de GINI		
Método utilizado: Efectos aleatorios, cross-section.		
Variable	Coefficiente	Prob.
C	0.045	0.823
Capitalización bursátil	0.002	0.911
Inscripción en estudos superiores (valor inicial)	-0.024	0.652
Inscripción en estudos superiores	0.693	0.023
Regulación financeira	-0.212	0.319
Apertura comercial	0.262	0.281
PIB real per cápita	-0.002	0.996
Nivel de desemprego	-0.202	0.031
Protutividade total dos factores	-1.191	0.221
Crecedemento salarial	0.003	0.719
Deuda dos fogares	-0.165	0.441
Aforro	0.002	0.809
Ratio de dependencia de idade	1.074	0.420

Fuente: Elaboración propia

Por outra parte, se realizamos probas, cambiando unhas variables por outras homoxéneas (m2 por i3, o indicador de regulación financeira por outro similar, etc.) os resultados seguen a mesma tendencia, o que revela a robustez do nivel do desemprego e do nivel de formación como variables explicativas da desigualdade medida polo índice de GINI. Isto é razoable, pois os países da mostra teñen sistemas financeiros desenrolados, que permiten un amplo acceso ó crédito por parte da poboación, o que fai que a súa capacidade de desenrolo non sexa moi significativa, pois xa é elevada<sup>39</sup>. Por outra parte, a existencia dun estado do benestar, que tende a crear unha poboación con clases medias aceptables, limita o efecto das accións financeiras na desigualdade recollidas polo Índice de GINI, quen mide a desigualdade media (o que limita ó Índice de Gini como indicador para medir a desigualdade en certos aspectos).

**Por tanto chegados a este punto, o que podemos observar é que a actividade financeira parece que non mostra maior importancia máis aló do**

<sup>39</sup> Como xa é alto, ten menor marxen para desenrolarse, rendementos marxinais decrecentes das economías.

**canal das ganancias heteroxeneas e do canal da composición dos ingresos. Estes canales quedan ratificados porque se usamos como indicador financeiro a capitalización bursátil, aumenta o nivel de confianza da estimación.**

O anterior parece un bo resultado, pero se realizamos máis polo miúdo estes efectos ¿qué pasa cos signos das variables? ¿móstranse acordes coa teoría económica? Se analizamos os efectos do desemprego na desigualdade, atopamos que un maior desemprego, aumenta a igualdade, e no caso da educación superior, que ante maior educación superior, maior desigualdade.

Por tanto, vemos que os resultados anteriores son contraintuitivos e que van en contra da teoría económica, unha teoría económica aceptada globalmente de que, maior emprego e maior educación, xeralmente, implican menor desigualdade. Por tanto, aínda que estas variables sexan relevantes e acordes ca teoría para explicar o Índice de GINI, os signos non son os esperados. Entón ¿están mal os resultados? ¿Por qué pode pasar eso? ¿existe unha explicación acorde coa teoría?

Se desgranamos o anterior, e realizamos unha análise máis detallada, vemos que isto pode ter diversas explicacións, entre as que podemos destacar tres: limitacións no índice de Gini para explicar a desigualdade, o papel do crecemento dos salarios e as asimetrías do efecto do desemprego en períodos de crecemento e decrecemento.

#### **a) Limitacións do Índice de GINI para medir a desigualdade**

En primeiro lugar, mencionar as limitacións do Índice de GINI como indicador da desigualdade da renda, xa que como mide a renda media da poboación respecto a unha distribución perfecta, pode ocultar as diferenzas entre os distintos extremos en materia de percepción de renda e riqueza. Se adicionalmente existe na economía un estado do benestar que tende a redistribuír a riqueza, a tendencia é a mellorar a igualdade en termos medios, e aínda que os extremos de renda (ricos e pobres) se distancien, en termos medios, a desigualdade soe ser recollida con limitacións por este índice. Ademais, como o Índice de GINI é un indicador medio, as diferenzas poden compensarse, é dicir, se os moi ricos, se compensan cos moi pobres, o indicador en termos medios, aínda que recolla desigualdade, pode tar ocultando unha desigualdade maior.



b) **Asimetrías entre crecemento e desaceleración económica, e o papel do crecemento dos salarios.**

Se realizamos unha análise máis detallada e máis ampla dos datos, utilizando unha maior cantidade de variables de control, podemos observar conclusións de gran relevancia. Deste xeito, ten gran importancia a utilización do crecemento dos salarios con un retardo á hora de explicar as incoherencias anteriores.

En liña co anterior, se observamos a táboa 5, vemos que o **crecemento dos salarios retrasados un período**, resultan ser significativos, e a relación que manteñen é directa, é dicir, ante maior crecemento salarial, maior desigualdade. Á maiores, cabe destacar, que dúas variables de control relevantes para os resultados, aínda que non se mostren significativas, son o grado de sindicalización da economía e o PIB real per cápita. A relación coa desigualdade do PIB real pc é que a maior PIB real pc, maior desigualdade, tal e como mostra a táboa 5. Por outra parte, vemos que os datos revelan que a maior sindicalización, maior desigualdade. Pero, ¿estas variables teñen algunha relación coa desigualdade? ¿teñen algún sentido os resultados?

**Táboa 5: Actividade financeira e índice de GINI 2**

Variable explicada: Índice de GINI		
Método utilizado: Efectos aleatorios, cross-section.		
Variable	Coefficiente	Prob.
<b>C</b>	-0.129	0.776
Crédito privado	0.118	0.289
Gasto en educación	-0.012	0.806
Valor inicial do Índice de GINI	0.032	0.813
Regulación financeira	-0.213	0.403
Apertura comercial	0.293	0.268
IPC	-0.474	0.663
PIB real per cápita	2.596	0.580
PIBR_PC*GINI inicial	-0.632	0.651
Nivel de desempleo	-0.221	0.066
Produtividade total dos factores	-1.650	0.129
Grado de sindicalización	0.195	0.680
Gasto social	0.309	0.554
<b>M2</b>	-0.001	0.938
<b>Crecemento salarial retardado un período</b>	0.014	0.049
Nivel de deuda dos fogares	-0.411	0.097
Aforro	0.005	0.117

---

<b>Crecedemento da poboación</b>	-0.345	0.919
<b>Ratio de dependencia da idade</b>	1.563	0.356

---

Fonte: Elaboración propia

Derivado do anterior, se unimos todas as variables, o que nos revelan é que nos períodos de crecedemento, cando se reduce o desemprego, aumenta a desigualdade. Isto, pode ter a súa lóxica, xa que se observamos o crecedemento salarial con un retardo, o que nos revela é que ante incrementos salariais, quen se aproveitan en maior medida deses aumentos son os de maior renda; que tamén soen ser os de maior formación. Por tanto, aínda que os de menor renda melloren en materia retributiva, os de maior renda, aprovéitanse en maior medida, o que pode contribuír a aumentar a desigualdade.

Esto ven ratificado cos datos do grado de sindicalización da economía e co PIB real per cápita<sup>40</sup>. Estes o que nos din é que ante maior crecedemento, que soe implicar a redución desemprego, incrementase a desigualdade, o que corrobora a idea anterior. Isto explícase porque cando se reduce o nivel de desemprego, os sindicatos collen maior poder de negociación, e cando este poder aumenta, incrementase a desigualdade na renda segundo os datos da táboa 5. Por tanto, esto vai en liña co anterior, que ante épocas de bonanza, quen se aproveita das melloras en maior medida son os de maior rendas, independentemente de que os de menor renda tamén melloren.

**Por tanto, vemos que ante incrementos do crecedemento económico e salarial, quen máis disfrutan destes ascensos son os de maior renda. Outro aspecto importante, e que neste caso, a inscrición en estudos superiores e o gasto en educación non se mostran importantes, o que nos permite concluir que factor clave para explicar a desigualdade é o desemprego, e en menor medida, a educación.**

Chegados a este punto, podemos preguntarnos, se o anterior é robusto, ¿Qué pasa en períodos de decrecemento? ante incrementos do paro, ¿mellorase a igualdade derivado do decrecemento dos salarios porque os salarios dos máis ricos perden máis? ¿pero non dixemos ó largo deste traballo, que ante desaceleracións económicas, os que máis sufrían eran os de menor renda? ¿Cómo pode pasar eso? ¿son resultados erróneos?

---

<sup>40</sup> Aínda que non se mostran relevantes como variables explicativas, si que se mostran relevantes como variables de control, por eso as incluímos.

Se seguimos coa análise, vemos que cando se produce unha ralentización económica, os resultados non son os mesmos, e non ten por que pasar o efecto inverso. Tal e como sostén a teoría económica, en períodos de ralentización económica, os que máis sufren os efectos son os de menor renda. Entón ¿Por qué non din eso os datos? Isto é derivado de que nos países cos que facemos a mostra, na maioría deles, existe un Estado do Benestar desenrolado. Por tanto, ante o aumento do desemprego, entran a xogar as coberturas públicas de desemprego, o que fai que o incremento da desigualdade non sexa tan brusco.

Se en vez do desemprego actual, collemos como variable explicativa o desempleo con retardo de dous períodos (ver táboa 6), vemos que os signos do desempleo xa nos indica que canto maior é o paro dos países, maior valor do Índice de Gini e, por tanto, maior desigualdade; tal e como revela a teoría económica. Isto mostra que o desemprego xera efectos perniciosos para a desigualdade despois de dous períodos, que soe ser o que durán, ou cando se reducen considerablemente, os subsidios de desemprego.

**Táboa 6: Actividade financeira e índice de GINI 2**

<b>Variable explicada: Índice de GINI</b>		
Método utilizado: Efectos aleatorios, cross-section.		
<b>Variable</b>	<b>Coefficiente</b>	<b>Prob.</b>
<b>C</b>	-0.052	0.693
<b>Credito privado</b>	0.002	0.598
<b>Inscripción en estudos superiores (valor inicial)</b>	0.001	0.993
<b>Inscripción en estudos superiores</b>	0.342	0.187
<b>Regulación financeira</b>	-0.116	0.548
<b>Apertura comercial</b>	0.227	0.291
<b>PIB real per cápita</b>	0.083	0.770
<b>Nivel de desempleo retrasado 2 períodos</b>	0.023	0.708
<b>Productividade total dos factores</b>	-0.683	0.389
<b>Creceamento salarial retrasado un período</b>	0.004	0.243
<b>Nivel de deuda dos fogares</b>	0.029	0.858
<b>Aforro</b>	0.002	0.442
<b>Rátiio de dependencia da idade</b>	1.219	0.274

Fuente: Elaboración propia

Sin embargo, se incluímos na regresión o desempleo retardado dous períodos, observamos que as variables non se mostran relevantes. Daquela, ¿esto implica que as afirmacións que acabamos de facer no parágrafo anterior non son correctas? Non,

isto pode vir derivado de que probablemente exista un cambio estrutural no ano 2007-2008, cando inicia a crise. Isto pode verse se analizamos país a país, pero se realizamos unha análise de panel, vemos para facer un test de cambio estrutural, requeriría unha programación especial en E-views e similares, que se escaparían do cometido e da profundidade do traballo. Un método alternativo para constatar a existencia dese cambio estrutural, sería calcular os cortes estruturales apoiandonos na teoría económica e empírica. Se nos fixamos nos datos do PIB per cápita dos países, vemos que un dos posibles cambios estruturais estaría no ano 2006, que sería cando houbo o cambio de tendencia, cando comezou a desaceleración do crecemento para pasar posteriormente a períodos de crecemento.<sup>41</sup>

Se realizamos un estudio para os anos que abarcan de 1996 ata 2005, e dende 2007 ata 2014, deixando o ano 2006 como inflexión, vemos que os resultados que mencionabamos se corroboran.

Se observamos a táboa 7, correspondente ó sub-período de crecemento económico (1996-2005), observamos que o desemprego retardado non ten influencia, é a única variable que ten importancia é o crecemento dos salarios retardado, o que corrobora a hipótese de que en períodos de crecemento, os que máis se beneficiaban dos ascensos dos salarios, son os de maior renda. Isto vese reforzado coa táboa 8 (1996-2005), onde vemos que o desemprego do período, ante etapas de crecemento, mostrase relevante, e mantén unha relación negativa coa desigualdade, menor desempleo, maior desigualdade, provocada por ese maior crecemento dos salaios dos de maior renda.

**Táboa 7: Actividade financeira e índice de GINI. Subperíodo de crecemento (1996-2005)**

<b>Variable explicada: Índice de GINI</b>		
Método utilizado: Efectos aleatorios, cross-section.		
<b>Variable</b>	<b>Coficiente</b>	<b>Prob.</b>
<b>C</b>	-0.063	0.948
<b>Crédito privado</b>	0.298	0.181
<b>Inscripción en estudos superiores</b>	0.795	0.328
<b>Índice de GINI (valor inicial)</b>	-0.075	0.798
<b>Regulación financeira</b>	-0.502	0.547

<sup>41</sup> Un exemplo sería o caso español, quen creciu, en xeral, a taxas cada vez maiores ata 2005, e no ano 2006 hai un punto de inflexión. Isto é visible en que no ano 2005 creciu a unha taxa do 2.5%, no 2006 a 2.9%, no 2007 a un 2.4% e nos posteriores, xa empezan os decrecementos do PIB. Por tanto, vemos que o posible cambio estrutural se produce no ano 2006.

Apertura comercial	-1.022	0.340
IPC	-0.225	0.937
PIB real per cápita	1.932	0.897
PIBR_PC*GINI Inicial	-0.147	0.974
Nivel de desempleo retrasado 2 períodos	-0.020	0.946
Produtividade total dos factores	2.954	0.464
Crecedemento salarial retrasado 1 período	0.040	0.068
Deuda dos fogares	-0.487	0.501
Aforro	-0.052	0.459
Crecedemento da poboación	14.280	0.103
Ratio de dependencia da idade	3.644	0.552
Gasto social	-0.665	0.660
M2	0.004	0.866
Grado de sindicalización	-0.518	0.732

Fuente: Elaboración propia

**Táboa 8: Actividade financeira e índice de GINI. Subperíodo de crecedemento (1996-2005) e desempleo sin retardo**

Variable explicada: Índice de GINI		
Método utilizado: Efectos aleatorios, cross-section.		
Variable	Coficiente	Prob.
<b>C</b>	-0.448	0.716
Crédito privado	0.114	0.591
Inscripción en estudos superiores	0.779	0.345
Valor inicial do Índice de GINI	0.073	0.844
Regulación financeira	-0.944	0.246
Apertura comercial	-0.104	0.910
IPC	-1.216	0.707
PIB real per cápita	6.669	0.664
PIBR_PC*GINI Inicial	-1.615	0.729
Nivel de desempleo	-1.027	0.005
Produtividade total dos factores	1.252	0.738
Crecedemento salarial retrasado 1 período	0.046	0.034
Nivel de débeda dos fogares	-0.931	0.191
Aforro	-0.008	0.902
Crecedemento da poboación	9.767	0.326
Ratio de dependencia da idade	-0.853	0.903
Gasto social	1.118	0.443
M2	0.001	0.977
Grado de sindicalización da economía	0.255	0.870

Fuente: Elaboración propia

Por outra parte, tal e como introducimos nos parágrafos anteriores, é posible que exista un cambio estrutural **e unha asimetría na evolución** do desemprego como

variable explicativa da desigualdade. Isto podemos comprobalo se analizamos o subperíodo de recesión económica, dende 2007 ata 2014. Nel vemos que o desemprego con retardo de dous períodos (o que suele durar o subsidio de desempleo máximo), adopta os signos esperados, maior desemprego, maior desigualdade. Ademais, vemos que o desemprego non é relevante, é o que é relevante é o gasto público con signo negativo, o que nos explica que a maior gasto público, menor desigualdade; sobre todo derivado da vía das coberturas sociais como o desemprego, pois o desemprego móstrase como variable de control imprescindible no modelo da táboa 9. Isto corrobora que nos períodos de recesión, a maior desemprego, maior desigualdade, pero o que ten influencia e o desemprego retardado dous períodos, derivado da influencia que teñen os subsidios de desemprego que fai que o desemprego actual non teña importancia, pois existen coberturas para o desemprego. Isto é visible nos datos da táboa 9, en que neste subperíodo, o gasto social se fai relevante.

**Táboa 9: Actividade financeira e índice de GINI. Subperíodo de recesión (2007-2014)**

<b>Variable explicada: Índice de GINI</b>		
Método utilizado: Efectos aleatorios, cross-section.		
<b>Variable</b>	<b>Coefficiente</b>	<b>Prob.</b>
<b>C</b>	0.058	0.379
<b>Crédito privado</b>	0.066	0.437
<b>Inscrición en estudos superiores</b>	0.034	0.502
<b>Valor inicial do Índice de GINI</b>	-0.012	0.525
<b>Regulación financeira</b>	-0.062	0.215
<b>Apertura comercial</b>	0.019	0.756
<b>IPC</b>	-0.238	0.309
<b>PIB real per cápita</b>	-1.001	0.445
<b>PIBR_PC*Gini Inicial</b>	0.272	0.476
<b>Nivel de desemprego retrasado 2 períodos</b>	0.009	0.592
<b>Produtividade total dos factores</b>	-0.082	0.790
<b>Crecemento salarial retrasado dous períodos</b>	0.001	0.510
<b>Nivel de débeda dos fogares</b>	-0.177	0.041
<b>Nivel de aforro</b>	0.001	0.689
<b>Crecemento da poboación</b>	-0.967	0.179
<b>Ratio de dependencia de idade</b>	-0.107	0.794
<b>Gasto social</b>	-0.191	0.097
<b>M2</b>	-0.001	0.740
<b>Nivel de sindicalización da economía</b>	0.183	0.099

Fuente: Elaboración propia

Por outra parte, vemos que no subperíodo de recesión, a deuda tamén se fai relevante, tal e como vemos na táboa 9. Isto o que nos revela é que en períodos de recesión, os países que tiñan maior débeda foron os que tiveron menor desigualdade. Isto pode ser porque aínda duraban os efectos do período de crecemento, no que o acceso a crédito permitía invertir en proxectos que xeraban alta rendabilidade, como por exemplo o sector inmobiliario. Isto verifícase porque se facemos a proba con anos sucesivos, cando xa se eliminan os efectos lastrados dos períodos de crecemento (2010-2014), vemos que esta variable non é relevante, tal e como mostra a táboa 10.

