

---

# *Crecimiento económico y desigualdad: viejas y nuevas teorías, e implicaciones políticas*

## *Economic growth and inequality: old and new theories, and policy implications*

La distribución de la riqueza y del ingreso se ha vuelto más desigual en las economías desarrolladas desde los años 80. El debate académico sobre sus causas y sus implicaciones ha suscitado la emergencia de narrativas alternativas. Algunas narrativas han enfatizado en los mecanismos de carácter tecnológico. Otras narrativas han apuntado a factores de carácter institucional, como la regulación del mercado o la fiscalidad, que resaltan la naturaleza política de la desigualdad. En este artículo discutimos estas narrativas recientes, al calor de la relación entre crecimiento y desigualdad en la historia del pensamiento económico, y defendemos la necesidad de retomar una senda decidida de carácter redistributivo.

*Aberastasunaren eta diru-sarreraren banaketa desorekatuagoa bihurtu da garatutako ekonomietan 80ko hamarkadatik. Horien kausei eta inplikazioei buruzko eztabaida akademikoak narratiba alternatiboak sortzea eragin du. Narratiba batzuek izaera teknologikoko mekanismoak nabarmendu dituzte. Beste narratiba batzuek izaera instituzionaleko faktoreak aipatu dituzte, hala nola merkatuaren erregulazioa edo fiskalitatea, desberdintasunaren izaera politikoa nabarmentzen dutenak. Artikulu honetan narratiba hauek eztabaidatzen ditugu, pentsamendu ekonomikoaren historian hazkundearen eta desberdintasunaren arteko harremanaren testuinguruan, eta izaera birbanatzaileko bide irmoari berriro ekiteko beharra defendatzen dugu.*

Income and wealth distributions have grown more unequal in developed economies since the 1980s. The academic debate around the causes and consequences of these trends have stimulated the emergence of competing narratives. Some narratives emphasize technological mechanisms. Other narratives point towards institutional factors, like market regulation and taxation, which underline the political nature of inequality. In this paper, we discuss these narratives in light of the relationship between economic growth and inequality in the history of economic thought, and we call for the need to undertake a decisive path towards higher redistributive policies.

## Índice

1. Introducción
2. Tendencias de desigualdad del Ingreso y de la Riqueza
3. La relación entre crecimiento y desigualdad en la historia del pensamiento económico
4. Punto de inflexión: El capital en el siglo XXI, de Piketty
5. Narrativas recientes sobre la desigualdad
6. Conclusión. Desigualdad y Política Económica

### Referencias bibliográficas

**Palabras clave:** crecimiento, desigualdad, rentas del trabajo, distribución personal de la renta y de la riqueza, tecnología, instituciones, impuestos.

**Keywords:** growth, inequality, labor share, personal income and wealth distribution, technology, institutions, taxation.

Nº de clasificación JEL: E2, H2, O4, J3

Fecha de entrada: 09/06/2022

Fecha de aceptación: 16/06/2022

## 1. INTRODUCCIÓN

Las distribuciones de riqueza e ingreso se han vuelto más desiguales en la mayor parte de las economías desarrolladas, particularmente en las economías anglosajonas, donde los porcentajes de riqueza total e ingreso nacional acaparados por los ricos no han dejado de crecer desde los años 80. La discusión sobre esta tendencia y sus implicaciones de *policy* han condicionado el debate político, generando reacciones a ambos lados del espectro ideológico. Por un lado, desde el campo progresista se argumenta que la desigualdad es desproporcionada, económicamente injustificada y que por tanto requiere una respuesta redistributiva ambiciosa. Por otro, desde el lado más conservador de la arena política, la desigualdad es a veces vista como una consecuencia del funcionamiento rutinario de la economía de mercado, ante la cual la política puede responder a sus formas más extremas siempre y cuando la respuesta no lastre el desempeño económico, lo cual casi siempre excluye respuestas redistributivas mínimamente ambiciosas.

Un aspecto importante de este debate ha sido el papel relativo que la tecnología y la acumulación de capital físico han jugado en el impulso de la desigualdad, en comparación con las explicaciones que enfatizan en factores institucionales, como el aumento del poder de mercado de las grandes empresas, o la caída del poder de negociación de los sindicatos. Las mejoras en la tecnología, como los avances en automatización y digitalización, podrían haber aumentado la desigualdad, al remunerar sobre todo a los trabajadores con habilidades complementarias a las nuevas formas de capital, o expulsando a trabajadores de los procesos de producción. Sin embargo, al contribuir al aumento del crecimiento económico, no es evidente ex-ante que estos cambios tecnológicos sean perjudiciales en términos de bienestar agregado, especialmente si existen mecanismos eficaces de redistribución. De aquí en adelante, y aras de la simplicidad, llamaremos al conjunto de teorías que enfatizan el cambio tecnológico como motor de desigualdad «la narrativa tecnológica».

El avance tecnológico no es el único cambio con consecuencias distributivas de las últimas décadas. Existe una incipiente literatura que documenta una caída progresiva en el poder de negociación de los sindicatos desde los años 70, especialmente en los países anglosajones. Por otro lado, existe un amplio número de indicadores, como los márgenes empresariales o los índices de concentración empresarial, que indican un aumento generalizado del poder de mercado de las grandes corporaciones, lo cual también contribuye al aumento de la desigualdad. Finalmente, la progresividad fiscal ha caído en muchas economías, sobre todo como consecuencia de la disminución del gravamen sobre el capital.

Aunque los economistas discuten en qué medida estos cambios institucionales han sido más o menos idiosincráticos a ciertos países, es muy probable que hayan contribuido a una serie de tendencias transversales a muchas economías desarrolladas: el desacoplamiento entre salarios y productividad o el aumento de los valores bursátiles de empresas con una presencia global, entre otros. De aquí en adelante, llamaremos al conjunto de teorías de la desigualdad que enfatizan instituciones como los sindicatos, la estructura de mercado o los impuestos como «la narrativa institucional».

En contraste con los avances en tecnología, no es evidente que estos cambios institucionales hayan favorecido el crecimiento económico. El caso de los impuestos es muy revelador. Aunque la disminución de los impuestos sobre el capital fuese en parte impulsada por la creencia de que menores impuestos favorecerían la inversión de las empresas y el crecimiento de la economía, apenas existe evidencia de que este haya sido el caso. Al contrario, el periodo de bajos impuestos posterior a 1980 ha estado caracterizado por tasas de crecimiento menores al periodo de posguerra, cuando los impuestos sobre el capital eran mucho más elevados (Saez y Zucman, 2019). Algo parecido ha pasado con la legislación y la jurisprudencia antimonopolio, sobre todo en Estados Unidos. Bajo el criterio de que la

mejor política de competencia es la que maximiza el bienestar de los consumidores, vía menores precios, los tribunales de justicia han tendido a ignorar amenazas a la competencia que tenían efectos adversos sobre los trabajadores, los proveedores, la calidad de los productos o la innovación (Steinbaum y Stoeck, 2020), fomentando un enfoque de *antitrust* escasamente intervencionista que ha hecho poco por impedir el aumento de poder de mercado en las últimas décadas.

La evolución tanto de los impuestos sobre el capital como de la política antimonopolio, por no hablar de la caída del poder y representatividad de los sindicatos, pueden considerarse casos de políticas fallidas que han aumentado la desigualdad y no han contribuido a un mayor crecimiento. Esto redirige la discusión de la desigualdad hacia un plano institucional, que va mucho más allá de la lógica de redistribuir las ganancias de productividad, tal y como se propugna desde la narrativa tecnológica. Un análisis detallado de los recientes debates antimonopolio, tributarios o laborales va más allá del alcance de este artículo. Sin embargo, en la última sección argumentamos que una reforma fiscal, con el objetivo de aumentar los impuestos sobre el capital después de décadas de cambios fiscales regresivos, debería ser complementaria a la regulación antimonopolio y sindical para limitar y regular el comportamiento de las grandes corporaciones y las personas ricas. Al hacerlo, comentamos algunas fuentes de confusión entre *policymakers* y defendemos que una reforma fiscal progresiva y ambiciosa es perfectamente compatible con dinámicas vigorosas de crecimiento económico.

Comprender el punto de llegada es muy difícil sin entender la dimensión del problema, el punto de partida, así como los momentos de inflexión que ha habido en la literatura. Por ello, empezamos esta revisión (apartado segundo) analizando algunas tendencias recientes de desigualdad en el ingreso y la riqueza. Nos centramos en Estados Unidos no porque nos importe más, sino porque Estados Unidos ha exportado muchas políticas que han hecho las economías más desiguales, y porque el giro del debate sobre macro y desigualdad ha ocurrido sobre todo al calor de las dinámicas de ingreso y riqueza observadas allí. En el apartado tercero desarrollamos cómo se ha tratado la cuestión distributiva en la historia del pensamiento económico, enfatizando los desarrollos teóricos del siglo XX que aún conforman el núcleo de la teoría macro actual. En el apartado cuarto identificamos la contribución seminal de Thomas Piketty, «El Capital del Siglo XXI», como un punto de inflexión a partir del cual aumenta notablemente el interés de la desigualdad en la literatura macroeconómica. En el apartado quinto hablamos de las diferentes narrativas que pueblan la actual discusión académica sobre las causas y efectos macroeconómicos de la desigualdad, las cuales se reivindican como consistentes con los argumentos enarbolados por Piketty, aunque no siempre lo sean. Finalmente, tal y como hemos anticipado, en el apartado sexto hablamos de reforma fiscal, desigualdad y crecimiento.

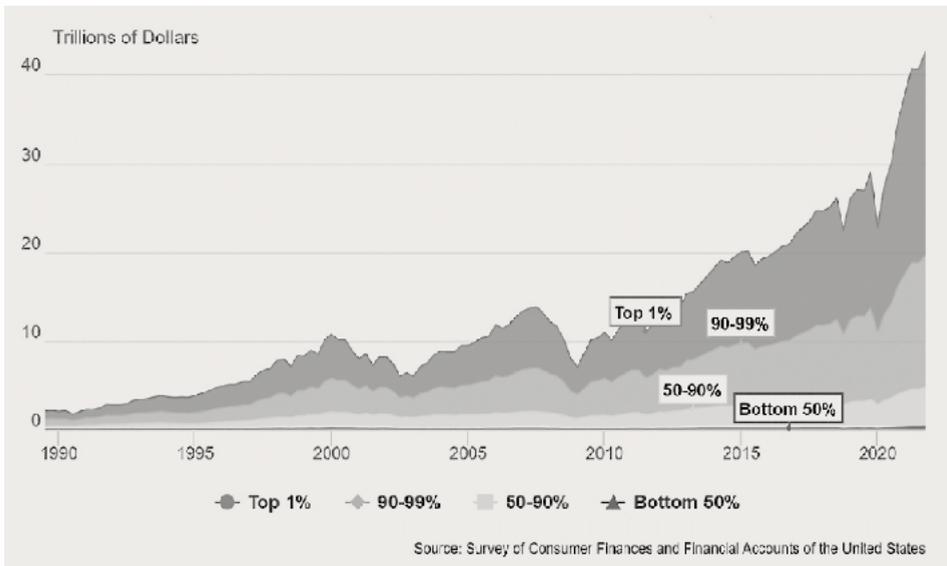
## 2. TENDENCIAS DE DESIGUALDAD DEL INGRESO Y DE LA RIQUEZA

### 2.1. Riqueza

La distribución de la riqueza en la mayoría de los países es muy desigual y notablemente superior a la del ingreso. Numerosos trabajos recientes han demostrado que la distribución de la riqueza ha cambiado significativamente con el tiempo. En particular, la desigualdad de la riqueza ha aumentado sustancialmente en las economías anglosajonas durante las últimas cuatro décadas. Usando datos de la administración tributaria, Zucman y Saez (2016) estiman para Estados Unidos que la proporción de la riqueza agregada que pertenece al 1% de los hogares más ricos se ha disparado desde finales de los años 70, alcanzando el 42% a principios de los 2010s. La mayor parte de este aumento ha sido impulsado por el 0,1% superior, cuya participación en la riqueza ha crecido desde 7% a finales de los 70 hasta el 22% a principios de la década de los 2010s, aproximadamente.

Si observamos las diferentes formas de riqueza, vemos una gran revalorización de la riqueza accionarial en Estados Unidos desde la década de los 80. Como resultado, el 1% más rico ha experimentado un aumento exuberante en su riqueza absoluta (Gráfico n° 1).

Gráfico n° 1. **RIQUEZA ACCIONARIAL (ACCIONES Y FONDOS DE INVERSIÓN) POR GRUPO DE PERCENTIL. ESTADOS UNIDOS**

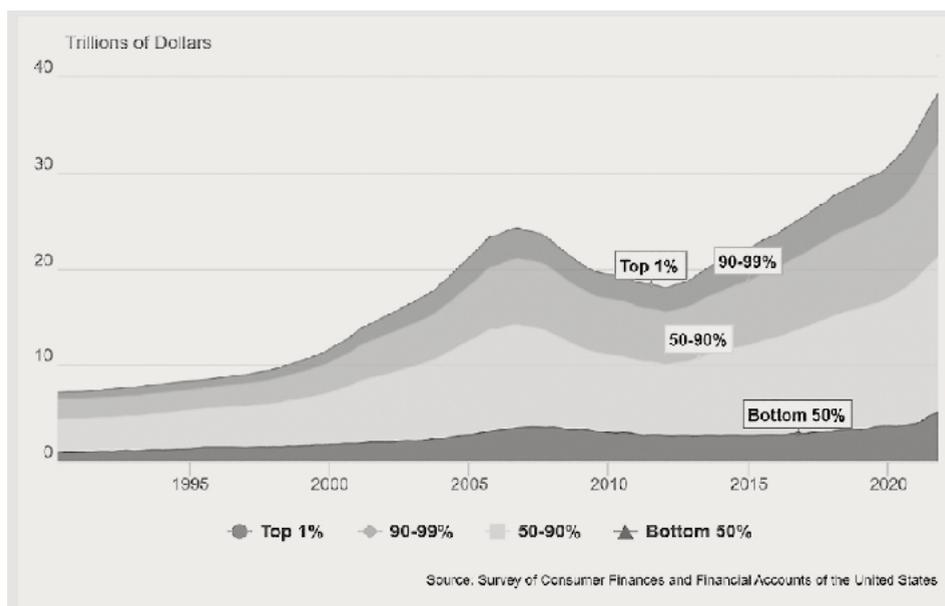


Fuente: FED Distributional Financial Accounts.