Adicionalmente, na táboa 10 comprobamos que unha vez pasados os dous anos que suele durar o subsidio de desempleo para toda esa gran cantidade que perdeu o posto de traballo co estaurido da crise en 2007-2008, o gasto social perde o peso (pois xa pasan varios anos dende o inicio da crise e xa se acabaron os subsidios de desemprego de importe elevado, ou mesmo todo, para moita xente; e foron momentos duros para a débeda dos estados)<sup>42</sup>. Por outra parte, ó mesmo tempo que perde peso o gasto social, vemos que o que colle peso na explicación da desigualdade, é exclusivamente o desemprego retardado (o xurdido fai dous anos) cos efectos esperados, maior desemprego, maior desigualdade.

**Táboa 10: Actividade financeira e índice de GINI. Subperíodo de recesión (2010-2014)**

<b>Variable explicada: Índice de GINI</b>		
Método utilizado: Efectos aleatorios, cross-section.		
<b>Variable</b>	<b>Coefficiente</b>	<b>Prob.</b>
<b>C</b>	0.033	0.617
<b>Crédito privado</b>	0.039	0.676
<b>Inscripción en estudos superiores</b>	0.038	0.418
<b>Valor inicial do Índice de GINI</b>	-0.008	0.686
<b>Regulación financeira</b>	-0.087	0.070
<b>Apertura comercial</b>	0.036	0.656
<b>IPC</b>	-0.115	0.697
<b>PIB real per cápita</b>	1.942	0.287
<b>PIBR_PC*GINI Inicial</b>	-0.594	0.266
<b>Nivel de desempleo retrasado 2 períodos</b>	0.029	0.055
<b>Produtividade</b>	-0.091	0.794
<b>Crecedemento salarial retrasado 1 período</b>	0.002	0.346

<sup>42</sup> En termos medios, ata o ano 2010, os subsidios de desempleo eran elevados para a poboación, de ahí que foran moi relevantes para frear a desigualdade. Unha vez que estes subsidios perden peso, porque se agotan, ou mesmo perden peso, vemos que o gasto social perde peso, o que nos permite comprobar a gran importancia do desemprego e dos subsidios na desigualdade na percepción de rendas.

<b>Nivel de débeda dos fogares</b>	-0.121	0.229
<b>Crecedemento da poboación</b>	-1.614	0.128
<b>Ratio de dependencia da idade</b>	-0.268	0.509
<b>Gasto social</b>	0.001	0.994
<b>M2</b>	-0.001	0.308
<b>Grao de sindicalización da economía</b>	-0.040	0.722

Fuente: Elaboración propia

E dado que xa se terminaron gran parte das axudas ó desemprego, o paro do mesmo período, tamén se mostra relevante con un coeficiente de significación do 6%, tal e como vemos na táboa 11.

**Táboa 11: Actividade financeira e índice de GINI. Subperíodo de recesión (2010-2014) e sin retardo do desemprego**

<b>Variable explicada: Índice de GINI</b>		
Método utilizado: Efectos aleatorios, cross-section.		
<b>Variable</b>	<b>Coefficiente</b>	<b>Prob.</b>
<b>C</b>	0.025	0.701
<b>Credito privado</b>	-0.055	0.570
<b>Inscripción en educación superior</b>	0.015	0.749
<b>Valor inicial do Índice de GINI</b>	-0.005	0.785
<b>Regulación financeira</b>	-0.053	0.260
<b>Apertura comercial</b>	0.120	0.136
<b>IPC</b>	-0.065	0.820
<b>PIB real per cápita</b>	2.789	0.133
<b>PIBR_PC*GINI inicial</b>	-0.854	0.117
<b>Nivel de desemprego</b>	-0.079	0.062
<b>Produtividade total dos factores</b>	-0.143	0.679
<b>Crecedemento salarial retrasado 1 período CREC_W(-1)</b>	0.001	0.511
<b>Nivel de débeda dos fogares</b>	-0.062	0.554
<b>Crecedemento da poboación</b>	-1.758	0.106
<b>Ratio de dependencia da idade</b>	-0.189	0.635
<b>Gasto social</b>	0.098	0.574
<b>M2</b>	-0.001	0.430
<b>Grao de sindicalización da economía</b>	-0.031	0.784

Fuente: Elaboración propia

Por tanto, unha vez chegados a este punto, vemos que existen varias conclusións que revisten unha gran importancia. Por tanto, todas as conclusións anteriores, analizaremos de xeito resumido e agregado no seguinte parágrafo.



✓ **Conclusións do Índice GINI como indicador da desigualdade**

Como conclusión podemos ver que a actividade/desenrolo financeiro non ten influencia na desigualdade máis alá da que exerce pola canal das ganancias heteroxéneas e da composición de ingresos, o que difire dos resultados acadados por Beck et al (2007). A importancia destes canles manifestase en que a principal variable para explicar a desigualdade de renda medida co índice de GINI é o nivel de emprego e o crecemento salarial. Adicionalmente, temos que dicir que estas variables teñen un comportamento asimétrico, pois en períodos de crecemento, a medida que crece o emprego, os sindicatos collen maior peso (tal e como recolle a teoría económica<sup>43</sup>), negocian salarios máis altos, e, aínda que se poden beneficiar todos os traballadores da subida salarial, os que o fan en maior medida, son os de maior renda<sup>44</sup>.

Pola contra, en períodos de recesión, o desemprego sigue tendo gran importancia, pero con retardo de dous períodos, xa que durante eses dous períodos dende o estourido da crise, ten gran importancia o gasto social do estado a través dos subsidios de desemprego para manter os niveles de igualdade. Pasados eses dous anos, o desemprego é a principal variable explicativa da desigualdade, e a maior desemprego, maior desigualdade.

**A raíz do anterior, constatamos unha gran idea, o desemprego é o principal factor explicativo da desigualdade medida co Índice de GINI, pero presenta efectos asimétricos en períodos de crecemento e decrecemento, tal e como vímos.**

Adicionalmente ós canles mencionadas (composición de ingresos e o canal das ganancias heteroxéneas), a actividade financeira tamén xoga o seu papel a través do chamado “acelerador financeiro”. Isto pode verse en que os desempregados, que soen ser os de menor formación e de menor renda, verán reducido o grifo do crédito para emprender novos negocios que lle acarren rendibilidade e que lle permita mellorar a situación, mentres que os de maior renda terán maior acceso ó crédito para realizar inversións rentables, o que remarca esa desigualdade, tal e como recollíamos na teoría.

---

<sup>43</sup> Ver Blanchard et al (2012).

<sup>44</sup> Que tamén soen ser os de maior formación, tal e como recollíamos nas primeiras estimacións, onde víamos que a educación superior tiña influencia na desigualdade co signo mencionado.

## 4.2.2 O risco de pobreza e exclusión social como indicador de desigualdade

Unha vez analizado o comportamento do índice de GINI, agora pasamos a estudar o índice de risco de pobreza e exclusión social para o período que abarca dende 2005 ata 2014<sup>45</sup>. Mentres o Índice de GINI medía a desigualdade “media” da poboación, o risco de pobreza e exclusión social, mide o lado máis extremo da desigualdade; o que nos permitirá ver como as distintas variables afectan a aquelas familias que posúen as menores rendas dunha economía<sup>46</sup>. Así, comparando estes indicadores, podemos obter importantes conclusións, xa que nos permitirá ver se as variables utilizadas afectan igual ás familias “medias” da poboación, e ás familias que viven en extrema pobreza.

Para realizar a análise, continuaremos coa estrutura utilizada no parágrafo anterior. Así, comezouse coa réplica do estudio de Beck et al (2007), e os principais resultados son os mostrados na seguinte táboa (táboa 12).

**Táboa 12: Actividade financeira e poboación en risco de pobreza e exclusión social (segundo o modelo de Beck et al, 2007)<sup>47</sup>**

	Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3	Modelo 4	Modelo 5
	Riesgo de pobr.	Riesgo de pobr.	Riesgo de pobr.	Riesgo de pobr.	Riesgo de pobr.
<b>Valor añadido do sistema financeiro<sup>48</sup></b>	-0.079 (0.031)	-0.086 (0.025)	-0.06 (0.10)	-0.060 (0.103)	
<b>Riesgo de pobreza inicial</b>	-0.002 (0.664)	0.001 (0.845)	0.000 (0.989)	-0.001 (0.981)	0.000 (0.984)
<b>Inscripción en estudos superiores (valor inicial)</b>		-0.002 (0.844)	-0.004 (0.594)	-0.004 (0.594)	0.003 (0.751)
<b>Apertura comercial</b>		0.053 (0.311)	0.115 (0.027)	0.115 (0.028)	0.066 (0.240)

<sup>45</sup> Escolleuse este período temporal porque era o maior lapso de tempo para o que había datos disponibles homoxenos deste indicador.

<sup>46</sup> O indicador do risco de pobreza ten como limitación que non compara os máis pobres cos máis ricos, así, unha sociedade na que sexa alto o risco de pobreza, pode haber menos desigualdade entre ricos e pobres que noutra na que o risco de pobreza sexa menor. Aínda con esta salvedade, é un bo aproximador da pobreza extrema, que é de gran importancia, pois o máis importante para a poboación é ter un umbral mínimo de renda para levar unha vida normal. Derivado desta idea, este indicador faise adecuado neste estudio, e aportará consecuencias moi importantes, tal e como veremos.

<sup>47</sup> O método utilizado é o cross-section, efectos aleatorios, para todos os modelos.

<sup>48</sup> Repetiuse todo o estudio cambiando esta variable polo crédito privado, a IDE e a capitalización bursátil. De todas as análises, a máis significativa foi a que utiliza como variable explicativa do sistema financeiro o valor engadido do sistema financeiro, por eso son os que se mostran, pois os outros non tiñan gran transcendencia.

<b>IPC</b>	-0.504 (0.006)	-0.614 (0.001)	-0.602 (0.001)	-0.502 (0.007)
<b>PIB real per cápita</b>		-0.267 (0.000)	-0.187 (0.402)	
<b>PIB real per cápita * Riesg pob inicial</b>			-0.024 (0.709)	
<b>Crédito privado</b>				-0.001 (0.598)
<b>c</b>	0.002 (0.889)	0.012 (0.732)	0.026 (0.411)	0.026 (0.408)
				-0.003 (0.933)

Fonte: Elaboración propia

Se agora pasamos a analizar os resultados que mostra a táboa 12, podemos comprobar que no caso do risco de pobreza, o valor engadido do sistema financeiro móstrase relevante. Nos primeiros modelos xa é relevante ó 5%, mentres que nos outros dous, necesitamos un coeficiente de significación do 10% para argumentar que estes valores son relevantes.

Sen embargo, a pesar de que o valor engadido do sistema financeiro se mostra relevante, se repetimos a análise cos outros indicadores financeiros (crédito privado, coa IDE e coa Capitalización Bursátil), estes non se mostran significativos.

A pesar de que poidan parecer estraños os datos anteriores, estannos deixando entrever unha idea de gran relevancia. O que nos están revelando estes datos é que para os habitantes de menor renda dunha poboación (que é o que mide o risco de pobreza), o que importa é o desenrolo financeiro, pero sen embargo, as variables de fluxo de crédito e similares non se mostran relevantes. Isto ten gran coherencia, xa que o desenrolo do sistema financeiro permite, en xeral, que os requisitos para acceder ó crédito sexan menores, e por tanto, que os de menor renda que antes non podía investir en proxectos que antes lle xeraran alto valor engadido (inversións, educación, etc.), co desenrolo financeiro; cada vez maior cantidade de xente terá acceso ó crédito e poderá alcanzar esas inversións. Sen embargo, analizando os de menores rendas, o crédito actual non se mostra relevante directamente. Isto pode ser derivado de que os de menor renda non lle inflúe, porque, como estes non teñen acceso ó crédito actual (pola falta de solvencia), este non terá efecto para eles.

**Por tanto, en base ó anterior, o que vemos é que para os máis pobres, o desenrolo financeiro ó largo dos anos ten gran importancia na súa distribución da renda, porque co paso dos anos e o desenrolo financeiro, cada vez máis xente ten acceso ós mercados financeiros. Sen embargo, as actuacións**

**financeiras a corto prazo, medidas en fluxo como o crédito privado, non ten importancia, xa que non teñen acceso a estes mercados.**

A idea anterior pode verse nos datos en que os indicadores de desenvolvemento móstranse relevantes, como o valor engadido do sistema financeiro; e os fluxos, como a IDE ou o crédito privado, non. Por outra parte, a capitalización bursátil, que pode ser outro indicador de desenvolvemento financeiro, a pesar de non se mostrar relevante, mostra un coeficiente de significación moito máis baixo (0.17) ca o crédito privado ou a IDE (0.39 e 0.52, respectivamente), o que vai en liña coa idea anterior.

**Unha vez visto o anterior, se comparamos estes resultados co índice de GINI, vemos que para a desigualdade media dos países analizados no traballo, onde o desenvolvemento financeiro é elevado na maioría dos casos, este desenvolvemento do sistema financeiro e o crédito non é relevante máis aló dos seus efectos no crecemento e nos salarios, porque todos eles teñen acceso ó crédito. Pola contra, se analizamos o extremo de pobreza, vemos que o crédito privado non ten importancia, pois estas familias non teñen acceso a el, pero o valor añadido do sistema financeiro si. Este valor añadido do sistema financeiro ten relevancia, porque, tal e como mantiñamos na parte teórica, canto máis se desenvolva o sistema financeiro, menor debería ser a exclusión financeira, e por tanto, os máis pobres beneficiaríanse desta circunstancia.**

Adicionalmente, se introducimos como variable de control o **PIB real per cápita**, vemos que este xoga un gran papel na medición do risco de pobreza, xa que a maior PIB real per cápita, menor risco de pobreza e exclusión social, o cal é coherente<sup>49</sup>.

Por outra banda, vemos como a **apertura comercial** tamén colle peso, indicando que ante maior apertura comercial, o risco de pobreza elevase. Este resultado está de candente actualidade, porque nas economías abertas, os riscos de pobreza son máis sensibles a un maior número de factores. Este feito é observable nos nosos días co “BREXIT”, onde a saída de Gran Bretaña da Unión Europea, afecta ás economías domésticas de gran parte de Europa<sup>50</sup> (entre outras), reducindo as expectativas de crecemento económico dos países (por inseguridade, corte de moitas relacións, reorganización de produción, etc). Derivado do anterior, como o PIB real per cápita ten influencia indirecta no risco de pobreza, tal e como vemos no modelo 3, o risco de pobreza esperase que se incremente.

---

<sup>49</sup> Tamén o IPC se mostra relevante, derivado de que os períodos de crecemento soen ir acompañados de períodos de inflación.

<sup>50</sup> O día 19 de Xulio de 2016, o FMI rebaixou a previsión de crecemento para España en 2017 por mor do “BREXIT” (Expansión, 2016).

Unha vez estudado o anterior, se realizamos unha análise máis detallada, vemos que, a pesar de que o anteriormente presentado se mostra certo, para explicar correctamente o risco da pobreza, teremos que incluír novas variables explicativas e de control. Por tanto, procederemos a analizar unha análise máis polo miúdo incluíndo novas variables e tratando de buscar o modelo que mellor explique a desigualdade medida polo risco de pobreza.<sup>51</sup>

Anteriormente dicíamos que a única variable financeira que afectaba directamente ó risco da pobreza era o valor engadido, e as outras variables financeiras non se mostraban relevantes polas razóns explicadas. Sen embargo, vemos que indirectamente hai outras variables que teñen gran importancia. Deste xeito, se utilizamos como elementos de control, variables de evolución económica (como o desemprego retrasado 2 períodos, o grado de sindicalización ou a produtividade total dos factores), vemos que estas variables de control se mostran relevantes. Adicionalmente, estas variables de control provocan que o crédito privado se faga relevante, tal e como reflexa a táboa 13. Isto revélanos que o crédito privado non era importante para o risco de pobreza directamente, pero indirectamente si que ten importancia, porque cando o controlamos por variables de crecemento económico, móstrase significativo. Isto ten gran coherencia, xa que aínda que os máis pobres non teñan acceso ó crédito directamente, os de menor renda vense favorecidos, tal e como vimos, polo crecemento económico, e a evolución do crédito privado, inflúe no crecemento económico. **Por tanto, o crédito privado inflúe indirectamente no risco de pobreza a través das variables de crecemento económico.**

**Táboa 13: modelo explicativo do riesgo de pobreza e exclusión social 2**

Variable explicada: Riesgo de pobreza e exclusión social		
Método utilizado: Efectos aleatorios, cross-section.		
Variable	Coficiente	Prob.
<b>C</b>	0.007	0.286
<b>Crédito privado</b>	-0.109	0.033
<b>Apertura comercial</b>	0.155	0.038
<b>Desempleo retrasado 2 períodos</b>	0.049	0.012
<b>Produtividade total dos factores</b>	-0.531	0.012
<b>Grao de sindicalización</b>	0.193	0.067
<b>IPC</b>	-0.239	0.280
<b>Nivel de deuda das familias</b>	-0.029	0.530

Fonte: Elaboración propia

<sup>51</sup> Neste período non é necesario o cambio estrutural, pois todas os datos pertencen a anos de recesión económica, tal e como mencionamos ó principio deste epígrafe.