Esto se debe a que la distribución de la riqueza bursátil está extremadamente concentrada en la parte superior. Por el contrario, el 90% inferior apenas ha experi-

mentado alguna ganancia directa; solo, indirectamente, a través de la revalorización de los fondos de pensiones, que en cualquier caso suelen estar en manos de los hogares estadounidenses de altos ingresos. Aunque la dimensión de esta revalorización bursátil es característica de Estados Unidos, la multiplicación del valor relativo de los activos financieros es un patrón global (González y Trivín, 2019), y por tanto probablemente ha contribuido a la desigualdad en casi todo el mundo.

Gráfico nº 2. **RIQUEZA INMOBILIARIA POR GRUPO DE PERCENTIL. ESTADOS UNIDOS**



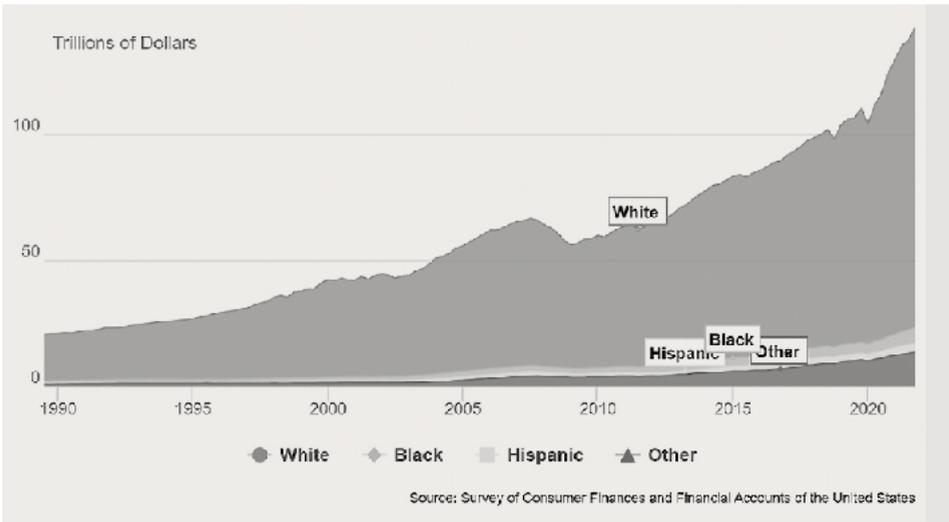
Fuente: FED Distributional Financial Accounts.

Si la desigualdad de riqueza no ha crecido aún más es debido a la revalorización del capital inmobiliario, que ha ocurrido en paralelo a la revalorización bursátil pero que tiene efectos diferentes a lo largo de la distribución (Khun *et al.*, 2020). El Gráfico nº 2 muestra este fenómeno. La riqueza inmobiliaria de los grupos 90-99% y 50-90% ha experimentado un aumento sustancial en términos absolutos debido a la subida de los precios de la vivienda. La mayoría de los hogares pertenecientes a estos grupos de riqueza son propietarios de vivienda y por lo tanto se han beneficiado directamente de este aumento. Si estas ganancias de capital son económicamente relevantes para los hogares que solo poseen una vivienda, y cuyos flujos de servicio evidentemente no cambian por el hecho de que cambie su valor, es una cuestión que merece una discusión aparte. En cualquier caso, el gráfico ilustra una realidad impactante: a pesar de la revalorización generalizada de activos inmobiliarios, el 50% inferior apenas se ha beneficiado, al estar excluido del mercado de vivienda o por

poseer activos ubicados en áreas económicamente deprimidas. Esto ha incrementado la distancia absoluta entre la parte media-alta y la parte baja de la distribución de riqueza.

Las raíces históricas de la desigualdad de la riqueza en países como Estados Unidos quedan patentes cuando se analiza su evolución por grupos raciales. El Gráfico n° 3 muestra una enorme desigualdad de riqueza neta (activos - pasivos) entre las poblaciones blanca, negra, hispana y el resto. La mayor capacidad de ahorro de la población blanca –como consecuencia del sesgo racial en la distribución del ingreso– así como el hecho de que esta se haya beneficiado relativamente más de la revalorización de activos en la era post-1980 explican la enorme diferencia en riqueza absoluta entre la población blanca y el resto de grupos raciales. De-renoncourt *et al.* (2022) rastrean esta desigualdad entre la población blanca y la población negra desde mediados del siglo XIX utilizando diferentes fuentes históricas, e igualmente enfatizan el rol de las ganancias de capital y la divergencia en los ingresos a partir de 1980.

Gráfico n° 3. RIQUEZA NETA POR RAZA



Fuente: FED Distributional Financial Accounts.

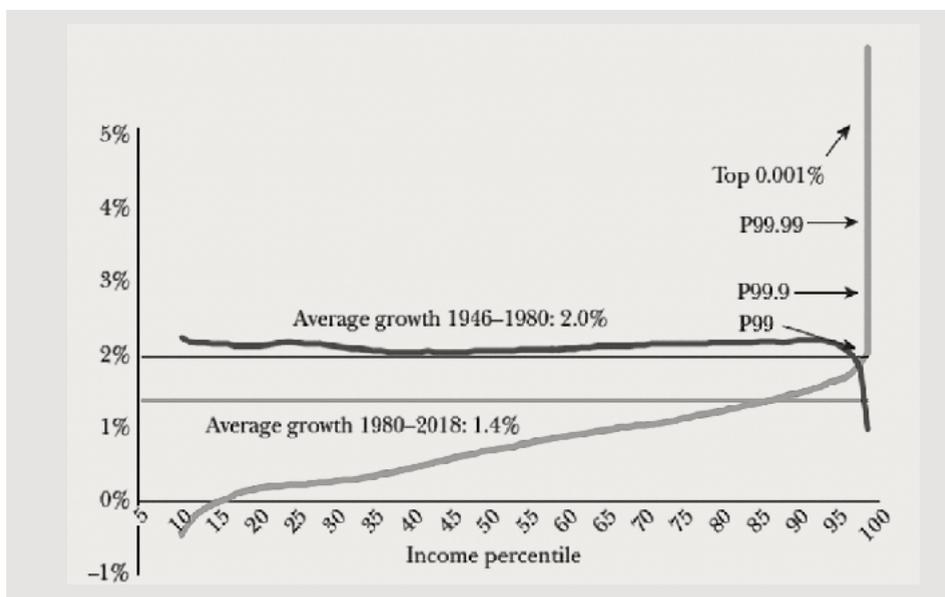
## 2.2. Ingreso

La desigualdad de ingresos también ha aumentado notablemente durante las últimas décadas, de nuevo singularmente en Estados Unidos. La fracción de la renta nacional (antes de impuestos) correspondiente al 1% de los hogares más ricos ha aumentado diez puntos porcentuales desde la década de los 70, situándose actual-

mente en el 20%. La participación del 50% inferior en la renta nacional ha seguido la trayectoria opuesta, disminuyendo desde el 20% al 13,5%, aproximadamente.

Obviamente, la inversión entre las tendencias del top 1% y la mitad inferior de la distribución se ha producido porque los ingresos de los primeros han crecido a una tasa mucho más alta desde los años 80. El Gráfico nº 4, procedente de Piketty *et al.* (2018), muestra la tasa de crecimiento promedio para cada percentil de ingreso para dos periodos diferenciados. La comparación es reveladora. Durante el primer período, desde 1946 a 1980, los ingresos crecieron aproximadamente a una tasa del 2% anual para todos los percentiles –excepto los más altos– mostrando un patrón de crecimiento notablemente equitativo.

Gráfico nº 4. **CRECIMIENTO DE INGRESOS POR PERCENTIL DE INGRESO EN EE.UU.**



Fuente: Saez y Zucman (2020).

El periodo 1980-2018 ha sido muy diferente. Además de que el crecimiento medio ha sido menor al de las décadas anteriores, lo más destacable del nuevo patrón de crecimiento es que ha sido enormemente asimétrico. Mientras que los ricos han experimentado un crecimiento extraordinario en sus ingresos, los ingresos antes de impuestos de la mitad inferior de la distribución han crecido solo a un ritmo del 0,2% anual. Este número incluye los ingresos de la Seguridad Social, que sí han aumentado durante este periodo, lo cual revela que los ingresos restantes de este grupo, fundamentalmente salarios, han estado literalmente estancados durante todos estos años.

### 3. LA RELACIÓN ENTRE CRECIMIENTO Y DESIGUALDAD EN LA HISTORIA DEL PENSAMIENTO ECONÓMICO

En este apartado hacemos un breve repaso a la relación entre el crecimiento y la desigualdad en la historia del pensamiento económico, para entender cómo las aportaciones de las distintas teorías han contribuido a definir los parámetros del debate actual. La relación entre crecimiento y desigualdad es una cuestión fundamental de la ciencia económica que ha sido objeto de una vasta literatura. A pesar de ello, el consenso es escaso, probablemente debido a que ambos son procesos económicos endógenos y dinámicos que se retroalimentan y se determinan conjuntamente. Esto produce una relación compleja, ni lineal ni mecánica, que depende de muchos factores, tanto tecnológicos como institucionales.

A lo largo de la historia, las distintas teorías sobre esta cuestión han puesto énfasis en una dirección causal determinada enfatizando distintos mecanismos de transmisión. Un primer grupo de teorías ha analizado el impacto del crecimiento sobre la desigualdad, así como la distribución de las ganancias del crecimiento. Estas teorías, de tradición clásica y neoclásica, ponen énfasis en el reparto de los excedentes de la actividad económica y del aumento de la productividad entre factores productivos. También en este grupo, ciertas teorías del desarrollo han subrayado el rol de las políticas públicas para compensar los resultados del mercado, particularmente en momentos de transformación estructural de la economía.

Por otro lado, otro grupo de teorías ha investigado el impacto tanto del nivel como de los cambios en la desigualdad sobre el crecimiento económico. En este segundo grupo, las teorías enmarcadas en la tradición de la economía del desarrollo han enfatizado mecanismos que relacionan la distribución del ingreso con el ahorro agregado y la acumulación de capital, incluido el capital humano, como por ejemplo la desigualdad de acceso a los mercados financieros, así como mecanismos de economía política. Por ejemplo, las teorías de tradición keynesiana han subrayado la importancia de las diferencias en la propensión al consumo de las rentas del trabajo y del capital, y han teorizado sobre los regímenes de crecimiento que produce la preponderancia de fuentes diferentes de demanda agregada.

#### 3.1. Las teorías clásicas sobre el reparto del crecimiento

Investigar el impacto del crecimiento sobre la desigualdad precisa de un análisis sobre cómo se reparten los excedentes de la actividad económica en la renta primaria de mercado. Esto a su vez requiere de una teoría sobre la formación de precios y de la remuneración de los factores productivos.

La teoría económica clásica descansaba sobre el supuesto de rendimientos decrecientes a escala, debido a la importancia que sus autores otorgaban a la tierra como factor productivo, pues estudiaban economías que eran predominantemente agrícolas. Al tratarse la tierra de un factor no reproducible, cuya oferta es fija, las

primeras fases productivas tendrían lugar en terrenos muy fértiles, pero la calidad del terreno empeoraría a medida que aumentase la producción, dando lugar a rendimientos decrecientes. En este caso, surge una diferencia entre la productividad marginal y la productividad media, que se constituye como una renta económica.

Para entender el reparto del excedente de la actividad económica, Ricardo (1821) propuso un modelo con tres clases sociales: trabajadores, capitalistas y rentistas, propietarios de tres factores productivos, el trabajo, el capital y la tierra. Aunque Ricardo considera que el valor deriva, en última instancia, del trabajo incorporado en la producción, la remuneración del trabajo, al ser un factor abundante cuya oferta es perfectamente elástica, está fijada al nivel del salario de subsistencia. La renta económica es apropiada por el propietario de la tierra, mientras que los beneficios de los capitalistas son la diferencia residual entre el salario de subsistencia y la productividad marginal del trabajo. A medida que la economía crece, la diferencia entre productividad marginal y media es mayor, de manera que los rentistas abarcan una parte mayor de las ganancias a costa de los capitalistas, cuyo beneficio marginal desaparece (Kaldor, 1955).

La teoría marxista difiere de esta descripción en dos aspectos. En primer lugar, Marx asume retornos crecientes a escala, pues considera que la ampliación del mercado genera ganancias de productividad<sup>1</sup> (Sweezy, 2004). En segundo lugar, Marx no establece una diferencia entre capitalistas y rentistas: dado que solo el trabajo produce valor, todo lo que no es remuneración del trabajo se considera una extracción de rentas (Kaldor, 1955). Esta extracción sería acumulativa con el proceso de crecimiento económico, pero toparía con una contradicción. Dado que la remuneración del trabajo también es fuente de demanda, el crecimiento económico basado en la extracción de rentas del trabajo acabaría frenando el propio proceso de crecimiento. En este sentido, la teoría marxista enfatiza el impacto negativo de la desigualdad sobre el crecimiento.