Para ratificar o anterior, se añadimos á regresión da táboa 13 o PIB real per cápita (táboa 14), aínda que este non sexa relevante<sup>52</sup>, permítenos verificar a idea anterior de que o crédito privado reduce o risco de pobreza a través do crecemento económico, xa que se engadimos o PIB real per cápita, vemos que todo queda como está, pero o crédito privado reduce o seu nivel de significación, o que axuda a demostrar a idea anterior.

**Táboa 14: modelo explicativo do risco de pobreza e exclusión social 3**

Variable explicada: Riesgo de pobreza e exclusión social		
Método utilizado: Efectos aleatorios, cross-section.		
Variable	Coefficiente	Prob.
<b>C</b>	0.007	0.321
<b>Crédito privado</b>	-0.124	0.009
<b>Apertura comercial</b>	0.142	0.048
<b>Desempleo retrasado 2 períodos</b>	0.054	0.005
<b>Productividad total dos factores</b>	-0.724	0.004
<b>IPC</b>	-0.269	0.231
<b>Grao de sindiclaización</b>	0.186	0.081
<b>PIB real per cápita</b>	0.060	0.498

Fonte: Elaboración propia

Unha vez visto o anterior, podemos destacar a modo de conclusión que o mundo financeiro si que ten importancia directamente no risco de pobreza á través do desenrolo financeiro, medido a través do valor engadido que xera o sistema financeiro. A actividade financeira do día a día, medida por variables como o crédito privado, non afecta directamente ó riesgo de pobreza, pero si que o fai indirectamente á través das variables de crecemento económico. Isto prodúcese porque o crédito privado inflúe no crecemento económico (PIB real per cápita, desempleo, produtividade, etc.), e este crecemento económico inflúe no risco de pobreza. A maiores, destacar que a apertura comercial e financeira tamén incrementa o riesgo de pobreza polas maiores inestabilidades ás que están expostas as economías internacionalizadas.

<sup>52</sup> Pois quen recolle dun mellor xeito a actividade económica para explicar o risco de pobreza é o desemprego, non o PIB real per cápita.

### 4.2.3 Indicador S80/S20 como indicador de desigualdade

O indicador S80/S20 fai referencia á proporción das rentas que percibe o 20% da poboación con maiores ingresos, fronte ás rendas que percibe o 20% da poboación con menores ingresos. O indicador analizarase utilizando para o lapso temporal que abarca dende 2006 ata 2013<sup>53</sup>.

Este é un bo indicador da desigualdade, pois complementa os dous indicadores anteriores, xa que recolle os valores extremos (o que solventa as limitación do índice de GINI), e compara os máis ricos e os máis pobres, remediando o problema do indicador de riesgo de pobreza. Como o riesgo de pobreza non compara os pobres cos ricos, non podemos ter unha visión clara da desigualdade, porque pode haber moito riesgo de pobreza e ser todo o país pobre, polo que a desigualdade pode ser menor ca noutro país onde haxa pouco riesgo de pobreza, pero moitas diferencias de ingresos entre os máis ricos e os máis pobres. Así, unha vez visto os os resultados obtidos cos indicadores anteriores, procederemos a estudar se eses resultados se ratifican con este indicador.

Para comezar, ó igual ca nos outros casos anteriores, comezaremos replicando o estudio de Beck et al (2007). Os resultados máis destacados son os mostrados na seguinte táboa número 15:

**Táboa 15: Actividade financeira e indicador S80/S20 (segundo o modelo de Beck et al, 2007)<sup>54</sup>**

	<b>Modelo 1</b>	<b>Modelo 2</b>	<b>Modelo 3</b>	<b>Modelo 4</b>	<b>Modelo 5</b>
	<b>S80/S20</b>	<b>S80/S20</b>	<b>S80/S20</b>	<b>S80/S20</b>	<b>S80/S20</b>
<b>Crédito privado</b>	0.001 (0.554)	0.002 (0.494)	0.001 (0.528)	0.001 (0.532)	
<b>S80/S20 inicial</b>	-0.031 (0.090)	-0.04 (0.039)	-0.037 (0.058)	-0.037 (0.058)	-0.020 (0.319)
<b>Inscripción en estudos superiores (valor inicial)</b>		-0.002 (0.850)	-0.005 (0.628)	-0.005 (0.627)	-0.002 (0.848)
<b>Apertura comercial</b>		0.041 (0.598)	0.676 (0.331)	0.067 (0.331)	0.003 (0.963)
<b>IPC</b>		-0.133 (0.549)	-0.215 (0.330)	-0.220 (0.336)	-0.196 (0.366)
<b>PIB real per cápita</b>			-0.179 (0.013)	-0.213 (0.592)	

<sup>53</sup> Máximo período para o que encontramos datos homoxéneos dos nosos países.

<sup>54</sup> O método utilizado é o cross-section, efectos aleatorios, para todos os modelos.

PIB real per cápita *				0.022	
S80/20 inicial				(0.931)	
Valor añadido do sistema financeiro					0.019 (0.698)
c	0.051 (0.067)	0.073 (0.146)	0.080 (0.106)	0.081 (0.107)	0.041 (0.435)

Fonte: Elaboración propia

Se replicamos os modelos da táboa anterior, pero usando outras variables financeiras en vez do crédito privado (valor añadido do sistema financeiro, capitalización bursátil e IDE), o que podemos observar é que os resultados son similares.

Como vemos, co indicador S80/S20, as variables financeiras non saen relevantes directamente, o que volve a diferir do traballo de Beck et al (2007). Isto era o que esperabamos obter, xa que a análise cos outros dous indicadores anteriores ían na mesma liña. Isto, o que nos revela é que o crédito privado non ten efectos directos na desigualdade, sin embargo, indirectamente si que pode ter, tal e como apunta o modelo 3. Como vemos, PIB real p.c. móstrase relevante, e por tanto, a actividade financeira ten influencia na desigualdade á través da canle da composición de ingresos e ganancias heteroxéneas. Isto deixa entrever que a maior PIB real per cápita, a desigualdade redúcese, tal e como cabía esperar.<sup>55</sup>

Adicionalmente, vemos que no caso deste indicador, una nova variable colle peso. Esta variable é o nivel de desigualdade inicial (medido á traves do valor de S80/S20 inicial, constante para todo o período), e revela que canto maior sea o nivel de desigualdade inicial, menor será a desigualdade e viceversa. ¿Isto quere dicir que un país con alta iguladade inicial, provocará que se reduza a desigualdade no futuro? Como veremos nos parágrafos posteriores, **o que quere dicir este signo negativo do S80/S20 inicial é que, naqueles países con desigualdades máis altas, o marxen para reducir a desigualdade é maior ca nos países dos que xa parten con un alto nivel de igualdade. Isto ven explicado polos rendementos marxinais decrecentes das economías.**

Á marxe de que os modelos anteriores nos sirvan para facer unhas aclaracións nun momento inicial, para ver o verdadeiro efecto da actividade/desenrolo financeiro na desigualdade, debemos facer un estudio máis amplo con máis variables explicativas e de control, ó igual ca fixemos para o caso das outras variables explicadas.

<sup>55</sup> Debemos recordar que estamos analizando o período que abarca dende 2006 ata 2013, lapso de recesión económica.



Unha vez realizado o estudio oportuno, vemos que os resultados que mencionamos anteriormente se cumpren, tal e como reflexa a táboa 16:

**Táboa 16: Actividade financeira e Indicador S80/S20**

Variable explicada: Indicador S80/S20		
Método utilizado: Efectos aleatorios, cross-section.		
Variable	Coefficiente	Prob.
<b>C</b>	0.011	0.174
<b>Crédito privado</b>	0.002	0.310
<b>PIB real per cápita</b>	-0.394	0.018
<b>Nivel de desempleo</b>	0.023	0.625
<b>Crecedemento dos salarios</b>	0.003	0.076
<b>Nivel de deuda das familias</b>	-0.094	0.352
<b>Gasto social</b>	-0.357	0.053
<b>Gasto en educación<sup>56</sup></b>	0.018	0.336

Fonte: Elaboración propia

Neste caso cúmplense todas as premisas que sostiñamos anteriormente. Así, podemos observar que:

- **O PIB móstrase relevante para a explicación da desigualdade.** A maior taxa de crecedemento do PIB real per cápita, menor desemprego e menor desigualdade.
- **O crecedemento dos salarios** sigue remitindo que cando crecen os salarios, aumenta a desigualdade, polo que cando se produce un crecedemento salarial, os que máis se benefician son os de maior renda, tal e como sostiñamos na teoría.
- **O desempleo** non se mostra relevante por dous motivos. Por unha parte, os efectos da evolución económica, posiblemente os recolla o PIB. Por outra parte, a redución de rentas que perciben as familias, derivadas do maior desempleo, vese atenuada, nos países estudados, polos subsidios de desemprego proporcionados polo estado, tal e como se pode observar en que o gasto social ten un peso importante como variable de control da desigualdade. Isto pode verse en que si quitamos da análise o gasto social, o nivel de significación para aceptar o desemprego como variable explicativa reduce notablemente, tal e como podemos observar na táboa 17, pois pasa dun 0.63 a un 0.27 de nivel de significación.

<sup>56</sup> Se utilizamos a inscrición en estudos superiores sale relevante con un coeficiente de significación do 4%, e con signo negativo, o que tamén deixa entrever que a educación está presente na explicación da desigualdade.

**Táboa 17: Actividad financeira e Indicador S80/S20 (2)**

Variable explicada: Indicador S80/S20		
Método utilizado: Efectos aleatorios, cross-section.		
Variable	Coefficiente	Prob.
<b>C</b>	0.009	0.119
<b>Crédito privado</b>	0.001	0.645
<b>PIB real per cápita</b>	-0.241	0.059
<b>Nivel de desempleo</b>	-0.035	0.271
<b>Crecedemento dos salarios</b>	0.003	0.102
<b>Nivel de deuda das familias</b>	-0.083	0.109

Fuente: Elaboración propia

Do mesmo xeito, se collemos o período 2010-2014, cando xa termina o período inicial e de máis crecedemento do desemprego, e cando xa se minora o importe, ou rematan, os subsidios de desemprego para gran parte da poboación; vemos como o gasto social perde poder explicativo. Ademais, segundo o gasto social vai perdendo peso derivado desas reducións dos subsidios, o desemprego xa se vai facendo significativo; pois xa é relevante cun nivel de significación do 8%, tal e como reflexa a táboa 18.<sup>57</sup> **Por tanto, vemos que o desemprego ten importancia explicativa, salvo no momento inicial do paro, xa que nese momento collen peso explicativo as coberturas sociais de desemprego; pero segundo se termina o subsidio de desemprego, o paro volve a coller importancia explicativa.**

**Táboa 18: Actividad financeira e Indicador S80/S20 (3)**

Variable explicada: Indicador S80/S20		
Método utilizado: Efectos aleatorios, cross-section.		
Variable	Coefficiente	Prob.
<b>C</b>	0.018	0.020
<b>Crédito privado</b>	-0.103	0.431
<b>PIB real per cápita</b>	-0.292	0.049
<b>Desempleo</b>	-0.091	0.083
<b>Crecedemento dos salarios</b>	0.004	0.274
<b>Nivel de deuda das familias</b>	-0.209	0.107
<b>Gasto social</b>	0.197	0.381
<b>Gasto en educación</b>	0.028	0.018

Fuente: Elaboración propia

<sup>57</sup> Debemos ter en conta que esta táboa ten un limitado poder explicativo, pois só estamos traballando con tres anos, polo que o método de efectos aleatorios, pode non ser o método máis axeitado. Aínda así, para ratificar o anterior, e dilucidar dun xeito ilustrativo os resultados, si que é axeitado.

Por último, observamos que o gasto en educación e a inscrición en estudos superiores tamén se mostran relevantes na maioría das regresións, tal e como mostra, por exemplo, o pé de páxina número 56 para o caso da inscrición en estudos superiores, ou a táboa 18, para o gasto en educación. Isto permítenos confirmar o que mencinabámos anteriormente, que aínda que cunha menor importancia cás variables de crecemento económico (PIB real pc ou o desmepleo), a formación tamén é importante para explicar a desigualdade, pero sen ver claro cal sería a relación para o caso deste indicador, se directa ou indirecta, xa que nas distintas mostras, as variables da educación posuían signos diferentes.

Para tratar de esclarecela, realizamos unha análise individual para ver os efectos do crédito privado na desigualdade, controlada polo gasto en educación. Tras realizar esta análise, vemos que o que se mostra relevante para explicar a desigualdade é a educación superior, tal e como se pode dilucidar das táboas 19 e 20. Isto é coherente coa realidade, xa que o gasto en educación pública é para todos igual, entón, o que pode provocar efectos na desigualdade, é esa educación superior post-obligatoria. Isto permítenos constatar que a educación tamén é boa para reducir as desigualdades entre a poboación.

**Táboa 19: Carácter explicativo da educación superior na desigualdade**

Variable explicada: Indicador S80/S20		
Método utilizado: Efectos aleatorios, cross-section.		
Variable	Coefficiente	Prob.
C	-0.001	0.9777
Crédito privado	0.002	0.4414
Inscrición en estudos superiores	-0.042	0.0046

Fonte: Elaboración propia

**Táboa 20: Carácter explicativo do gasto en educación na desigualdade**

Variable explicada: Indicador S80/S20		
Método utilizado: Efectos aleatorios, cross-section.		
Variable	Coefficiente	Prob.
C	0.000	0.971
Crédito privado	0.002	0.492
Gasto en educación	0.007	0.661

Fonte: Elaboración propia

**Por tanto, tras a análise anterior, podemos concluir que o indicador S80/S20 ratifica os resultados obtidos cando explicabamos o índice de GINI e o risco de Pobreza. As principais conclusións son que para explicar a desigualdade medida co S80/S20, o factor fundamental sería as variables de crecemento económico como o PIB real per cápita. Adicionalmente, o desemprego non ten moito poder explicativo nos primeiros anos en que comeza a incrementarse o desemprego, debido a que entran en xogo as coberturas otorgadas polos subsidios de desemprego que mitigan os efectos do desemprego, pero cando estes se terminan ou reducen o seu importe, o desemprego colle un alto poder explicativo. Adicionalmente mencionar que outras das variables que mostra unha certa importancia para explicar a desigualdade, aínda menor cá das variables anteriores, é o gasto en educación, indicando que canto maior sexa a formación superior da poboación, menor desigualdade.**

**En resumo, no caso da explicación da desigualdade medida a través do S80/S20, vemos que a actividade/desenrolo financeiro non ten influencia directa, e a súa influencia é indirecta á través de variables de crecemento económico e do papel de acelerador financeiro do sistema financeiro.**

#### 4.2.4 Índice de GINI, risco de pobreza e exclusión social e S80/S20: principais conclusións e verificación dos resultados

Unha vez analizado o resultado destes tres indicadores con diferencias entre sí, pero co denominador común de que todos eles miden a desigualdade; podemos extrapolar que as principais conclusións acerca do efecto que ten a actividade/desenrolo financeiro sobre a desigualdade é:

- a) O estudio de Beck et al. (2007) revelaba que a actividade financeira tiña efectos directos e indirectos na desigualdade da renda, mentres que o noso estudio só encontra unha relación indirecta. Adicionalmente, o noso amplía o estudo do autor mencionado, obtendo as conclusións que se expoñen a continuación.
- b) A actividade financeira parece non ter influencia directamente na desigualdade dos países europeos, pero si que ten influencia indirecta a través do canal da composición de ingresos e das ganancias heteroxéneas. Isto é derivado de que **as principais variables de control para explicar a desigualdade son as**

**variables de crecemento económico, fundamentalmente o crecemento do PIB real per cápita e do desemprego (igual que en Beck et al, 2007).**

Adicionalmente, a educación, e sobre todo, a educación superior, tamén mostran unha pequena influencia na desigualdade. Por **tanto, vemos que a actividade financeira exerce a súa influencia na desigualdade a través desas variables de control.**

- c) **No caso das familias de menor renda**, o desenrolo financeiro (medido como valor engadido do sistema financeiro) sí que parece ter influencia directa, derivado do maior acceso ó crédito, maior uso de colaterais, etc.
- d) Por outra parte, debemos constatar unha idea de gran calado. A influencia das variables de control do sistema financeiro teñen un **comportamento asimétrico**, o que fará que as consecuencias destas variables na desigualdade sexa distinta en función de que analicemos períodos de crecemento e de decrecemento.
- Nos períodos de crecemento, a desigualdade incrementase motivado polo crecemento dos salarios. Ante crecementos salariales, aínda que se pode beneficiar toda a poboación, os que se benefician en maior medida son os de maiores rendas, polo que incrementa a desigualdade.
  - En períodos de desaceleración económica, o desemprego é a variable fundamental que xustifica a desigualdade, pero a partir do segundo ano de paro, xa que nos primeiros períodos do desemprego, existen as coberturas de desemprego que frean o incremento intenso da desigualdade. Unha vez agotadas ou reducidas substancialmente as rendas da cobertura, vemos que o desempleo do período se volve transcendental para explicar a desigualdade.
- e) Adicionalmente ó anterior, **parece que a teoría de U-Shaped non se mostra de todo significativa**, quen argumenta que o efecto distributivo do desenrolo financeiro, dependerá do nivel de desenrolo económico dos países. Para o caso das familias máis pobres (pero xa nunha fase avanzada de industrialización), o desenrolo financeiro (no noso caso medido a través do valor engadido que xera o valor financeiro) si que ten importancia explicativa directa na desigualdade e positiva, tal e como sustiña esta teoría. Isto é porque canto máis desenrolado estea o sistema financeiro dun país, maior cantidade de xente pode ter acceso ó crédito, porque se aceptan maior número de

Actividade financeira e desigualdade: unha panorámica xeral e o caso europeo nos últimos anos

colaterais, utilízanse outras garantías, como seguros ante determinadas continxencias, e etc. Por tanto, isto permite a máis xente de menor renda acceder ó crédito para investir en proxectos que xeren valor engadido. Sen embargo, para os de maior renda, como xa teñen acceso a este mercado, o desenrolo financeiro non se mostra significativo para explicar a desigualdade na renda, mentres que esta teoría sostiña que era significativo e positivo.