De los economistas clásicos se suele resaltar su contribución al análisis del crecimiento económico, que supuso la génesis del estudio de la economía en el contexto histórico de la revolución industrial. Economistas como Adam Smith y David Ricardo teorizaron sobre la importancia de la especialización productiva y de las ganancias del comercio en el aumento sostenido de la capacidad productiva. Sin embargo, también subrayaron el rol de las rentas económicas en la determinación de la asignación de mercado y la distribución de las ganancias del comercio, y reconocieron que ciertas asignaciones de mercado respondían a intereses determinados de las diferentes clases sociales, enfatizando la naturaleza política de los procesos de distribución de la renta.

---

<sup>1</sup> Esta hipótesis se conoció más tarde como la Ley de Kaldor-Verdoorn.

### 3.2. La industrialización, la globalización y las primeras teorías del desarrollo

A medida que la economía se industrializaba y se urbanizaba, el peso de la actividad económica se trasladó del sector agrícola al manufacturero y ello cambió el foco del análisis económico. La división del trabajo que permitía la incorporación de maquinaria al proceso industrial se identificó como la principal fuente de crecimiento de la productividad. Sin embargo, el cambio tecnológico se producía de manera asimétrica, y no todos los sectores eran capaces de beneficiarse de las nuevas técnicas. Las teorías del desarrollo han enfatizado externalidades entre sectores productivos con características diferenciadas que conviven paralelamente mientras la economía vive una transformación estructural.

Los cambios estructurales en la economía implican momentos de crecimiento acelerado que tienen un impacto heterogéneo sobre los actores económicos. Kuznets (1955) teorizó que la industrialización provocaría una fase inicial de aumento de la desigualdad, en el que los sectores en expansión pagarían salarios más elevados, ampliando la brecha salarial entre sectores punteros y sectores rezagados. Esta brecha, sin embargo, acabaría cerrándose eventualmente, a medida que los costes de ajuste que dificultan la movilidad laboral a corto plazo fueran perdiendo importancia con el paso del tiempo, y se igualase la productividad marginal del trabajo entre sectores económicos.

Otras teorías del desarrollo han señalado que, tras *shocks* de naturaleza tecnológica o comercial, las externalidades entre sectores productivos pueden presentar efectos secundarios que afectarían a la desigualdad. La teoría de la enfermedad de costes de Baumol (1967) predice que a medida que los sectores punteros van atrayendo trabajadores, se produciría una presión al alza sobre los salarios de los sectores rezagados, reduciendo la desigualdad. Sin embargo, esta teoría también predice que esto produciría una caída de las tasas de beneficio y eventualmente un estancamiento de la producción y de la demanda de trabajo. De manera similar, la teoría de la enfermedad holandesa señala que el descubrimiento de un recurso natural que impulse el crecimiento en un país produciría una apreciación del tipo de cambio que penalizaría a los sectores exportadores, reduciendo su demanda de trabajo y debilitando el crecimiento a largo plazo. Estas teorías coinciden en resaltar una visión estructural mecánica de la relación entre crecimiento y desigualdad, con énfasis en las dinámicas de largo plazo.

La popularidad de la teoría de la curva de Kuznets pareció justificar durante un período de tiempo el aumento de la desigualdad sufrido en muchos países en vías de desarrollo en su proceso de apertura comercial, con la esperanza de que eventualmente este aumento de desigualdad se revertiría. Sin embargo, el aumento de la desigualdad en los países ricos a partir de los años 80, ilustrada en el apartado segundo, cuestiona este pronóstico. Las teorías de economía pública y del bienestar apuntaron a la insuficiencia de los mecanismos de mercado para asegurar un determinado

resultado distributivo (Aghion *et al.*, 1999). La distribución asimétrica de las ganancias del comercio podría traducirse en pérdidas netas para ciertos sectores de la población. Según el criterio de Kaldor-Hicks, la apertura comercial seguiría siendo eficiente si sus ganancias absolutas fuesen suficientes para compensar a los perdedores. Pero para que eso ocurra se precisa del desarrollo de instituciones capaces de implementar esa redistribución.

### 3.3. La disyuntiva neoclásica entre la eficiencia y la igualdad

En las últimas décadas, las propuestas favorables a la redistribución han topado con un obstáculo importante: el consenso académico que establecía la existencia de una disyuntiva entre eficiencia económica e igualdad. Esta disyuntiva se asienta sobre dos rasgos característicos de la teoría económica neoclásica: por un lado, la remuneración de los factores productivos según su productividad marginal, y por otro, una equivalencia que vincula de forma mecánica y causal la acumulación de ahorro con la inversión en capital productivo.

En una contribución seminal, Kaldor (1957) estableció seis hechos estilizados en relación a algunos agregados macroeconómicos y distributivos que describirían el comportamiento de las economías industrializadas. Estos «hechos de Kaldor» enfatizaban la estabilidad de ciertas variables, como la ratio del capital sobre el PIB, y la participación de las rentas del trabajo sobre el PIB. Los modelos de crecimiento desarrollados a partir de ese momento buscaron reproducir estos hechos.

Entre estos modelos, destaca el incipiente modelo de Solow-Swan, el cual ha establecido todo un paradigma en la literatura de crecimiento. Basado en Solow (1956) y Swan (1956), este modelo asume que la economía opera con dos factores productivos, capital y trabajo, que producen con rendimientos constantes a escala. La retribución de los factores productivos está determinada por su productividad marginal, lo cual agota los rendimientos de la actividad productiva. En este contexto, desaparecen las rentas económicas puras y la remuneración de los factores productivos adquiere un carácter puramente tecnológico.

En el modelo de Solow-Swan, el crecimiento económico viene determinado por la tasa de ahorro, el crecimiento de la población y el cambio tecnológico. Es decir, se precisa de la disponibilidad (oferta) de factores productivos, y del cambio tecnológico para que exista crecimiento a largo plazo. Todos estos factores, y en particular, la tasa de ahorro, que se traduce automáticamente en acumulación de capital, son exógenos. En cambio, en el modelo de Ramsey, también conocido como el modelo neoclásico de crecimiento —basado en las contribuciones de Koopmans (1963) y Cass (1965)—, la tasa de ahorro es endógena, y viene determinada por las decisiones de optimización de los agentes. En este modelo, los elementos que distorsionen las decisiones de ahorro, como por ejemplo los impuestos sobre el capital, afectan negativamente al crecimiento.

Los teoremas del bienestar establecen que, bajo ciertas condiciones<sup>2</sup>, el mercado agota todos los intercambios posibles entre agentes que supongan una mejora de Pareto. En esta línea, Chamley (1986) y Judd (1985) argumentan que el desincentivo al ahorro que suponen los impuestos sobre el capital afecta de manera tan negativa al crecimiento, que acaba penalizando incluso a los potenciales destinatarios de las transferencias financiadas con esos impuestos, de manera que el impuesto óptimo es cero.<sup>3</sup> Esto implica que cualquier intento redistributivo por parte del sector público distorsiona las señales del mercado, desvía la retribución de los factores de su productividad marginal reduciendo su oferta, y es ineficiente.<sup>4</sup> Bourguignon (1981) va más allá y argumenta que la desigualdad podría ser buena para el crecimiento, porque generaría los incentivos deseados para la inversión cuando la función de ahorros es convexa. En todo caso, la prescripción política que se deriva de los modelos neoclásicos consistiría en maximizar el crecimiento, sin atender demasiado a la cuestión distributiva, pues la asignación de mercado resultante sería óptima.

Una de las hipótesis sobre la que se asienta este resultado es la existencia de mercados completos. Esta hipótesis implica la posibilidad de definir contratos de seguro que pre-establezcan intercambios entre agentes para cualquier eventualidad en cualquier punto temporal. Además de ser una representación poco plausible de la realidad, de esta hipótesis se derivan dos elementos importantes en relación a la desigualdad. En primer lugar, la elasticidad de la oferta de ahorro es infinita, de manera que las distorsiones en las decisiones de ahorro son absorbidas enteramente por el nivel agregado de ahorro, y no por cambios en su rendimiento. Además, dada la equivalencia en estos modelos entre la riqueza ahorrada por los hogares y el capital productivo invertido por las empresas, una caída del valor nominal de la riqueza se traduce en una disminución de la capacidad productiva de la economía, penalizando los rendimientos del trabajo, pero dejando los rendimientos del capital intactos. En segundo lugar, con mercados completos, la distribución de las dotaciones de capital y riqueza entre agentes son irrelevantes para el desempeño económico agregado. Las decisiones de los hogares se pueden sintetizar en un agente representativo, ignorando las cuestiones distributivas.

### 3.4. ¿Afecta la desigualdad al crecimiento económico?

En la década de los 90, esta prescripción teórica neoclásica suscitó una serie de trabajos empíricos que buscaban cuantificar la supuesta correlación positiva entre

<sup>2</sup> Esas condiciones son: mercados completos, competencia perfecta, información completa y la ausencia de externalidades.

<sup>3</sup> Este resultado ha sido cuestionado por la literatura reciente que enfatiza la importancia del sistema tributario en la relación entre el crecimiento y la desigualdad, y que analizamos en el subapartado 5.3.

<sup>4</sup> La única excepción sería el sistema de seguridad social en un modelo de generaciones solapadas, porque resuelve la imposibilidad de negociar contratos con generaciones aún por nacer, y que bajo ciertas condiciones mejora la eficiencia económica.

crecimiento y desigualdad. Estos trabajos se basan en regresiones empíricas que intentan explicar los diferenciales de crecimiento experimentados por distintos países a través de sus niveles de desigualdad de partida, medidos por el índice de Gini. Curiosamente, esta literatura empírica encuentra mayoritariamente una correlación negativa. Alesina y Rodrik (1994) estiman una regresión del crecimiento medio de varios países sobre la desigualdad del ingreso y de la propiedad de la tierra. Incluso controlando por varios factores, la correlación que emerge es negativa y significativa. Persson y Tabellini (1994) estiman una regresión del crecimiento en función de la fracción de ingresos capturada por la «clase media» como indicador de igualdad, y encuentran que su impacto es positivo y significativo. Perotti (1996) encuentra una relación negativa entre los niveles iniciales de desigualdad y el crecimiento posterior.

Otros estudios han tenido resultados menos concluyentes y más complejos. Forbes (2000) encontró que más desigualdad se asociaba positivamente a más crecimiento, aunque esta relación dependía del horizonte temporal considerado. Barro (2000) obtuvo resultados poco concluyentes para su muestra entera de países, aunque claramente negativos para la muestra de países pobres. Banerjee y Duflo (2003) encuentran evidencia de una relación no lineal, en la que los cambios en la desigualdad en cualquier dirección serían perjudiciales para el crecimiento. Más recientemente, Milanovic y van der Weide (2014) amplían las variables consideradas, incluyendo el crecimiento del ingreso para distintas partes de la distribución, y encuentran que la desigualdad es perjudicial para el crecimiento de los ingresos en la parte baja de la distribución, pero beneficiosa en la parte alta. Halter *et al.* (2014) argumentan que la desigualdad puede incentivar el crecimiento en el corto plazo (consistente con las regresiones de series temporales), pero tiende a perjudicarlo en el largo plazo (consistente con las secciones transversales entre países).

Algunas de estas investigaciones, avanzan hipótesis para explicar esta contradicción aparente entre la teoría y la evidencia empírica. Alesina y Rodrik (1994) y Persson y Tabellini (1994) proponen argumentos de economía política: una sociedad desigual optaría por políticas más redistributivas que generarían más distorsiones para el crecimiento. Por su lado, Galor y Zeira (1993) y Banerjee y Duflo (2003) argumentan que una economía que reparte el crecimiento de manera asimétrica tiene menos probabilidades de emprender proyectos que impulsen este crecimiento, si el votante medio no sale particularmente favorecido. Sin embargo, la literatura empírica muestra que las sociedades más desiguales tienden a votar opciones políticas menos redistributivas (Bénabou, 2000), y que en todo caso la redistribución no es perjudicial para el crecimiento económico (Perotti, 1992; Easterly y Rebelo, 1993; Berg *et al.*, 2018). Otros argumentos de economía política subrayan la importancia del rentismo y la captura regulatoria, o el riesgo de aumento de inestabilidad social y macroeconómica en sociedades con elevada desigualdad (Benhabib y Rustichini, 1996).

A su vez, la literatura sobre crecimiento endógeno apunta a la importancia de los efectos de riqueza con diferencias en la propensión al ahorro a lo largo de la distribución. Benabou (1996) y Aghion *et al.* (1999) señalan que las restricciones crediticias reducen el acceso al crédito de individuos con poco colateral. Si los retornos a la inversión son decrecientes, los pobres tienen mayores retornos marginales, especialmente de capital humano, que tiene externalidades positivas para el resto de la economía. La presencia de externalidades productivas juega un rol fundamental en Murphy *et al.* (1989), donde una elevada desigualdad sesga la composición de la demanda hacia bienes de poco valor añadido. Un empuje público a la industrialización mejoraría la distribución del ingreso, que a su vez generaría un tamaño de mercado doméstico suficiente para que la industria local aprovechara las economías de escala. La economía presentaría equilibrios múltiples, uno caracterizado por una «trampa de pobreza» en el que la elevada desigualdad y el bajo crecimiento se refuerzan mutuamente, y otro en el que se estimularía un proceso virtuoso de crecimiento sostenido.

### 3.5. Los efectos de la desigualdad sobre la demanda agregada

Las teorías de tradición keynesiana han hecho contribuciones fundamentales a la idea de regímenes macroeconómicos con relaciones sistémicas entre el crecimiento y la desigualdad. A diferencia de las teorías citadas anteriormente, que asumen que el ahorro causa el crecimiento, para las teorías keynesianas no es la oferta de factores de producción, sino la demanda efectiva la que determina el empleo de recursos para la producción. En el corto plazo, la desigualdad está correlacionada con el ciclo económico y las dinámicas del mercado laboral y del desempleo. Sin una redistribución que sostenga los ingresos en momentos de recesión económica, el mercado no tiene una tendencia natural al pleno empleo, y la desigualdad y la recesión se refuerzan mutuamente (Keynes, 1937).