Isto pode ratificarse a nivel países, xa que se collemos a nosa mostra dos 30 países, e collemos os 5 países con maior PIB real per cápita no ano 2014<sup>58</sup>, e os cinco países con menor renda per cápita para o mesmo período, os resultados avalan esta situación tal e como vemos nas táboas 21 e 22:

**Táboa 21: Actividade financeira e riesgo de pobreza e exclusión social para os 5 países máis ricos<sup>62</sup>**

Variable explicada: Riesgo de pobreza e exclusión social		
Método utilizado: Efectos aleatorios, cross-section.		
Variable	Coefficiente	Prob.
<b>C</b>	0.178	0.018
Valor añadido do sistema financeiro	-0.079	0.169
Riesgo de pobreza (valor inicial)	-0.039	0.014
Inscripción en estudos superiores (valor inicial)	-0.016	0.223
Aperutra comercial	0.006	0.947
IPC	-0.416	0.109

Fonte: Elaboración propia

**Táboa 22: Actividade financeira e riesgo de pobreza e exclusión social para os 5 países máis pobres<sup>62</sup>**

Variable explicada: Riesgo de pobreza e exclusión social		
Método utilizado: Efectos aleatorios, cross-section.		
Variable	Coefficiente	Prob.
<b>C</b>	-0.208	0.529
Valor engadido dos sistema financiero	-0.163	0.089

<sup>58</sup> Os cinco países con maior PIB real per cápita da nosa mostra no ano 2014 son: Luxemburgo, Noruega, Islandia, Suiza e Dinamarca.

Os cinco países con menor PIB real per cápita da nosa mostra no ano 2014 son: Lituania, Polonia, Letonia, Romanía e Eslovaquia.

Riesgo de pobreza (valor inicial)	0.107	0.247
Inscripción en estudos superiores (valor inicial)	-0.072	0.129
Apertura comercial	0.199	0.148
IPC	-0.325	0.448

Fonte: Elaboración propia

A pesar de que o desenvolvemento financeiro se mostra directamente relevante para explicar a desigualdade para os países menos desenvolvidos e as familias máis pobres, no caso do crédito privado non ten relación directa coa desigualdade, pero si indirectamente a través das variables económicas, igual ca no resto da mostra, tal e como vimos anteriormente.

- f) En liña co anterior, a evidencia empírica corrobora a literatura sostendo **que, canto maior sexa o potencial de desenvolvemento do sistema financeiro, maior será o marxe para que este axude a reducir a desigualdade (rendementos marxinais decrecentes).**
- g) En adición, mostrar que nalgúns regresións tamén aparece como variable relevante a apertura comercial, intentando mostrar, que **a maior apertura comercial, maior é o risco de pobreza**, sobre todo derivado das maiores fragilidades que xera para a economía; tal e como se pode observar actualmente co estourido do fenómeno coñecido como “Brexit”.
- h) Por último, se **analizamos a participación nos ingresos totais do 20% e do 40% da poboación máis pobre, vemos que os resultados, en xeral, apuntan na mesma dirección ca os obtidos cos indicadores anteriores.** Escóllense estes indicadores, para ver a rexión máis pobre e os non tan pobres (clase media), para deste xeito ratificar o impacto financeiro na desigualdade máis extrema (participación do 20% nos ingresos totais) e “media” (no caso do 40%).

Finalmente, vemos que fundamentalmente os canais que se mostran relevantes como engranaxe na transmisión dos efectos da actividade financeira cara a desigualdade son o canal da composición de ingresos e das ganancias heroxéneas. Ademais, destacar o papel que exerce o sistema financeiro coa exclusión crediticia, pois se só os máis ricos teñen acceso ó crédito, as diferenzas incrementaranse.

**En resumo, vemos que o desenvolvemento financeiro inflúe directamente e indirectamente (a través das variables de crecemento económico) na**

**desigualdade no caso dos países e das familias máis pobres. Pola contra, a actividade financeira non inflúe directamente na desigualdade dos de maior renda; aínda que si o fai indirectamente, sobre todo á través das mencionadas variables de crecemento económico (PIB real pc, desemprego e crecemento salarial, principalmente).**

### 4.3 Desigualdade no consumo

Unha vez realizada a análise sobre a influencia da actividade financeira na obtención de rendas, na capacidade de gasto; neste apartado analizaremos como afecta á actividade financeira ó consumo. Para realizar esta análise, utilizaremos o índice S80/S20 do consumo como indicador de desigualdade no consumo para os anos 1996, 2000, 2005 e 2010.<sup>59</sup>

Dada esa limitación dos datos para o caso do consumo, non podemos replicar a metodoloxía utilizada no caso da renda. Adicionalmente, a limitación das observacións poden limitar a análise das variables, limitar a inclusión de variables de control, posibles cambios estruturais, etc.

Para solventar a problemática anterior, a metodoloxía que se utilizou para realizar unha análise con esas limitacións, foi ir analizando como afecta cada variable, e grupos de variables, á desigualdade no consumo, vendo que os signos foran na dirección esperada e vendo se se cumpría ou non, o mencionado na teoría. Unha vez realizado este análise, co feed-back obtido na análise, xunto co apoio da teoría estudada, foise deseñando un modelo explicativo da desigualdade no consumo. Cando se alcanza o mellor modelo explicativo para o noso caso, este si que xa nos permite obter unha idea sobre que variables das mencionadas son relevantes e cales non, a dirección dos signos, as variables de control significativas, etc. Deste xeito, poidemos obter a análise empírica e as conclusións do noso estudio, salvando a limitación dos datos.

En primeiro lugar, se comezamos o estudio analizando a **renta** como variable explicativa do consumo, vemos que canto maior é o crecemento económico real per cápita, e menor o crecemento do desemprego, a desigualdade redúcese, tal e como podemos ver na táboa 23:

---

<sup>59</sup> Para ver os países utilizados na análise do consumo, ver Anexo 2. A selección dos países e anos, ven marcado pola dispoñibilidade de datos.



**Táboa 23: Evolución da renda e desigualdade no consumo**

Variable explicada: Indicador S80/S20 do consumo		
Método utilizado: Efectos aleatorios, cross-section.		
Variable	Coefficiente	Prob.
<b>C</b>	0.139	0.044
<b>Nivel de desemprego</b>	0.347	0.490
<b>PIB real per cápita</b>	-0.258	0.870

Fuente: Elaboración propia

Se as variables anteriores, as analizamos individualmente, coa finalidade de evitar correlacións, ou posible multicolinealidade, vemos que a dirección dos signos se corrobora, tal e como vemos nas táboas 24 e 25 o que axuda a ratificar a idea anterior.

**Táboa 24: Desemprego e desigualdade no consumo**

Variable explicada: Indicador S80/S20 do consumo		
Método utilizado: Efectos aleatorios, cross-section.		
Variable	Coefficiente	Prob.
<b>C</b>	0.138	0.015
<b>Nivel de desemprego</b>	0.415	0.349

Fuente: Elaboración propia

**Táboa 25: PIB real pc e desigualdade no consumo**

Variable explicada: Indicador S80/S20 do consumo		
Método utilizado: Efectos aleatorios, cross-section.		
Variable	Coefficiente	Prob.
<b>C</b>	0.148	0.031
<b>PIB real per cápita</b>	-0.735	0.602

Fuente: Elaboración propia

Se agora pasamos coa análise de outro dos principais factores explicativos da desigualdade, **o efecto riqueza**, e analizamos o efecto que teñen os activos na riqueza, vemos que as variacións dos activos **reais teñen unha influencia negativa e o aforro, unha influencia positiva (ver táboa 26)**. Isto vai en consonancia coa literatura, onde revelábase que o principal activo das familias de menores rendas eran as vivendas, mentres que os de maior renda, ademais deste tipo de activos inmobiliarios, tiñan outros, os financeiros. Isto ratifica que as vivendas axudan a reducir as desigualdades do consumo, pois os de menor renda teñen estas vivendas para hipotecar e etc., e por tanto gastar en consumo. En cambio, o aforro dunha economía, vemos como axuda a incrementar a desigualdade no consumo, xa que

como argumentábase na parte teórica, quen soe posuír aforro máis variado e máis rentable, sen ser os de maior renda.

**Táboa 26: Activos reais, aforro e desigualdade no consumo**

<b>Variable explicada: Indicador S80/S20 do consumo</b>		
Método utilizado: Efectos aleatorios, cross-section.		
<b>Variable</b>	<b>Coefficiente</b>	<b>Prob.</b>
<b>C</b>	0.172	0.127
<b>Activos reais</b>	-0.713	0.593
<b>Nivel de aforro</b>	0.031	0.942

Fuente: Elaboración propia

Por outra parte, mencionábase que, o consumo se podía ver influenciado non só polos activos reais, se non tamén polos activos financeiros. Se realizamos a análise para o caso, por exemplo, da capitalización bursátil, vemos que está mantén signo negativo (coeficiente -0.18 e prob de 0.18). Isto pode parecer raro, xa que sostínamos que o que realmente impactaba na desigualdade do consumo eran os activos inmobiliarios, e os activos financeiros apenas tiñan peso, xa que o que posuían as familias en maior medida eran activos inmobiliarios. Entón, ¿Cómo se xustifican estes signos? ¿É coherente este resultado?

Se realizamos unha análise máis detallada, vemos que a capitalización bursátil axuda a reducir a desigualdade, sobre todo pola relación que ten co crecemento, xa que o crecemento actúa como variable de control imprescindible para a capitalización bursátil, tal e como vemos na táboa 27. Isto o que parece revelar é que a capitalización bursátil se mostra relevante para reducir a desigualdade no consumo derivado de que, os incrementos da capitalización bursátil, soen estar ligados a períodos de crecemento. Como o crecemento económico ten un impacto moi favorable no consumo, tal e como vimos, derivado disto, a capitalización bursátil tamén o terá.

**Táboa 27: Capitalización bursátil, PIB real pc e desigualdade no consumo**

<b>Variable explicada: Indicador S80/S20 do consumo</b>		
Método utilizado: Efectos aleatorios, cross-section.		
<b>Variable</b>	<b>Coefficiente</b>	<b>Prob.</b>
<b>C</b>	0.192	0.017
<b>Capitalización bursátil</b>	-0.249	0.116
<b>PIB real per cápita</b>	-0.971	0.585

Fuente: Elaboración propia

Por tanto, vimos que o PIB real pc se mostraba como variable de control relevante para a incidencia da capitalización bursátil na desigualdade do consumo, mentres que no caso dos activos reais e do aforro en xeral, esta circunstancia non se producía con tanta intensidade.<sup>60</sup> Isto parece deixar entrever o que mencionaba a teoría, que o papel que xoga a riqueza inmobiliaria no consumo ten un impacto maior co que xoga a capitalización bursátil, xa que gran parte do impacto do mercado de accións, parece vir derivado nunha alta proporción da súa relación co PIB real pc. Pola contra, no caso dos activos reais, e do aforro xeral, vemos que, a pesar de que poidan estar influídos pola evolución do PIB, o impacto autónomo das vivendas e do aforro no consumo pode ser maior co do mercado das accións. Deste xeito, os datos xustifican o mencionado na teoría de que o que os activos que máis influían no consumo eran os activos inmobiliarios, xa que estes ocupan unha maior proporción na carteira da maioría dos habitantes.

Se continuamos co estudio, vemos que esta influencia que ten en maior medida os activos reais no consumo, ven derivada en gran parte, pola acumulación de débeda. Isto podemos comprobalo na táboa 28, onde se observa que a acumulación de débeda e o crédito privado, axudan a reducir a desigualdade.

**Táboa 28: Activos reais, actividad financiera e desigualdade no consumo**

Variable explicada: Indicador S80/S20 do consumo		
Método utilizado: Efectos aleatorios, cross-section.		
Variable	Coefficiente	Prob.
<b>C</b>	0.219	0.127
<b>Activos reais</b>	-0.390	0.781
<b>Nivel de deuda dos fogares</b>	-0.470	0.821
<b>Crédito privado</b>	-0.047	0.747

Fuente: Elaboración propia

O anterior permítenos introducir o terceiro factor relevante á hora de explicar a desigualdade no consumo, **o acelerador financeiro**, xa que tanto o crédito como a débeda axudan a reducir a desigualdade no consumo. Isto presenta unha gran coherencia coa teoría analizada, xa que, as maiores facilidades para acceder ó crédito, xunto con unha mellora nos colateirais (como o caso dos inmobles) e unha

<sup>60</sup> No caso dos activos reais, ó incluír o PIB real per cápita, o valor de significación pasa de 0.44 a 0.59. Pola súa banda, no caso do aforro da economía, o nivel de significación tamén empeora ó incluír o PIB real pc como variable de control, pois pasa dun nivel de significación de 0.22 a 0.25.

mellora nas expectativas de renda, que favorecen a obtención de crédito, fai que as desigualdades no consumo se reduzan. Por tanto, vemos que o papel do acelerador financeiro cobra un gran peso na explicación da evolución das desigualdades no consumo.

Adicionalmente, se medimos os anos 2005 e 2010 (táboa 29), vemos que aquí o nivel de debeda acumulado polas familias, incrementa as desigualdades no consumo, o que se pode explicar polo excesivo apalancamento das familias (período de recesión económica, onde os fogares estaban moi apalancados). Isto ven a coalición co explicado na teoría, onde o exceso de acumulación de débeda pode causar un incremento das desigualdades do consumo. Se se abusa da acumulación de débeda, unha vez que temos hipotecado unha alta proporción dos nosos colaterais, e unha parte importante da nosa renda, se destina a pagar préstamos, isto soe provocar un corte no financiamento a estes axentes, que soen ser os de menor renda, o que conducirá a aumentar a desigualdade no consumo (tal e como explicamos no epígrafe destinado á explicación das limitacións do acelerador financeiro). Como nos anos 2005 e 2010 a economía europea estaba moi apalancada, este exceso de carga da débeda, fixo que a unha parte importante da renda obtida se destinase a pagar as débedas. Por tanto, a renda dispoñible que quedaba para o consumo era moi reducida, o que contribúe a incrementar as desigualdades, xa que os que posúen maior apalancamento, son, como dixemos, os de menor renda. En adición, este elevado apalancamento, xunto coas altas cargas de débeda dos colaterais e, a redución das expectativas de obtencións de rendas derivadas da recesión económica, fixo que se pecharan as portas do acceso ó crédito, e por tanto, a desigualdade no consumo incrementárase.

**Táboa 29: Activos reais, actividade financeira e desigualdade no consumo (anos 2005 e 2010)**

<b>Variable explicada: Indicador S80/S20 do consumo</b>		
Método utilizado: Efectos aleatorios, cross-section.		
<b>Variable</b>	<b>Coefficiente</b>	<b>Prob.</b>
<b>C</b>	0.271	0.067
<b>Activos reais</b>	-1.596	0.521
<b>Nivel de deuda dos fogares</b>	4.289	0.215
<b>Crédito privado</b>	-5.511	0.059

Fuente: Elaboración propia

Por tanto, vemos que o acelerador financeiro amplifica os efectos da mellora de renda e do “efecto riqueza”, contribuíndo a reducir as desigualdades en épocas de crecemento polas facilidades ó crédito. Pola contra, en épocas de recesión, o acelerador financeiro tamén amplifica as consecuencias negativas, xa que a xente, a pesar das reducións da renda e dos colaterais, ven cerradas as portas do crédito e, se teñen débedas e hipotecas nos colaterais, a renda dispoñible é aínda menor. Así, constatamos a importancia “amplificadora” do sistema financeiro, reducindo en maior medida as desigualdades no consumo en épocas de crecemento, e ampliando as desigualdades no consumo en épocas de recesión económica.

Por último, se nos centramos noutra das ideas mencionadas no traballo e elaborada por Stiglith (2012), quen sostíña que ante maiores niveles de igualdade na renda dunha economía, maiores serán os niveles de consumo; vemos que, tal e como reflexa a táboa 30, esta relación tamén se produce para os nosos datos.

**Táboa 30: Desigualdade na renda e desigualdade no consumo**

Variable explicada: Indicador S80/S20 do consumo		
Método utilizado: Efectos aleatorios, cross-section		
Variable	Coficiente	Prob.
<b>C</b>	0.281	0.004
Participación no ingreso total do 20% máis pobre	-1.413	0.631

Fuente: Elaboración propia

Finalmente, unha vez realizado o estudio anterior, e aproveitando o feed-back xerado na análise anterior e na revisión literaria, realizamos un estudio econométrico para tentar obter a mellor regresión que explique a influencia que exerce a actividade financeira na desigualdade financeira. Tras realizar as probas econométricas oportunas, chegouse a conclusión de que o mellor modelo que explica a desigualdade no consumo sería o que mostra a táboa 31:<sup>61</sup>

<sup>61</sup> Debemos ter en conta a insuficiencia de observacións que limitan o uso de variables de control e explicativas, o que pode facer que os resultados presenten algunha limitación. Sen embargo, cos datos dos que se dispoñen, os estimadores comportanse ben, e para a nosa análise e conclusións, móstranse suficientes e adecuados.