Para los keynesianos, la desigualdad afecta a la demanda agregada porque las rentas del trabajo tienen una propensión al consumo superior a las rentas del capital. Desde un punto de vista de la distribución factorial entre salarios y beneficios, un sesgo del reparto de la renta primaria hacia el factor trabajo aumentaría el tamaño de la demanda agregada (Kalecki, 1954). En el largo plazo, no solo esta mayor demanda estimularía el crecimiento económico, sino que se produciría un círculo virtuoso en el que el aumento de los salarios estimularía la inversión corporativa en tecnologías sustitutivas de mano de obra, que favorecerían la incorporación de capital y la automatización del proceso productivo, generando un crecimiento de la productividad (Lavoie, 1992). Esta lógica se asienta en la hipótesis de rendimientos crecientes a escala.

Por el contrario, en el modelo de Badhuri y Marglin (1990) tanto salarios como beneficios pueden estimular la demanda agregada a través del consumo y la inversión, respectivamente. La elasticidad de la demanda que predomina determina si la

economía se encuentra en un régimen de crecimiento impulsado por salarios o por beneficios. El modelo de Badhuri-Marglin ha inspirado una serie de trabajos empíricos. Los estudios neo-Kaleckianos consideran que la *labor share* está fijada por las políticas de precios monopolistas de las empresas, y sus estimaciones apuntan a regímenes de crecimiento impulsados por salarios. Los estudios neo-Goodwinianos complementan el modelo con una ecuación que enfatiza la competición entre salarios y beneficios por el reparto pre-distributivo dentro de la empresa, que depende del nivel de utilización de la capacidad productiva. Sus estimaciones apuntan a regímenes de crecimiento impulsados por beneficios (Stockhammer, 2017).

Palley (2017) argumenta que la desigualdad no afecta al crecimiento *per se*, sino que ambos están afectados por factores macroeconómicos que determinan si su correlación es positiva o negativa, y que tienen que ver con el patrón de remuneraciones marcado por el poder de mercado relativo de los factores productivos. En la misma línea, Blecker (2020) explica que el reciente cambio estructural hacia un equilibrio de bajo crecimiento y elevada desigualdad puede ser compatible con un régimen de crecimiento tanto impulsado por salarios como por beneficios, en función de si el crecimiento aumenta o reduce los márgenes empresariales. En todo caso, el efecto de la desigualdad sobre el crecimiento tiende a ser positiva en el corto plazo, en el que predomina la rentabilidad empresarial con menores costes laborales, mientras que sería negativa en el largo plazo, en el que predomina el efecto de los salarios sobre el consumo (Blecker, 2016).

En conclusión, la historia del pensamiento económico ha otorgado una importancia intermitente a la cuestión distributiva, alternando entre fases en las que se ha considerado a la desigualdad negativa, neutral o positiva para el crecimiento económico. Las distintas teorías han intentado explicar los fenómenos económicos de su tiempo, con un énfasis variable en elementos de carácter mecánico y tecnológico, o sociales e institucionales. En todo caso, como señala Piketty (2014), los períodos de reducción de la desigualdad han sido una anomalía histórica, posibilitada por circunstancias de fuerte inversión tras la destrucción del capital (e.g. IIGM) y de elevada fiscalidad que han conducido la tasa de retorno del capital por debajo de la tasa de crecimiento. En España, el análisis histórico de Ayala y Cantó (2018) desvela que mientras la desigualdad suele aumentar mucho durante las recesiones, su reducción durante las fases expansivas depende crucialmente de las políticas públicas y las instituciones que la acompañan.

#### 4. PUNTO DE INFLEXIÓN: EL CAPITAL EN EL SIGLO XXI, DE PIKETTY

Piketty y Zucman (2014) reconstruyen series históricas de *stock* de capital y muestran dos tendencias importantes de las grandes economías desarrolladas desde 1980. En primer lugar, el *stock* de capital privado parece haber aumentado sustancialmente más que la renta nacional. Con algunas diferencias entre países, el ratio *capital-output* se habría multiplicado aproximadamente por dos durante este perio-

do. En segundo lugar, la fracción de la renta agregada que reciben los propietarios de capital –la *capital share*– parece haber aumentado entre cinco y diez puntos porcentuales, dependiendo del país. Es decir, durante las últimas décadas las economías avanzadas se habrían desviado del tipo de crecimiento estable o estacionario que describen los hechos estilizados de Kaldor: el *stock* de capital habría crecido más que la producción agregada, y la fracción de las rentas del capital (y por tanto también la de las rentas del trabajo) no habría permanecido estable. ¿Cómo se pueden explicar conjuntamente estas dos tendencias?

Piketty (2014) y Piketty y Zucman (2014) proponen un marco teórico muy sencillo para explicar la concurrencia de estas tendencias. Para ello usan una función de producción neoclásica con elasticidad de sustitución constante entre trabajo y capital (CES, por sus siglas en inglés), ampliamente utilizada en la literatura. Con este tipo de función, la fracción de las rentas del capital  $\alpha$  se puede expresar en términos únicamente del ratio *capital-output*. El signo de esta relación depende del valor de la elasticidad de sustitución entre trabajo y capital  $\sigma$ . Matemáticamente,

$$\alpha \equiv \frac{rK}{Y} = f\left(\frac{K}{Y}; \sigma\right)$$

En estado estacionario, la ratio *capital-output* es constante e igual a la ratio entre la tasa de ahorro y el crecimiento de la economía:

$$\frac{K}{Y} = \frac{s}{g}$$

En consecuencia, la fracción de las rentas del capital es:

$$\alpha = r \frac{s}{g}$$

de manera que si la tasa de ahorro es aproximadamente estable, la desigualdad  $r > g$  implicaría un aumento de la *capital share* y por tanto un aumento de la desigualdad del ingreso.

La publicación de «El Capital en el Siglo XXI» fue recibida por un acalorado debate académico. Inmediatamente después de su publicación, el debate académico se estructuró principalmente alrededor de dos críticas al modelo subyacente de Piketty.