**Táboa 31: Actividade financeira e desigualdade**

<b>Variable explicada: Indicador S80/S20 do consumo</b>		
Método utilizado: Efectos aleatorios, cross-section. <b>Serie axustada (2005-2010)</b>		
<b>Variable</b>	<b>Coefficiente</b>	<b>Prob.</b>
<b>C</b>	-0.9014	0.001
<b>IPC</b>	33.133	0.001
<b>Nivel de deuda dos fogares</b>	2.951	0.114
<b>Crecedemento salarial</b>	0.102	0.101
<b>Participación no ingreso total do 20% máis pobre</b>	-0.337	0.868
<b>Nivel de desemprego</b>	2.379	0.002
<b>PIB real per cápita</b>	-0.375	0.797
<b>Nivel de aforro</b>	0.644	0.000
<b>Incrisión en estudos superiores</b>	11.358	0.000

Fuente: Elaboración propia

Derivado do mostrado na táboa anterior, podemos ver, aínda que non con total fiabilidade, pois poden faltar observacións, que as variables relevantes son:

- **O IPC** mostra valores desproporcionados e atípicos, posiblemente pola limitación dos datos. Aínda así, se analizamos a tendencia que mostra, vemos que un maior nivel de prezos, conduce car unha maior desigualdade. Isto pode intentar explicarse por varios motivos, adicionais á falta de observacións.

En primeiro lugar, se analizamos a teoría clásica da oferta e demanda, vemos que, ceteris páribus, a maior nivel de precios, menor nivel do consumo, o que vai en consonancia coa teoría. Por outra parte, pode existir outra explicación, tal e como revelamos no Anexo I. Neste Anexo vemos que Erosa e Ventura (2002) revelan que a inflación pode verse como un imposto único sobre as transaccións monetarias. Así, ante períodos de inflación, os que negociar os precios de compra, prazos, intereseses... son os máis ricos, polo que por esta vía tamén se tende a incrementar a desigualdade.

Noutro senso, vemos que esta subida de precios podía beneficiar ós máis ricos pola vía da vivenda, pero un crecedemento excesivo da inflación, pode contribuir a un incremento do tipo de interese nominal, e se os salarios non crecen, a renda dispoñible dos máis endebedados (soen ser os de menores rendas) tamén se pode ver afectada pola subida do tipo de interese nominal<sup>62</sup>.

<sup>62</sup> Aínda que a inflación soe aumentar o prezo dos colaterais (vivendas, por exemplo), e reducir o valor real da débeda, no corto prazo, o efecto que máis impacta é a posible subida do tipo de interese nominal.

- **Desemprego.** O que nos revelan os datos é que ante un maior desemprego, o consumo é menor, tal e como cabía deducir derivado da redución da percepción de ingresos.
- **Aforro. O aforro mantense relevante e con signo positivo.** Isto revelanos que ante maior aforro, maior desigualdade no consumo. Isto ven derivado de que, tal e como mencionamos, os principais produtos de aforro están en mans dos aforradores netos, están en mans dos máis ricos. Como nos de menores rendas o aforro ten un peso reducido, o aumento deste tipo de aforro, soe beneficiar só a quen o ten, os ricos, e por tanto, incrementar as desigualdades.
- **Inscrición en estudos superiores.** Este indicador revela que canto maior e a inscrición en estudos secundarios, maior será a desigualdade entre ricos e pobres. Isto posiblemente sexa pola falta de datos que impiden incluír alguna variable de control, pero tamén pode ter parte de explicación, porque a maioría dos que estudian pasan a ter maior poder adquisitivo, e por tanto, axudarán a incrementar as diferencias entre os de maior renda e os de menor renda, xa que se incrementa o número de xente que percibe maior renda. Aínda así, esta explicación non a debemos tomar como certa, xa que é posible que falte algunha variable de control (que non podemos incluír por falta de observacións) e por tanto, pode non ser a relación esperada.
- Por outra parte, se elevamos o coeficiente de significación o 11%, vemos que a débeda e o crecemento salarial se mostran relevantes. En canto ó valor da **débeda**, vemos que o incremento da débeda, tende a incrementar a desigualdade. Isto vai en consonancia co anterior, porque na regresión anterior, Eviews colle como mostra axustada<sup>63</sup> de 2005 e 2010. Neste período, en que as familias europeas xa están moi apalancadas, o exceso de débeda, minorará a renda dispoñible, e por tanto, tal e como dixemos, reducirase o consumo. Pola súa parte, o **crecemento salarial**, vemos que aparentemente se repiten as consecuencias obtidas no caso da desigualdade da renda. Ante crecemento dos salarios, os que máis se aproveitan das subidas son os de maior renda, e nas baixadas, previsiblemente, xa que non o podemos comprobar cos datos, o

---

<sup>63</sup> Períodos para os que hai datos para todas as variables

crecemento salarial perderá importancia, para coller poder explicativo o desemprego, ó igual ca pasaba no caso da renda.

Como conclusión, unha vez feito o estudio anterior, o que podemos extraer en claro é que as variables financieras teñen unha incidencia indirecta na desigualdade á través das variables de crecemento económico, onde a maior crecemento económico e menor desemprego, as desigualdades no consumo tenden a reducirse, e viceversa. Adicionalmente, neste caso, constatamos que o mundo financeiro si que ten unha importante importancia, onde o seu papel “amplificador” a través do crédito privado e da acumulación de renda, xoga un papel importante, intensificando a redución das desigualdades en períodos de crecemento, expansión do crédito e de baixos niveles de débeda, e incrementando as desigualdades en períodos de recesión económica, con estrangulamento de créditos e alta débeda acumulada. Isto parece ir en consonancia coa literatura, xa que como aparece no título de Ashley (2006): “*O crecemento pode ser bo para os pobres, pero a recesión é desastrosa*”.

**Por tanto, vemos que a actividade financeira inflúe na desigualdade económica indirectamente a través das variables económicas, pero estas, por si soas teñen un peso reducido, e o que “amplifica” eses efectos é o sector financeiro, constando así a influencia do “acelerador financeiro” na desigualdade no consumo.**

#### 4.4 Breve comparativa de resultados entre a desigualdade na renda e no consumo e test dos resultados para o caso da economía española

Unha vez analizado como a actividade financeira pode afectar á desigualdade, vemos que existen certas similitudes e diferenzas entre a resposta da desigualdade no consumo e na renda ante as actuacións financeiras.

A principal similitude é que a actividade financeira inflúe indirectamente á traves das variables económicas, na desigualdade da renda e do consumo, dun xeito similar. O crecemento económico, a redución do desemprego e etc., axudan a reducir as desigualdades en ambos casos, mentres que o crecemento salarial parece indicar que incrementa a desigualdade, derivado de que son os de maior renda os que se aproveitan en maior medida dos crecementos salariais.



A pesar desta importante similitude, vemos que o estudio revela unha diferenza de gran calado, que pode implicar importantes consecuencias. A principal diferenza é que no caso da desigualdade na renda, a actividade financeira non ten importancia directa, só afecta levemente o desenrolo económico a longo prazo para as familias máis pobres, pero a actividade financeira a curto prazo non se mostra relevante directamente. Pola contra, no caso do consumo, a actividade financeira si que colle un importante peso como variable explicativa da desigualdade, sobre todo, a través do nivel de acumulación de débeda e da evolución do crédito privado.

**O que provoca o anterior é que, na desigualdade da renda, non entra en xogo o “acelerador financeiro”, mentres que no caso da desigualdade no consumo, o acelerador financeiro si que se fai significativo, e o seu papel “amplificador” dos efectos da actividade económica na desigualdade do consumo, adquire gran importancia.**

Do resultado anterior o que vemos é que poden darse situacións moi peculiares, como é que a desigualdade no consumo evolucione de xeito diferente á desigualdade na renda, derivado do efecto que ten a actividade financeira na desigualdade do consumo.

Un exemplo para xustificar o anterior pode ser que ante, incrementos na desigualdade na renda, pode manterse ou reducirse a desigualdade no consumo, sobre todo, polo acceso ó crédito dos de menor renda, o que oculta parte das desigualdades na obtención de renda. No caso oposto, co estourido de crises ou recesións, pode ser que a desigualdade no consumo creza a un maior ritmo cá da renda, xa que o elevado apalancamento e as restricións crediticias, xunto coas altas cargas de débeda, fan que a desigualdade no consumo se incrementen a taxas superiores ás desiguales na renda.

Unha vez obtidos eses resultados, realizaremos unha breve análise mediante gráficos das ideas anteriores, para ver se as conclusións anteriores se dan na nosa economía, **na economía española.**<sup>64</sup>

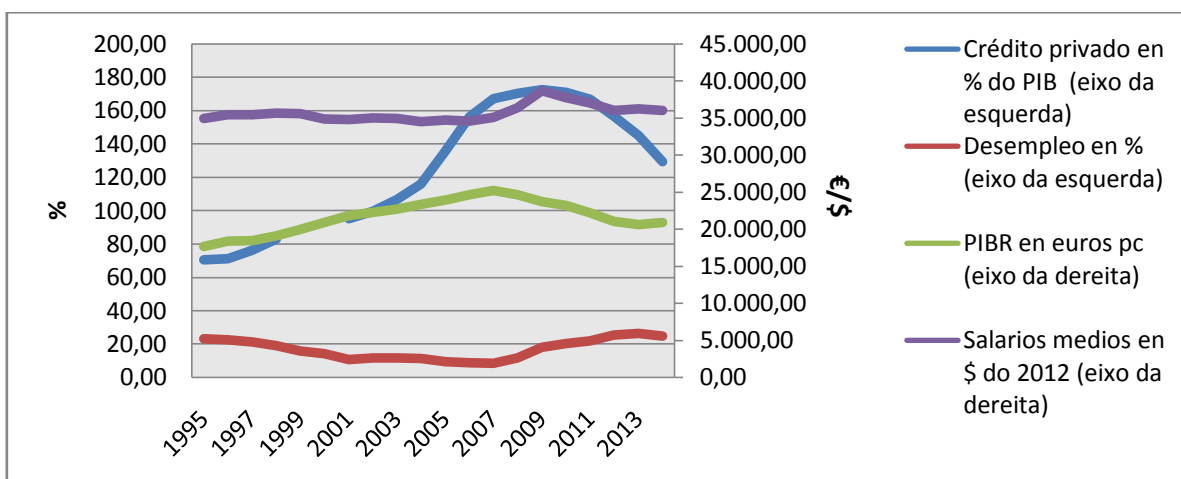
Se comezamos a analizar os **efectos indirectos**, vemos que se ratifican os resultados mencionados na teoría, onde sostínamos que ante en épocas de crecemento económico, incrementábase a desigualdade na renda, derivado fundamentalmente de que os de maior renda se apoderaban en maior medida dos

---

<sup>64</sup> Escollemos a economía española por tres motivos. En primeiro lugar, porque para facer o tipo de análise desenrolado, para o caso da media europea, non existían datos suficientes. En segundo lugar, porque así collemos un país concreto da mostra utilizada, non unha media en base á cal xa obtiveramos os resultados econométricos, o que pode encubrir certos resultados. En terceiro lugar, porque é a economía na que está inmerso o autor no seu día a día.

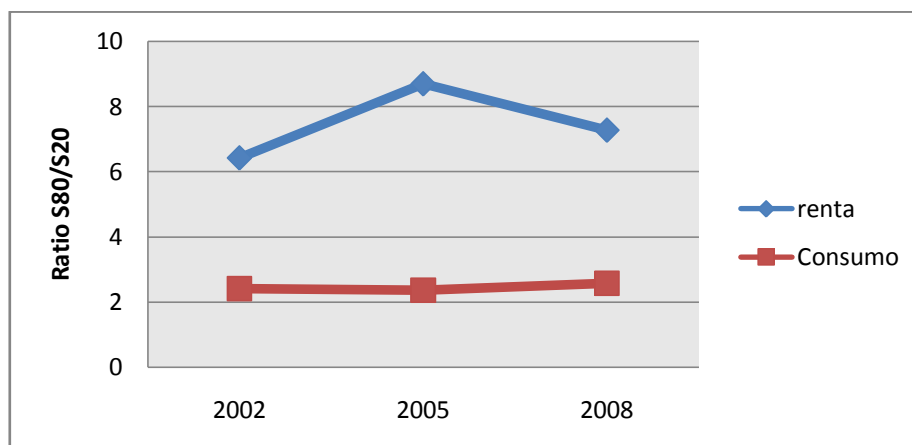
incrementos salariais cos máis pobres. Se observamos os gráficos 12 e 13, vemos que estas ideas se ratifican. No gráfico 12 vemos que entre 2000 e 2008 o crédito privado, o desemprego, o PIB real per cápita e os salarios medios, incrementáanse. Ó mesmo tempo, se observamos o gráfico 13, vemos que a desigualdade na renda se incrementa, o cal vai en consonancia cos datos acadados no noso estudio empírico.<sup>65</sup>

**Gráfico 12: Evolución do crédito privado, desemprego, PIB real pc e salarios medios para a economía española entre 1995 e 2014**



Fuente: elaboración propia a partir dos datos especificados no Anexo III para cada variable

**Gráfico 13: Ratio S80/S20 da renda e do consumo para a economía española nos anos 2002, 2005 e 2008**



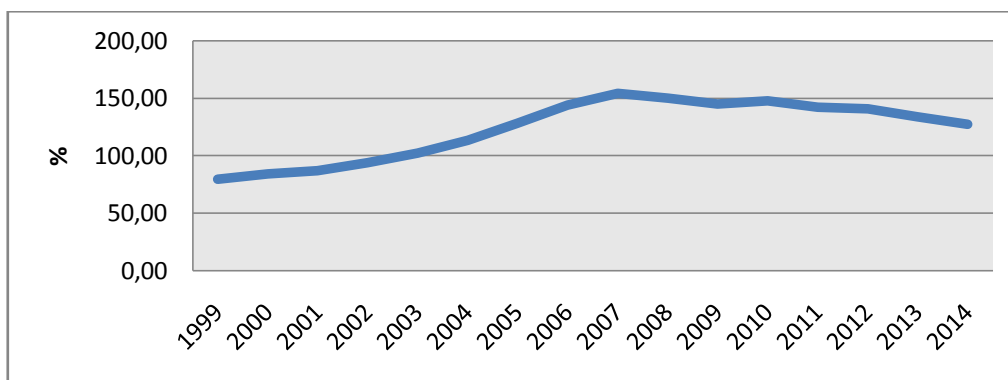
Fuente: Elaboración propia a partir de BdE (2016)

<sup>65</sup> A esta conclusión de que a desigualdade se incrementa en épocas de crecemento para o caso español, tamén se obteñen noutros estudos empíricos, por exemplo, Paz e Sanchez (2014).

Por outra parte, se analizamos os efectos directos do consumo, vemos que en épocas de crecemento, mentres a desigualdade na renda se incrementa, a desigualdade no consumo mantense estable. Isto revela a gran importancia que xoga o acelerador financeiro nas desigualdades da renda.

Isto revirte unha gran importancia, xa que o sector financeiro consegue que a desigualdade no consumo apenas se altere, mentres se incrementa a desigualdade na renda. Isto, é posible polo acceso ó crédito e a acumulación de deuda, que tal e como reflexa o gráfico 14, vemos que neste período no que aumentaron as desigualdades na renda, pero non se incrementaron no consumo; entre 2000 e 2005, a acumulación de débeda por parte das familias españolas, tivo un peso importante, o que ratifica os resultados do noso estudo. Adicionalmente, a literatura avala estes resultados, como por exemplo, Paz e Sánchez (2014).

**Gráfico 14: Evolución da débeda acumulada polos fogares españois entre 1999 e 2014 (% da renda bruta dispoñible)**

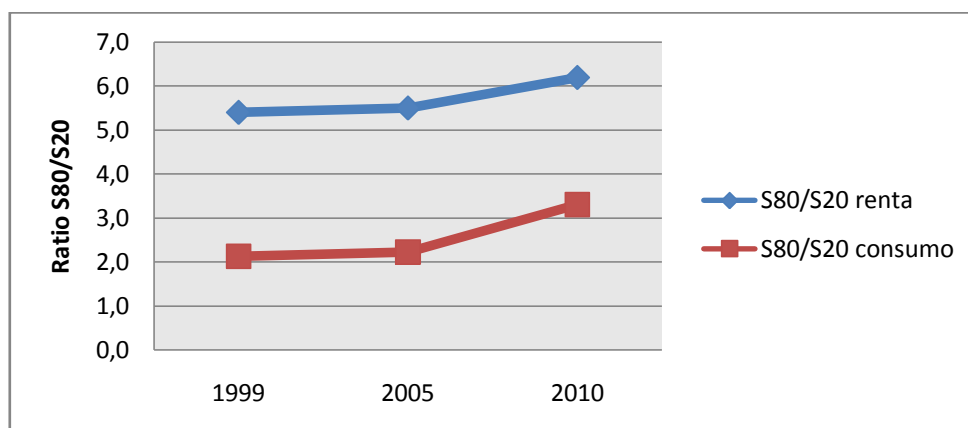


Fonte: Elaboración propia a partir de datos de OCDE

Por outra parte, se nos fixamos agora nos períodos de decrecemento, a partir de 2007, vemos que ó reducirse o PIB real per cápita e aumentar o desemprego (gráfico 12), a desigualdade tamén se incrementa, tal e como podemos observar no gráfico 15<sup>66</sup>, o que novamente ratifica os nosos resultados empíricos.

<sup>66</sup> Neste caso utilizamos os datos de Eurostat, porque non había datos a partir de 2008 no Banco de España. Por outra parte, as diferencias entre os gráficos 12 e 14 en canto as desigualdades na renda, poden vir derivados de que se utilizan distintos anos e métodos na estimación, tal e como se pode observar. Por outra parte, incluíse o gráfico 12 con datos do BdE, porque a evolución da desigualdade da renda entre 2002 e 2005, permite ver dun xeito máis claro o que queremos transmitir.

**Gráfico 15: S80/S20 do consumo e da renda en España, para os anos 1999, 2005 e 2010**



Fonte: Elaboración propia a partir de Eurostat.

Por último, tamén observamos que tras a crise, a desigualdade no consumo crece a un maior ritmo cá desigualdade na renda (gráfico 15), tal e como mencionabamos no noso estudio. Isto pode vir derivado do efecto “amplificador” do sistema financeiro, que ante o freazo das variables económicas, intensifica a desigualdade no consumo pola vía das restricións no crédito (gráfico 12), e pola excesiva posesión de débeda das familias (gráfico 14). Como a renda non mellora, o crédito é limitado para moitas familias polas malas expectativas na obtención de renda, e o excesivo apalancamento; o que fai que as desigualdades no consumo se incrementen. Adicionalmente, tal e como vemos no gráfico 14, o nivel de deuda das familias tamén é elevado nestes anos, e o pago de estas débedas, tamén reduce a capacidade de consumo das familias, tal e como argumentabamos no estudio para o caso europeo.

Finalmente, tamén podemos observar que a **desigualdade no consumo é inferior á desigualdade na renda**, tal e como revelan os gráficos 13 e 15, o que xustifica unha vez máis o papel que exerce a actividade financeira para reducir a desigualdade no consumo, posible gracias ó acceso ó mercado financeiro.

Por tanto, unha vez realizada a compartiva entre desigualdades na renda e consumo, vemos que a actividade financeira exerce efectos indirectos sobre a desigualdade á través das variables económicas. Directamente, a actividade financeira non exerce influencia sobre a desigualdade na renda. En cambio, o “acelerador financeiro” si que ten influencia directa no caso da desigualdade no consumo, xa que a actividade financeira amplifica os efectos das variables reais, e axuda a reducir as

desigualdades no consumo en crecemento. Pola contra, en períodos recesivos, a contracción do crédito e excesivo apalancamento dos fogares, provocara que o sistema financeiro amplifique os efectos nefastos que se producen na desigualdade no consumo.

**En resumo, vemos que a actividade financeira amplifica os efectos da economía real para o caso da desigualdade no consumo, mentres que o “acelerador financeiro” non se mostra relevante (directamente) para explicar a desigualdade na renda.**

## Conclusiones

Unha vez realizada a análise anterior, podemos ver que a actividade financeira e a desigualdade, dúas variables con gran importancia nas economías actuais, presentan importantes relacións entre elas.

En primeiro lugar, **se comezamos a análise na parte de revisión da literatura**, vemos que a actividade financeira pode ter distintos efectos na desigualdade na renda-riqueza e no consumo. Adicionalmente, vemos que no caso da desigualdade da renda e da riqueza, a literatura revela que existen diferenzas entre a relación actividade financeira/desigualdade, en función de que analicemos esta relación nun período de corto e medio prazo, ou nun período de largo prazo. En cambio, no consumo, non se constatan esas diferenzas significativas entre os efectos a corto e largo prazo entre as variables, xa que a relación da actividade financeira co consumo é maioritariamente de corto prazo.

**Se comezamos a análise da desigualdade na renda e riqueza, a corto e medio prazo**, vemos que existen múltiples canles polos que a actividade financeira lle pode afectar. Estes canles son: canal da composición de ingresos, da carteira, da segmentación financeira; canal do crédito, da redistribución do aforro e canle das ganancias heteroxéneas. Neles víamos que existía unha importante ambigüidade, e dependendo da estrutura económica que se estude, da economía que se analice, dos supostos que consideremos e etc., os resultados poden ser distintos, os efectos poden ser uns ou outros, xa que unha mesma acción financeira pode causar efectos contrapostos na desigualdade da renda e da riqueza segundo o canle que se analice. Sen embargo, **a pesares desta ambigüidade, parece entreverse que a maioría da literatura apunta cara que as actividades financeiras expansivas ou a eliminación de restrición de acceso ó crédito favorecen ós máis pobres**, pero dependerá de distintas variables como o peso da carteira dos máis ricos, as elasticidades de distintas variables como os salarios ou activos, o nivel de desenvolvemento do país e etc. Por tanto, non podemos afirmar nada de xeito categórico, dependendo os resultados do caso concreto que estudemos.

En canto a relación da **actividade financeira coa desigualdade na renda no largo prazo**, podemos observar que non existe unha idea clara acerca de si o desenvolvemento económico e financeiro favorecen ou non a redución da desigualdade económica. A pesar de que a maioría da literatura apunta cara unha relación negativa entre desenvolvemento financeiro e desigualdade (vía do crecemento, redistribución da renda ou acceso ó crédito para os de menor renda para que invistan en educación, inversións con altos retornos esperados, etc.), existe algún traballo que non ve tan clara esta relación. Adicionalmente, atopamos unha teoría que trata de conciliar as ideas anteriores, a teoría de U-Shaped, que sostén que os efectos da actividade financeira na desigualdade serán maiores, canto maior sexa o grado de desenvolvemento dunha economía. A pesar de que esta teoría goza de moitos adeptos, existen outros autores que non encontran resultados acordes con esta teoría. Sen embargo, a pesar de reducir ou non a brecha entre ricos e pobres, o **que si se parece entrever a literatura dun xeito maioritario, é que o nivel de renda e riqueza dos fogares de menores recursos, aumenta co desenvolvemento económico e financeiro**; e independentemente de que o ritmo de crecemento dos recursos deste colectivo sexa maior ou menor que os dos máis ricos, o crecemento dos recursos dos de menores posibles, é un dato moi positivo.

**En canto á relación entre actividade financeira e desigualdade no consumo**, vemos que a relación entre estas variables, cobra unha gran importancia. A **actividade financeira pode favorecer** a redución na desigualdade dun xeito notorio, porque pode permitir ós consumidores non depender tanto da súa renda e acceder en maior medida ó crédito, repartir o seu consumo ó longo da vida, usar un maior número de colaterais, permite consumir imitando ós grupos de referencia, etc. Mesmo pode permitir reducir as desigualdades no consumo cando as desigualdades na renda e riqueza se están incrementando, o que constata o papel “amplificador” que exerce o sistema financeiro. Sen embargo, **a actividade financeira tamén pode ter consecuencias negativas**, xa que o sobre-endebedamento, pode causar unha debilidade financeira que pode derivar en inestabilidades financeiras moi importantes para os fogares, sobre todo para os de menores recursos, xa que soen ser os que maior proporción de débeda teñen, e por tanto, os máis fráxiles. Por outra parte, debemos tamén considerar como esta expansión económica pode afectar á inflación, xa que isto pode afectar á desigualdade no consumo.

Unha vez analizada a literatura, **e vista esa certa ambigüidade nas conclusións**, agora pasaremos a ver como a actividade financeira afecta ás desigualdade para o caso das economías europeas.

Comezando coa **análise empírica**, se comparamos os nosos resultados para o caso de países industrializados europeos, cos obtidos por Beck et al para o caso de países de distinto nivel de desenvolvemento, vemos que os resultados presentan certas diferenzas. Beck et al (2007) encontra que a desigualdade na renda ven explicada nun 40% polo impacto que ten nela a actividade financeira, mentres que un 60% é derivado do impacto que a actividade financeira ten no crecemento económico, e este á súa vez na desigualdade. En cambio, no noso estudo, vemos a **actividade/desenvolvemento financeiro non ten influencia na desigualdade máis alá da que exerce polas variables de crecemento económico** a través dos canais da composición de ingresos e de ganancias heteroxéneas, mostrando que a actividade financeira non exerce influencia directamente na desigualdade.

Dadas as diferenzas anteriores, ampliamos o noso estudo respecto ó que realiza Beck et al. (2007). A principal conclusión que obtivemos é que, a principal variable para explicar a desigualdade na renda, é o nivel de emprego e o crecemento salarial. Adicionalmente, temos que dicir que estas variables presentan un **comportamento asimétrico**, pois en períodos de crecemento, incrementase a desigualdade, sobre todo derivada de que, ante a redución do desemprego e a subida salarial, os que se aproveitan en maior medida das subidas dos sueldos, son os de maior renda, o que contribúe a incrementar a desigualdade. Pola contra, en períodos de recesión, o desemprego non ten moito poder explicativo nos primeiros anos en que comeza a incrementarse o paro, debido a que entran en xogo as coberturas otorgadas polos subsidios de desemprego que mitigan os efectos do desemprego, pero cando estes se terminan ou reducen o seu importe, o desemprego colle un alto poder explicativo, e a maior desemprego, maior desigualdade. Adicionalmente, mencionar que outras das variables que mostran unha certa importancia para explicar a desigualdade, aínda que menor cá das variables anteriores, é o gasto en educación, indicando que canto maior sexa a formación superior da poboación, menor desigualdade. Debemos destacar, que estes resultados van en consonancia con todos os indicadores de desigualdade empregados na análise, o que da robustez ó estudo.

Se agora **nos centramos nunha relación máis de longo prazo**, vemos que o mundo financeiro si que ten importancia directamente no risco de pobreza á través do desenvolvemento financeiro, o que xa se mostra en consonancia cos resultados colleitados



por Beck et al. (2007). Adicionalmente, observouse que a apertura comercial tamén tende a incrementar o risco de pobreza e exclusión social, sobre todo derivada das maiores vulnerabilidades ás que están expostas os países internacionalizados, tal e como podemos ver actualmente para o caso do “BREXIT”.

Se seguimos neste estudio das desigualdade na obtención de rendas no largo prazo, vemos que para o caso da economía europea, a teoría de U-Shaped, que sustiña que o efecto positivo do desenvolvemento financeiro, será maior canto maior desenvolvemento sexa a economía, no caso dos países europeos non se mostra de todo significativa. Para o caso de Beck et al. (2007), como recolle países de diversa índole, non podemos ratificar esta análise. Sin embargo, no caso do noso estudio, quen recolle países desenvolvidos, aínda que en distinto nivel, se segmentamos por PIB pc, vemos que, nos países de menor PIB real per cápita da mostra, que están en procesos medio/altos de desenvolvemento económico, esta teoría mostrase acertada. Sin embargo, no caso dos países máis desenvolvidos, esta teoría non ten relevancia.

Por último, outra conclusión adicional do noso traballo, que parece ir en consonancia con Beck et al (2007), é que a actividade financeira tamén xoga o seu papel na desigualdade da renda, a través do chamado “**acelerador financeiro**”. Isto pode verse en que os desempregados, que soen ser os de menor formación e de menor renda, verán reducido o grifo do crédito para emprender novos negocios que lle acarreen rendibilidade, e que lle permita mellorar a situación; mentres que os de maior renda terán maior acceso ó crédito para realizar inversións rentables, o que remarca esa desigualdade.

Se agora pasamos a analizar **a desigualdade no consumo** (variable que non analiza o estudio de Beck et al. (2007), vemos que a actividade financeira ten unha gran importancia á hora de explicar as desigualdades. O sistema financeiro amplifica os efectos da mellora de renda e do “efecto riqueza”, contribuindo a reducir as desigualdades en épocas de crecemento polas facilidades ó crédito. Pola contra, en épocas de recesión, o acelerador financeiro tamén amplifica as consecuencias negativas, xa que á xente, ó reduciroselle o valor dos colaterais, xunto coas peores expectativas de crecemento económico, ven cerradas as portas do crédito e, se teñen débedas e hipotecas nos colaterais, a renda dispoñible é aínda menor. Así, constatamos a importancia “amplificadora” do sistema financeiro, reducindo en maior medida as desigualdades no consumo en épocas de crecemento, e ampliando as desigualdades no consumo en épocas de recesión económica. Por tanto, vemos que **a actividade financeira inflúe na desigualdade económica indirectamente a través**

**das variables económicas, pero estas, por si soas teñen un peso reducido, e o que “amplifica” eses efectos, é o sector financeiro, constando así a influencia do “acelerador financeiro” na desigualdade no consumo.**

**Por último, vemos que no caso da desigualdade na renda, a actividade financeira non ten importancia directamente, mentres que no caso da desigualdade no consumo si.** Isto fai que no caso do consumo, **a actividade financeira actúe de “acelerador financeiro”** amplificando os efectos que exerce a actividade económica no consumo, mentres que no caso da renda, non exerce ese papel amplificador. **Isto pode dar lugar a que a evolución da desigualdade no consumo sexa independente á evolución da desigualdade na renda.** Isto foi ratificado para o caso da economía Española, onde, ó igual cá literatura existente, constatamos que, en períodos de crecemento económico e expansión crediticia, as desigualdades na renda creceron (motivadas, previsiblemente, polo maior aproveitamento do crecemento salarial dos máis ricos), mentres que as desigualdades no consumo mantiveronse estables gracias ó acceso ó crédito e a acumulación de débeda, tal e como apuntaba a literatura.

**Por tanto, como colorario final, observamos que, no caso dos países europeos, a actividade financeira ten influencia indirecta na desigualdade da renda e riqueza. Isto choca co estudo de Beck et al (2007), quenes encontraban tamén, para países de distinto nivel de desenvolto, efectos directos no caso da desigualdade na renda. Por último, no caso da desigualdade no consumo, vemos que a actividade financeira exerce influencia directa e indirecta, o que pode povocar que desigualdade no consumo poida evolucionar de xeito distinto a como o fai a desigualdade na renda.**

## Bibliografía

- Aghion, P. e Bolton, P. (1997). A theory of trickle-down growth and development. *Review of Economic Studies*, 64, 151-172. Extraído o 19/03/2016 de <http://web.a.ebscohost.com/accedys.udc.es/ehost/pdfviewer/pdfviewer?vid=3&sid=71344148-e50b-4656-a6a4-c1f7031b9d20%40sessionmgr4001&hid=4101>
- Albanesi, S. (2007). Inflation and inequality. *Journal of Monetary Economics* 54(4),1088-1114.
- Annual Macro-Economic Database, AMECO, (2016). [http://ec.europa.eu/economy\\_finance/db\\_indicators/ameco/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/economy_finance/db_indicators/ameco/index_en.htm)
- Aperguis, N. e Miller, S. M. (2006). Consumption asymmetry and the stock market: Empirical evidence. *Economics Letters*, 93 (3), 337-342. DOI: 10.1016/j.econlet.2006.06.002. Extraído o 16/06/2015 de <http://www.sciencedirect.com/accedys.udc.es/science/article/pii/S0165176506001996>
- Armario, M. E. (1993). *Marketing*. Barcelona: Ariel.
- Ashley, R. (2006). Growth may be good for the poor, but decline is disastrous: On the non-robustness of the Dollar-Kray result. *International Review of Economics & Finance*, 17 (2), 333-338. Extraído o 15/02/2016 de <http://www.sciencedirect.com/accedys.udc.es/science/article/pii/S1059056007000822>
- Banco de España (2016). <http://www.bde.es/bde/es/>
- Banco de Pagos Internacionales (2010). Basilea III: Marco regulador global para reforzar los bancos y sistemas bancarios. Extraído o 09/01/2016 de <http://www.lamoncloa.gob.es/espana/eh14/economia/Documents/BASILEA%20III.pdf>
- Banco Mundial (2016). <http://www.bancomundial.org/>
- Barba, A. y Pivetti, M. (2009). Rising household debt: Its causes and macroeconomic implications – a long-period analysis. *Cambridge Journal of Economics*, 33 (1),

113-137. Extraído o día 16/12/2015 de <https://aldobarba.files.wordpress.com/2011/07/cje.pdf>

Bayoumi, T. (1993). Financial deregulation and consumption in the United Kingdom. *The Review of Economics and Statistics*, 75 (3), 536-539. Extraído o 16/12/2015 de <http://web.b.ebscohost.com/accedys.udc.es/ehost/pdfviewer/pdfviewer?vid=5&sid=19a18220-4e0a-40fa-9ff4-6db3189f3204%40sessionmgr198&hid=106>

Beck, T., Demirgüç-Kunt, A. e Levine, R. (2007). Finance inequality and the poor. *Journal of Economic Growth*, 12(1), 27-49. DOI 10.1007/s10887-007-9010-6. Extraído o 24/09/2015 de <http://link.springer.com/accedys.udc.es/article/10.1007/s10887-007-9010-6>.

Beegle, K., Dehejia, R. e Garri, R. (2003). *Child labor, crop shocks and credit constraints*. National Bureau of Economic Research, Working Paper No. 10088. Extraído o 24/12/2015 de <http://www.csae.ox.ac.uk/conferences/2004-GPRAHDIA/papers/4a-BeegleGattiDehejia-CSAE2004.pdf>

Bernake, B. S. (2007). *The Financial Accelerator and the Credit Channel* (Conferencia do 15 de Junio de 2007, At the The Credit Channel of Monetary Policy in the Twenty-first Century Conference Federal Reserve Bank of Atlanta, Atlanta, Georgia). Extraído o 09/01/2016 de <http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20070615a.htm>

Bernake, B. S. e Gertler, M. (1995). Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Policy Transmission. *Journal of economic Perspectives*, 9 (4), 27-48. Extraído o 09/01/2016 de [http://web.calstatela.edu/faculty/rcastil/ECON\\_435/Bernanke.pdf](http://web.calstatela.edu/faculty/rcastil/ECON_435/Bernanke.pdf)

Biagi, F. e Lucifora, C. (2008). Demographic and education effects on unemployment in Europe. *Labour Economics*, 15 (5), 1076-1101. DOI: 10.1016/j.labeco.2007.09.006. Extraído o 16/02/2016 de <http://www.sciencedirect.com/accedys.udc.es/science/article/pii/S0927537107000929>

Bjornland, J. C. e Jacobsen, D. H. (2013). House Prices and Stock Prices: different roles in the US Monetary Transmission Mechanism. *The Scandinavian Journal of Economics*, 115(4), 1084-1106. DOI: 10.1111/sjoe.12031. Extraído o 24/03/2016 de <http://web.a.ebscohost.com/accedys.udc.es/ehost/pdfviewer/pdfviewer?vid=23&sid=244faf0c-0745-4e6e-8897-2ec513170d82%40sessionmgr4009&hid=4214>

- Blanchard, O., Amighini, A. e Giavazzi, F. (2012). *Macroeconomía*. Madrid: Pearson.
- Bostic, R., Gabriel, S. e Painter, G. (2009). Housing wealth, financial wealth and consumption: New evidence from micro data. *Regional Science and Urban economics*, 39, 79-89. Extraído o 24/11/2015 de [http://ac.els-cdn.com/S016604620800063X/1-s2.0-S016604620800063X-main.pdf?\\_tid=985d3fba-bc76-11e5-9f12-0000aacb361&acdnat=1452965505\\_dd2c706dd1b7fd941b6beca0e9098578](http://ac.els-cdn.com/S016604620800063X/1-s2.0-S016604620800063X-main.pdf?_tid=985d3fba-bc76-11e5-9f12-0000aacb361&acdnat=1452965505_dd2c706dd1b7fd941b6beca0e9098578)
- Brayton, F. e Tinsley, P. (1996). *A Guide to FRB/US*. A Macroeconomic Model of the United States. Macroeconomic and Quantitative Studies of División of Research and Statics Federal Reserve Board. Extraído o 16/11/2015 de <http://www.federalreserve.gov/pubs/feds/1996/199642/199642pap.pdf>
- Brown, C. (2004). Does income distribution matter for effective demand? Evidence from the United States. *Review of Political Economy*, 16 (3), 291-307. Extraído o 15/12/2015 de <http://web.a.ebscohost.com.accedys.udc.es/ehost/pdfviewer/pdfviewer?vid=5&sid=0c4b3c9e-677f-4c33-9aa1-f27e8812a45f%40sessionmgr4001&hid=4209>
- Brown, C. (2007). Financial engineering, consumer credit and the stability of effective demand. *Journal of Post Keynesian Economics*, 29 (3), 427-450. Extraído o 16/12/2015 de <http://web.b.ebscohost.com.accedys.udc.es/ehost/pdfviewer/pdfviewer?vid=29&sid=19a18220-4e0a-40fa-9ff4-6db3189f3204%40sessionmgr198&hid=106>
- Buiter, W. (2008). *Housing Wealth isn't Wealth*. National Bureau of Economic Research, Working Paper No. 14204. Extraído o 16/12/2016 de <http://www.nber.org.accedys.udc.es/papers/w14204.pdf>
- CaixabankResearch (2013). Política monetaria ultralaxa: efectos redistributivos. (Informe 374). Extraído o 23/09/2015 de <http://www.caixabankresearch.com/documents/10180/70102/IM+374+DICIEMBRE+2013+CAST.pdf/a845bc81-08a1-4d8e-a1d2-256a1e41ce7d>
- Calomiris, Ch., Longhofer, SI D. e Miles, W. (2009). The (mythical?) housing wealth effect. NBER Working Paper Series, Working Paper No. 15075. Extraído o 17/01/2016 de <http://www.nber.org.accedys.udc.es/papers/w15075.pdf>
- Camera, G. e Chien G. (2014). Understanding the distributional impact of Long-Run Inflation. *Journal of Money, Credit and Banking*, 46 (6), 1137-1170. Extraído o 10/06/2015 de

<http://web.a.ebscohost.com.accedys.udc.es/ehost/pdfviewer/pdfviewer?vid=28&sid=244faf0c-0745-4e6e-8897-2ec513170d82%40sessionmgr4009&hid=4214>

- Carpenter, S. B. e Rodgers, W. M. (2005). The Disparate Labor Market Impacts of Monetary Policy. *Labor History*, 46 (1), 57-77. Extraído o 16/02/2016 de <http://web.a.ebscohost.com.accedys.udc.es/ehost/pdfviewer/pdfviewer?sid=817cea58-ac95-44c6-ad2d-24eed940e697%40sessionmgr4008&vid=0&hid=4214>
- Carroll, C. (2004). *Housing Wealth and Consumption Expenditure*. Working Paper for the Board of Governors of the Federal Reserve System. Extraído o 24/12/2016 de <http://www.econ2.jhu.edu/people/ccarroll/papers/FedHouseWealthv2.pdf>
- Case, K.E., Quigley, J.M. y Shiller, R.J. (2005). Comparing wealth effects: The stock market versus the housing market. *Advances in Macroeconomics*, 5 (1), 1-34. Extraído o 24/11/2015 de <http://urbanpolicy.berkeley.edu/pdf/CQSAAdvMacro2005Web.pdf>
- CBO (2011). Trends in the distribution of household income between 1979 e 2007. (Informe do Congressional Budget Office on the congress of the United States, publicado en outubro de 2011). Extraído o 20/04/2015 de <http://cbo.gov/sites/default/files/cbofiles/attachments/10-25-HouseholdIncome.pdf>
- Cecchetti, S. G. (2008). *Money, Banking and Financial Markets*. Nueva York: McGraw-Hill.
- Clarke, G.R., Xu, L. C. e Zou, H. (2006). Finance and Income Inequality: What Do the Data Tell Us? *Southern Economic Journal*, 72 (3), 578-596. Extraído de <http://web.a.ebscohost.com.accedys.udc.es/ehost/pdfviewer/pdfviewer?vid=3&sid=899f725d-4d30-44a5-a30c-8e002bc0e2b4%40sessionmgr4006&hid=4114>
- Coibion, O., Gorodnichenko, Y., Kueng, L. e Silvia, J. (2012). Innocent bystanders? Monetary policy and inequality in the U.S. *Working paper 18170 de National Bureau of economic research*. Extraído o 26/06/2015 de <http://www.nber.org/papers/w18170.pdf>.
- Cysne, R.P., Maldonado, W.L. e Monteiro, P. K. (2005). Inflation and income inequality: A shopping-time approach. *Journal of Development Economics*, 78, 516-528. Extraído o 06/06/2015 de <http://www.sciencedirect.com.accedys.udc.es/science/article/pii/S030438780500611>
- De La Dehesa, G. (2009). *La primera gran crisis financiera del siglo XXI*. Madrid: Alianza editorial.

- Delis, M. D., Hasan, I. e Kazakis, P. (2014). Bank Regulations and Income Inequality: Empirical Evidence. *Review of finance*, 18, 1811-1846. Extraído o 16/10/2015 de [http://sfx.bugalicia.org.accedys.udc.es/aco/cgi/core/sfxresolver.cgi?tmp\\_ctx\\_svc\\_id=1&tmp\\_ctx\\_obj\\_id=1&service\\_id=1000000000001348&request\\_id=1416404&multilanguage\\_language\\_code=spa](http://sfx.bugalicia.org.accedys.udc.es/aco/cgi/core/sfxresolver.cgi?tmp_ctx_svc_id=1&tmp_ctx_obj_id=1&service_id=1000000000001348&request_id=1416404&multilanguage_language_code=spa)
- Denk, O. e Cournède, B. (2015). Finance and income inequality in OECD Countries. OEDC Economics Department Working Papers, No. 1224, OECD Publishing, Paris.
- Dhejia, R. H. e Garri R. G. (2003). Child Labor: The Role of Income Variability and Credit Constraints Across countries. Revisión of NBER Working Paper No. 9018. Extraído o 19/03/2016 de [http://users.nber.org/~rdehejia/papers/dehejia\\_gatti.pdf](http://users.nber.org/~rdehejia/papers/dehejia_gatti.pdf)
- Disney, R., Henley, A. e Jevons, D. (2002). House price shocks, negative equity and household consumption in the UK in the 1990s. Extraído o 03/01/2016 de <http://repec.org/res2002/Disney.pdf>
- Doepke, M. e Schneider, M. (2006). Inflation and the redistribution of Nominal Wealth. *Journal of Political economy*, 114 (6), 1069-1097. Extraído o 06/06/2015 de [http://faculty.wcas.northwestern.edu/~mdo738/research/Doepke\\_Schneider\\_JP\\_E\\_06.pdf](http://faculty.wcas.northwestern.edu/~mdo738/research/Doepke_Schneider_JP_E_06.pdf)
- Doepke, M. e Schneider, M. (2006b). *Inflation as a redistribution Shock: Effects on Aggregates and Welfare*. Working Paper No. 12319, Cambridge: Nber. Extraído o 09/01/2016 de <http://www.nber.org/papers/w12319>
- Dollar, D. e Kraay, A. (2002). Growth is good for the poor. *Journal of economic Growth*, 7, 195-225. Extraído o 23/09/2015 de <http://link.springer.com.accedys.udc.es/article/10.1023/A%3A1020139631000>
- Duesenberry, J.S. (1972). *La renta, el ahorro y la teoría del comportamiento de los consumidores* (Julio Cerón Ayuso, trad.). Madrid: Alianza Universidad (Obra original publicada en 1949).
- Dynan, K. E. e Maki, D. M. (2001). Does Stock Market Wealth Matter for Consumption? *The Federal Reserve Board Workings Papers*, pp. 2001-2023. Extraído o 12/01/2016 de <https://www.federalreserve.gov/pubs/feds/2001/200123/200123pap.pdf>
- Easterly, W. e Fischer, S. (2001). Inflation and the poor. *Journal of Money, Credit and Banking*, 33 (2), 160-178. Extraído de

<http://web.a.ebscohost.com.accedys.udc.es/ehost/pdfviewer/pdfviewer?vid=31&sid=244faf0c-0745-4e6e-8897-2ec513170d82%40sessionmgr4009&hid=4214>

Erosa, A. e Ventura, G. (2002). On inflation as a regressive consumption Tax. *Journal of Monetary Economics*, 49 (4), 160-178. Extraído o 21/09/2015 de [http://sfx.bugalicia.org.accedys.udc.es/aco/cgi/core/sfxresolver.cgi?tmp\\_ctx\\_svc\\_id=1&tmp\\_ctx\\_obj\\_id=1&service\\_id=3840000000000008&request\\_id=1416376&multilanguage\\_language\\_code=spa](http://sfx.bugalicia.org.accedys.udc.es/aco/cgi/core/sfxresolver.cgi?tmp_ctx_svc_id=1&tmp_ctx_obj_id=1&service_id=3840000000000008&request_id=1416376&multilanguage_language_code=spa)

Eurostat (2016). <http://ec.europa.eu/eurostat>

Expansión (2016). Día 19/ 07 / 2016. EL FMI rebaja su previsión de crecimiento para España en 2017 al 2.1% por el “BREXIT”. Extraído o 20/07/2016 de <http://www.expansion.com/economia/2016/07/19/578e22ae46163f455d8b466e.html>

Extraído o 09/01/2016 de <http://www.oecd-ilibrary.org/docserver/download/5js04v5jm2hl.pdf?expires=1469302649&id=id&accname=quest&checksum=EF513036BE6FFB2A549EEBE70C82364A>

Extraído o 10/06/2015 de <http://web.a.ebscohost.com.accedys.udc.es/ehost/pdfviewer/pdfviewer?vid=47&sid=244faf0c-0745-4e6e-8897-2ec513170d82%40sessionmgr4009&hid=4214>

Extraído o 14/06/2015 de <http://www.sciencedirect.com.accedys.udc.es/science/article/pii/S0304393206002121>

FED (2014). Changes in U.S. Family Finances from 2010 to 2013: Evidence from the Survey of consumer Finances. *Federal Reserve Bulletin*, 100 (4). Extraído o 26/09/2015 de <http://www.federalreserve.gov/pubs/bulletin/2012/pdf/scf12.pdf>

Figueroa, A. (2011). Income inequality and credit markets. *CEPAL Review*, 105, 37-51. Extraído o 09/01/2016 de <http://repositorio.cepal.org/bitstream/handle/11362/11536/1050370511.pdf>

Foster, J. B. e Magdoff, H. (2000) Working class households and the burden of debt. *Monthly Review*, 52 (1), 1-11. Extraído o 16/12/2016 de <http://monthlyreview.org/2000/05/01/working-class-households-and-the-burden-of-debt/>

Friedman, M. (1957). *Theory of the Consumption Function*. Precenton: Pricenton University Press. Extraído unha parte, o día 16/10/2015 de <http://press.princeton.edu/chapters/s978.pdf>



- Galindo Martín, M. A. (2008). La crisis económica estadounidense. *Boletín económico de ICE*, 2946, 13-22. Extraído o 24/01/2014 de [http://www.revistasice.com/cache/pdf/BICE\\_2946\\_13-22\\_FC80BC656A5098E0F85B9445B87E0656.pdf](http://www.revistasice.com/cache/pdf/BICE_2946_13-22_FC80BC656A5098E0F85B9445B87E0656.pdf)
- Galor, O. e Moav, O. (2004). From physical to human capital accumulation: Inequality and the process of development. *Review of Economic Studies*, 71, 1001-1026. Extraído o 19/03/2016 de <http://web.a.ebscohost.com/accedys.udc.es/ehost/pdfviewer/pdfviewer?vid=10&sid=71344148-e50b-4656-a6a4-c1f7031b9d20%40sessionmgr4001&hid=4101>
- Goldsmith, R. W. (1969). *Financial Structure and development*. New Haven: Yale University Press.
- Greenwood, J. e Jovanovic, B. (1990). Financial development, growth and the distribution of income. *Journal of Political Economy*, 98, 1076-1107. Extraído de <http://web.a.ebscohost.com/accedys.udc.es/ehost/pdfviewer/pdfviewer?vid=18&sid=71344148-e50b-4656-a6a4-c1f7031b9d20%40sessionmgr4001&hid=4101>
- Gu, X. e Juang, B. (2014). Does inequality lead to a financial crisis? Revisited. *Review of development economics*, 18(3), 202-516. Doi 10.1111/rode.12099. Extraído o 18/06/2015 de <http://web.a.ebscohost.com/accedys.udc.es/ehost/pdfviewer/pdfviewer?vid=6&sid=244faf0c-0745-4e6e-8897-2ec513170d82%40sessionmgr4009&hid=4214>
- Héricourt, J. e Bazillier, R. (2011). The circular relationship between inequality, leverage and financial crises: intertwined mechanisms and competing evidence. *CEPII Working Paper*. Extraído o 06/05/2015 de [http://www.cepii.fr/PDF\\_PUB/wp/2014/wp2014-22.pdf](http://www.cepii.fr/PDF_PUB/wp/2014/wp2014-22.pdf).  
<http://web.a.ebscohost.com/accedys.udc.es/ehost/pdfviewer/pdfviewer?vid=39&sid=244faf0c-0745-4e6e-8897-2ec513170d82%40sessionmgr4009&hid=4214>
- Iacoviello, M. (2008). Household debt and income inequality, 1963-2003. *Journal of Money, Credit and Banking*, 40 (5), 929-965. Extraído o 16/12/2015 de <http://web.b.ebscohost.com/accedys.udc.es/ehost/pdfviewer/pdfviewer?vid=18&sid=19a18220-4e0a-40fa-9ff4-6db3189f3204%40sessionmgr198&hid=106>
- INE (2016). <http://www.ine.es/>
- Jacoby, H. (1994). Borrowing constraints and progress through school: Evidence from Peru. *Review of Economics and Statistics*, 76, 151-160.
- Jacoby, H. e Skoufias, E. (1997). Risk, financial markets and human capital. *Review of Economic Studies* 64, 311-355. Extraído o 24/04/2016 de

<http://web.b.ebscohost.com/accedys.udc.es/ehost/pdfviewer/pdfviewer?vid=13&sid=2d574ef5-f070-403c-9d7b-4fbd46a577%40sessionmgr113&hid=125>

Japelli, T. y Pagano, M. (1989). Consumption and capital market imperfections: An international comparison. *The American Economic Review*, 79 (5), 1088-1105.

Extraído o 16/12/2016 de <http://web.b.ebscohost.com/accedys.udc.es/ehost/pdfviewer/pdfviewer?vid=10&sid=19a18220-4e0a-40fa-9ff4-6db3189f3204%40sessionmgr198&hid=106>

Kakwani, N. (1993). Poverty and economic growth with application to Cote d'Ivoire.

*Review of Income and Wealth*, 39, 121-139. Extraído o 20/05/2015 de <http://web.a.ebscohost.com/accedys.udc.es/ehost/pdfviewer/pdfviewer?vid=21&sid=3fe8a836-6d36-49c2-b7a2-22e862384bc3%40sessionmgr4004&hid=4206>

Kindleberger, Charles P. (2012) *Manías, Pánicos y Cracs*. Barcelona: Ariel Sociedad Económica.

King, R. e Levine, R. (1993). Finance and growth: Schumpeter might be right. *Quarterly Journal of Economics*, 108 (3), 31-77.

Extraído o 26/04/2015 de <http://web.b.ebscohost.com/accedys.udc.es/ehost/pdfviewer/pdfviewer?vid=4&sid=3cf0366d-acc-4319-80a9-8fe720912f35%40sessionmgr104&hid=116>

Krueger, D. e Perri, F. (2006) "Does Income Inequality Lead to Consumption Inequality? Evidence and Theory." *Review of Economic Studies*, 73, 163–94.

Extraído o 16/12/2015 de <http://web.b.ebscohost.com/accedys.udc.es/ehost/pdfviewer/pdfviewer?vid=21&sid=19a18220-4e0a-40fa-9ff4-6db3189f3204%40sessionmgr198&hid=106>

Krugman, P. (2012). ¡Acabad ya con esta crisis! Barcelona: Crítica.

Krugman, P., Obstfeld, M. e Melitz, M. (2012). *Economía internacional. Teoría y practica*. Madrid: Pearson.

Kumhof, M. e Ranciere, R. (2010). Inequality, leverage and crises. *IMF Working Papers*.

Extraído o 16/07/2015 de <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2010/wp10268.pdf>

Kunznets, S. (1955). Economic Growth and Income Inequality. *The American Economic Review*, 45 (1), 1-28.

Extraído o 26/12/2015 de <http://web.a.ebscohost.com/accedys.udc.es/ehost/pdfviewer/pdfviewer?vid=5&sid=ba8f6a75-1a97-465e-b212-107acce5ad03%40sessionmgr4001&hid=4101>

Ledoit, O. (2009). The redistributive Effects of Monetary Policy. *Institute for empirical research in Economics*.

Extraído o 24/05/2015 de [http://www.hec.unil.ch/documents/sem\\_ibf/Ledoit.pdf](http://www.hec.unil.ch/documents/sem_ibf/Ledoit.pdf)

- Leon, M. e Flores, R. (2012). Consumption and housing wealth breakdown of the effect of a rise in interest rates. *Applied economics*, 44, 2091-2110. Extraído o 20/05/2015 de <http://web.a.ebscohost.com/accedys.udc.es/ehost/pdfviewer/pdfviewer?sid=f12237c7-d7c7-4045-bba2-caf14cbe367c%40sessionmgr4008&vid=0&hid=4214>
- Levine, R. (1997). Financial development and economic growth: Views and agenda. *Journal of Economic Literature*, 35, 688-726. Extraído o 19/01/2016 de <http://web.b.ebscohost.com/accedys.udc.es/ehost/pdfviewer/pdfviewer?vid=3&sid=aaeada4d-1267-44b6-937c-631c75b78ca2%40sessionmgr120&hid=110>
- Ludvigson, S., Steindel, Ch. e Lettau, M. (2002). Monetary Policy Transmission through the consumption-Wealth Channel. *Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review*, 8 (1), 117-133. Extraído o 17/01/2016 de <http://web.b.ebscohost.com/accedys.udc.es/ehost/pdfviewer/pdfviewer?sid=81d37c39-2713-4682-a8b5-10259aa97d6c%40sessionmgr101&vid=0&hid=116>
- Lustig, H. e Van Nieuwerburgh, S. G. (2005). Housing Collateral, Consumption Insurance and Risk Premia: An Empirical Perspective. *The Journal of Finance*, 60 (3), 1167-1219. Extraído o 12/11/2015 de <http://web.a.ebscohost.com/accedys.udc.es/ehost/pdfviewer/pdfviewer?sid=594471de-5608-405f-8b80-e780b7534818%40sessionmgr4008&vid=0&hid=4114>
- MacDonald, G., Mullineux, A. e Sensarma, R. (2011). Asymmetric effects of interest rate changes: the role of the consumption-wealth channel. *Applied Economics*, 43, 1991-2001. Extraído o 21/07/2015 de <http://web.a.ebscohost.com/accedys.udc.es/ehost/pdfviewer/pdfviewer?vid=20&sid=244faf0c-0745-4e6e-8897-2ec513170d82%40sessionmgr4009&hid=4214>
- Manrique, J. y Ojah, K. (2004). Credits and non-interest rate determinants of loan demand: a Spanish case study. *Applied Economics*, 36 (8), 781-791. Extraído o día 16/12/2015 de <http://web.b.ebscohost.com/accedys.udc.es/ehost/pdfviewer/pdfviewer?vid=8&sid=19a18220-4e0a-40fa-9ff4-6db3189f3204%40sessionmgr198&hid=106>
- Meh, C. A. e Terajima, Y. (2011). Inflation, nominal portfolios and wealth redistribution in Canada. *Canadian Journal of Economics*, 44(4), 1369-1402. Extraído o 06/06/2015 de
- Meh, C. A., Rios-Rull, J. V. e Terajima, Y. (2010). Aggregate and welfare effects of Redistribution of Wealth under Inflation and Price-Level targeting. *Journal of Monetary Economics*, 57 (6), 637-652. Extraído o 10/01/2016 de

<http://www.sciencedirect.com.accedys.udc.es/science/article/pii/S030439321000474>

- Mincer, J. (1991). *Education and Unemployment*. NBER Working Paper No. 3838. Extraída o 19/01/2016 de <http://www.nber.org/papers/w3838.pdf>
- Niño-Becerra, S. (2013). *Diario del Crash*. Barcelona: Libros del Lince.
- OCDE (2016). <http://www.oecd.org/>
- Paz, G. e Sánchez, J.M. (2014). Household Debt and Consumption Inequality: The Spanish Case. *Economies*, 2 (3), 147-170. Extraída de <http://www.mdpi.com/2227-7099/2/3/147>
- Perugini, C., Hölscher, J. e Collie, S. (2015). Inequality, credit and financial crises. *Cambridge Journal of economics*, 40(1), 227-257. Doi 10.1093/cje/beu075. Extraído o 11/02/2015 de <http://cje.oxfordjournals.org.accedys.udc.es/content/40/1/227.full.pdf+html?sid=3add195b-7ee4-4df7-9eef-a26c3c924c1e>
- Pichette, L. e Tremblay, D. (2003). *Are Wealth Effects Important for Canada?* Bank of Canada Working Paper No. 2003-30. Extraído o 14/11/2015 de <http://www.bankofcanada.ca/wp-content/uploads/2010/02/wp03-30.pdf>
- Piñeiro, C. e De Llano, P. (2010). *Dirección financiera: un enfoque centrado en valor y riesgo*. Madrid: Delta Publicaciones.
- Rajan (2010). *Fault Lines: How Hidden Fractures Still Threaten the World Economy*. Princeton : Princeton University Press, 2010.
- Romer, Ch. D. and Romer, D. H. (1999). Monetary Policy and the Well-Being of the Poor. *Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Review*, 84(1), 21-49. Extraído o 19/01/2016 de <http://web.a.ebscohost.com.accedys.udc.es/ehost/pdfviewer/pdfviewer?sid=ae9c105-b86d-489c-8797-adebf56212b7%40sessionmgr4007&vid=0&hid=4214>
- Rubin, A. e Seguel, D. (2015). The effects of economic growth on income inequality in the US. *Journal of Macroeconomics*, 45, 258-273. Extraído o 09/01/2016 de <http://www.sciencedirect.com.accedys.udc.es/science/article/pii/S0164070415000701>
- Saiki, A. e Frost, J. (2014). Does unconventional monetary policy affect inequality? Evidence from Japan. *Applied Economics*, 46 (36), 4445-4454. Extraído o 20/05/2015 de <http://web.a.ebscohost.com.accedys.udc.es/ehost/pdfviewer/pdfviewer?sid=8f077ba2-2ef6-40c9-8ed9-deaeb68abc17%40sessionmgr4008&vid=0&hid=4214>
- Schneider, M. (2014). Redistribution effects of inflation. *Journal of Economic Dynamics & Control*, 49, 49-51. Extraído o 10/01/2016 de

<http://www.sciencedirect.com/accedys.udc.es/science/article/pii/S0165188914002590>

Seguino, S. (2011). Financialization, distribution and inequality. *Working paper presentado na Universidade de Vermont*. Extraído o 26/05/2015 de <https://www.uvm.edu/~sseguino/pdf/Finance.pdf>

Sierminska, E. e Takhtamanova, Y. (2007). Disentangling the Wealth Effect: Some International Evidence. *Federal Reserve Bank of San Francisco Economic Letter*, 2007(2), 1-4. Extraído o 24/12/2015 de <http://www.frbsf.org/economic-research/files/el2007-02.pdf>

Siokis, F. M. (2005). Policy transmission and the consumption-wealth channel. *Applied Financial Economics Letters*, 1 (6), 349-353. DOI: 10.1080/17446540500393716. Extraído o 17/01/2016 de <http://www.tandfonline.com/accedys.udc.es/doi/abs/10.1080/17446540500393716>

16

Stiglitz, J.E. (2012). *El precio de la desigualdad*. Madrid: Santillana.

The Heritage Foundation (2016). <http://www.heritage.org/index/explore?view=by-region-country-year>

UNU-WIDER, United Nations University (2016). <https://www.wider.unu.edu/download/WIID3.3>

Veblen, T. (2004). *Teoría de la clase ociosa* (Vicente Herrero, trad.). México: Fondo de Cultura Económica. (Obra original publicada en 1899).

Vela, C. e Bocigas, O. (1996). *Fundamentos de Marketing*. Madrid: Departamento de Publicaciones de la Universidad Pontificia de Comillas.

Williamson, S. D. (2008). Monetary policy and distribution. *Journal of Monetary Economics*, 55 (6), 1038-1056. Extraído o 10/06/2015 de <http://www.sciencedirect.com/accedys.udc.es/science/article/pii/S0304393208000974>

## Anexo

### Anexo I: Outras consideracións do efecto riqueza-acelerador financeiro

Como mencionabamos, a renda, o efecto riqueza e o acelerador financeiro tiñan unha gran importancia na desigualdade no consumo. En relación coas variables anteriores, vemos que unha das actuacións que cobra gran peso na desigualdade no consumo, son **as expansións ou restricións crediticias**. Ante unha expansión crediticia poden acceder ó crédito axentes que antes non podían, poden usarse máis activos como colateirais e etc. Por tanto, con esta expansión, os de menor renda poden acceder en maior medida ó crédito para consumir, e como estes axentes de menor renda soen os que posúen unha maior propensión ó consumo, esta expansión crediticia contribúe a reducir as desigualdades no consumo. Pola contra, os efectos das medidas orientadas cara unha restrición crediticia, empeoraría, **a priori**, os efectos da desigualdade, dado que provocaría os efectos opostos ós mencionados.

A maiores do anterior, outro aspecto da actividade económica que pode ter consecuencias na actividade financeira é **a inflación**. Se as distintas accións financeiras expansivas afectan á inflación, pode reducir o consumo por esta vía. A maiores, tal e como sinalabamos no canle da carteira, a inflación pode verse como un imposto único sobre as transaccións monetarias. Co fin de evadir este imposto, as persoas poden comprar a crédito si con isto conseguen menores custos (porque o crédito perde valor coa inflación) e se existen economías de escala nas compras, os que máis compran poden negociarlle o prezo, e asumir o custe da inflación o provedor. Tanto na compra a crédito como no caso das economías de escala, os que poden mellorar a situación son os de maior renda, porque os de menor capacidade económica teñen menor poder de negociación para créditos, prazos e etc (Erosa e Ventura, 2002).

Dado o anterior, vemos que segundo algúns autores, o mantemento da inflación en valores reducidos, pode ter efectos positivos para o consumo. Na mesma liña, **políticas de crédito restritivas**, que conleven uns maiores tipos de interese, non

teñen por que ser sempre malas para o consumo. Os altos tipos de interese poden xerar **expectativas** de menor inflación e, por tanto, caídas dos tipos de interese a longo e así incrementar o valor dos activos, e por tanto, aumentar o consumo MacDonald et al. (2011). Neste caso, para ver os efectos na desigualdade sobre o consumo, habería que ver quen posúe este tipo de activos. Como os que posúen este tipo de activos que aumentarán de valor soen ser os de maiores recursos, a pesares de que esa subida de intereses poida incrementar o consumo global, habería que analizar se se aumenta ou non a desigualdade. O **efecto queda indeterminado**, porque ante a subida dos precios dos activos, os máis beneficiados soen ser os de maior renda, pero esa estabilidade e boas expectativas poden favorecer outros aspectos, como o mercado do crédito, e por tanto, favorecer tamén ós de menores posibles económicos.

No **caso dos activos reais**, tamén é importante a **distribución entre a poboación das vivendas**, pero a maiores, **é importante considerar si esas vivendas teñen ou non hipoteca, e no caso de tela, cal é o valor da hipoteca en relación co prezo da vivenda**. Isto ven derivado de que si non se ten hipoteca, ou esta é baixa, ante aumentos de prezo das vivendas, podemos pedir unha maior cantidade de crédito usando a vivenda como colateral. De igual xeito, ante o freazo da economía, podemos manter o consumo, aumentando disposicións da hipoteca. Pola contra, se a vivenda está hipotecada, e o valor da hipoteca é elevado en relación ó valor da vivenda, os efectos sobre o consumo serían menores (De La Dehesa, G. (2009).

Por outra parte, é interesante ver se as vivendas están en mans dos de maior ou dos de menor renda, xa que se os que posúen as vivendas son os de maior renda, o incremento do prezo das vivendas non reduciría as desigualdades no consumo. Pola contra, se a poboación de menor renda ten vivendas en propiedade nunha proporción significativa, este incremento do prezo das vivendas pode traducirse nun maior consumo, e dada a maior proporción marxinal ó consumo dos de menor renda<sup>67</sup>, as desigualdades no consumo poderían reducirse.

A maiores, tamén é importante no caso do efecto sobre o consumo, considerar a **estrutura dos contratos hipotecarios**. Con isto referímonos a que naqueles países nos que os tipos de interese das hipotecas sexan variables, os cambios nos tipos de interese derivados de calquera actividade financeira, provocarán un efecto maior e

---

<sup>67</sup> Esta maior propensión marxinal do consumo dos de menor renda, soe vir recollida en moita literatura, en gran medida explicada pola lei dos rendementos marxinais decrecentes.

máis rápido sobre os fluxos de caixa dos fogares e sobre o custo de financiamento, mentres que se os préstamos hipotecarios son a tipo fixo, os efectos serán menores.

Sen embargo, non nos podemos esquecer do mencionado por Buitter (2008), quen sinala que para que a relaxación das restricións crediticias impacten no consumo, a propensión marxinal ó consumo debe diferir entre os axentes que están largos e cortos en vivenda. Isto pode vir xustificado porque, ante incrementos da renda derivada de políticas expansivas, dada a maior propensión marxinal ó consumo dos de menor renda, incrementase en maior medida o consumo dos de menor renda, e por tanto, reduciranse as desigualdades.

## Anexo II: Países utilizados no estudio

Os países que utilizamos **no estudio da renda** son:

**Táboa 32: Países utilizados no estudio empírico**

Austria*	Estonia	Iceland	Malta	Slovakia
Belgium*	Finland*	Ireland*	Netherlands*	Slovenia
Croatia	France*	Italy*	Norway	Spain*
Cyprus	Germany*	Latvia	Poland	Sweden*
Czech Republic	Greece*	Lithuania	Portugal*	Switzerland
Denmark*	Hungary	Luxembourg*	Romania	United Kingdom*

Fuente: Elaboración propia

Os países estudiados **no caso do consumo** son os marcados con \* no cadro anterior.

## Anexo III: Variables utilizadas

As variables utilizadas no estudio foron:

- **Variables explicadas:** para medir o grado de desigualdad da economía

**Táboa 33: variables explicadas utilizadas no estudio empírico**

Variable explicada	Fonte
Índice de Gin	Eurostat, Banco Mundial, OCDE e UNU-Wider
Índice S80/S20	Eurostat
Riesgo de pobreza e exclusión social	Eurostat
Participación nos ingresos do 20% máis pobre	Banco Mundial
Participación nos ingresos do 40% máis pobre	Banco Mundial

Fuente: Elaboración propia



- **Variables explicativas:** con elas permitenos explicar a desigualdade e tamén os canles polos que a actividade financeira

**Táboa 34: Variables explicativas e de control utilizadas no estudio empírico**

	Variable	Fonte
<b>Desarrollo financeiro</b>	Capitalización bursátil	Banco Mundial
	Valor añadido do sistema financeiro	Eurostat
	Inversión directa estranxeira	Banco Mundial
<b>Actividade financeira</b>	Credito internos ó sector privado	Banco Mundial
	Activos_reales	Eurostat
	M2	BCE e Banco Mundial
	Regulación financeira	The Heritage Foundation
	Aforro	Eurostat e OCDE
	Transferencias financieras	Eurostat
	Tipo de interés a tres meses	Eurostat
<b>Gasto en educación e formación</b>	Gasto en educación	Eurostat
	Gasto en educación inicial	Eurostat
	Inscripción en estudos superiores	Banco Mundial
	Inscripción en estudos superiores inicial	Banco Mundial
<b>Outras medidas de desigualdade utilizadas como explicativas</b>	Valor inicial do Índice de Gini	Eurostat, Banco Mundial, OCDE e UNU-Wider
	Valor inicial de S80/S20	Eurostat
	Valor inicial do risco de pobreza	Eurostat
	Valor inicial da participación do 20% máis pobre	Banco Mundial
	Gasto social	Eurostat
<b>Outras variables de control</b>	IPC	Banco Mundial
	PIB real per cápita <sup>68</sup>	Eurostat e Banco Mundial
	Desempleo	Banco Mundial
	Grado de sindicalización da economía	OCDE
	Ratio de dependencia da idade	Eurostat
	Crecemento da poboación	Eurostat
	Productividade total dos factores	AMECO
	Crecimiento salarial	Eurostat e OCDE

Fonte: Elaboración propia

<sup>68</sup> Os datos do PIB per cápita foron sacados de Eurostat, e como deflactor utilizou se o IPC do Banco Mundial, porque en Eurostat nos datos de IPC e IPC Armonizado faltaban bastantes observacións.