Por un lado, la hipótesis de un aumento simultáneo de la ratio *capital-output* y de los retornos al capital suscitó un debate en torno al valor de la elasticidad de sustitución. Desde una óptica tecnológica, la función de producción determina una relación «técnica» entre capital y trabajo gobernada por la elasticidad de sustitución, que dependería de las características de la tecnología empleada. La elasticidad de sustitución determina cómo cambian las demandas relativas de estos factores de producción cuando cambian sus precios relativos. Si cuando un factor de produc-

ción (por ejemplo, el trabajo) se abarata, su demanda aumenta lo suficiente como para compensar la caída de su precio, de manera que el porcentaje de renta que retribuye ese factor (la *labor share*) aumenta, la elasticidad es menor a 1. En otras palabras, el capital y el trabajo son complementarios. Por el contrario, si un factor se encarece (por ejemplo, sube el rendimiento del capital) y además su participación en la renta crece, consideramos que capital y trabajo son sustitutivos (y en este caso el capital desplazaría mano de obra). Es decir, el aumento simultáneo del rendimiento del capital y la *capital share* requeriría de una elasticidad de sustitución superior a 1, mientras que el consenso de la literatura empírica la situaba en valores muy inferiores (Rognlie, 2015).

Esta aparente contradicción del modelo de Piketty puede entenderse mejor en el contexto de la segunda fuente de críticas a Piketty, que giró en torno al concepto de capital. Y es que el modelo de Piketty adolece de la misma debilidad que la mayoría de modelos neoclásicos: una equivalencia confusa entre el valor nominal de la riqueza propiedad de los hogares con el *stock* de capital productivo de la economía. En estos modelos las fluctuaciones del valor nominal de la riqueza también implican cambios en la capacidad productiva de la economía, con consecuencias relevantes para la desigualdad. Si se interpreta el concepto de capital de Piketty como capital productivo, la tendencia de aumento de la ratio *capital-output* debería haber sido acompañada de un fuerte crecimiento económico. Esta es la hipótesis sostenida por la «narrativa tecnológica», en la cual el trabajo habría sido desplazado por el aumento de capital productivo. Por otro lado, si se interpreta que el concepto de capital de Piketty refleja en parte cambios en el valor nominal de la riqueza no productiva y no en el *stock* de capital productivo, la relación tecnológica entre capital y trabajo sería complementaria, y por tanto consistente con la evidencia. Esta es una hipótesis más consistente con la narrativa institucional, que pone énfasis en las rentas de mercado provenientes del entorno institucional y su rol en la valuación de los activos. Analizamos ambas narrativas en la siguiente sección.

## 5. NARRATIVAS RECIENTES SOBRE LA DESIGUALDAD

En términos generales, en la literatura más reciente de macro y desigualdad, podemos identificar tres grandes hipótesis sobre el aumento de la desigualdad en las últimas décadas: cambio tecnológico, extracción de rentas (por aumento del poder de mercado y caída del poder sindical), e impuestos. Estas hipótesis no son necesariamente sustitutivas, pero han dado forma a diferentes narrativas en la literatura y tienen diferentes implicaciones sobre las respuestas de *policy*. A continuación argumentamos que la primera narrativa ha sido reemplazada progresivamente por la segunda y la tercera, sobre todo por la aparición reciente de importantes contribuciones empíricas. Esto también ha tenido consecuencias en la discusión política sobre la desigualdad, como discutimos en la última sección.

## 5.1. Tecnología y desigualdad

El primer grupo de visiones se refiere a todas aquellas que conforman una narrativa donde la tecnología juega un papel fundamental para explicar las tendencias recientes de la desigualdad. Hay diferentes teorías dentro de este grupo, pero comparten un hilo común: la mejora de la tecnología, representada por nuevas formas de capital productivo, tangible o intangible, puede tener efectos distributivos adversos, pero eso no quiere decir que estas mejoras no sean deseables, ya que también contribuye a un mayor crecimiento económico.

Entre las teorías que conforman esta narrativa, quizás la más popular es la denominada hipótesis del «cambio técnico sesgado por las habilidades» (SBTC, por sus siglas en inglés), según la cual las últimas décadas se caracterizan por un cambio en la tecnología de producción que ha favorecido la mano de obra calificada (es decir, trabajadores con mayor formación académica o con más experiencia) sobre la mano de obra no calificada. Este cambio ha aumentado la productividad relativa de los trabajadores cualificados, así como su demanda relativa, empujando sus salarios relativos hacia arriba (Goldin y Katz, 1998; Krusell *et al.*, 2000). La consecuencia sería un aumento de la dispersión de la productividad laboral y de los salarios, contribuyendo así a la desigualdad entre los diferentes grupos de ingresos, tal y como muestra el Gráfico nº 4.

Aunque la teoría ofrece una explicación coherente e intuitiva de la desigualdad, también presenta algunos problemas de tiempo y magnitud (Card y DiNardo, 2002). Y aunque siguen apareciendo trabajos con este enfoque (Ohanian *et al.*, 2021), el consenso académico actual es que la hipótesis SBTC y sus variantes se quedan cortas como explicación única de la evolución de la desigualdad salarial, especialmente por su incapacidad para explicar los ingresos de la parte más alta de la distribución (top 0.1%, 0.01%, etc.).

Recientemente, ha surgido un conjunto de teorías cuyo núcleo teórico es similar a la hipótesis SBTC, pero que además ponen énfasis en la acumulación de capital y en la desigualdad factorial de la renta. Nos referimos a la hipótesis de la automatización y sus variantes, según la cual los propietarios de capital se han beneficiado del cambio tecnológico a expensas del trabajo mediante el uso de tecnologías que reemplazan a trabajadores por ciertas formas de capital físico. La demanda de trabajo y por tanto los salarios sufren debido a la introducción de nuevas formas de capital. A diferencia del capital físico que caracterizó el desarrollo industrial en el pasado, estas nuevas formas de capital no son complementarias a los trabajadores. El resultado es una disminución de las rentas del trabajo y un aumento de los rendimientos del capital. Como el capital se concentra en la parte superior de la distribución, esto también provocaría un aumento en la desigualdad en la distribución personal de la renta (Moll *et al.*, 2021).

Hay cierta evidencia que es consistente con esta hipótesis. Por ejemplo, si entendemos automatización en un sentido amplio, no como la presencia de robots en sentido estricto, sino como el uso creciente de bienes de capital tendientes a desplazar trabajo, podemos relacionarla con la caída observada del precio relativo de los bienes de capital (Karabarbounis y Neiman, 2014). Hoy en día, las empresas pueden comprar bienes de capital a un precio mucho más barato que en el pasado (en términos relativos), lo que facilita el reemplazo de trabajo por capital. El propio Piketty, en «El Capital en el Siglo XXI», adopta esta narrativa para explicar la evolución de la desigualdad, y aprovecha la evidencia sobre la evolución de los precios relativos del capital para justificar la tesis del desplazamiento de trabajadores ( $\sigma > 1$ ). Es decir, con la caída de estos precios fruto de mejores tecnologías, las empresas han expandido el ratio *capital-output*, lo cual ha conducido a una disminución de las rentas del trabajo. Nuestras economías ahora usarían más capital y demandarían menos trabajo, lo cual tendría un efecto distributivo de primer orden.

Una vez más, sin embargo, el consenso es que esta hipótesis y sus variantes se quedan cortas como explicación única de la evolución de los salarios y el aumento de los rendimientos del capital. La cuestión de si los factores de producción, trabajo y capital son sustituibles entre sí, es objeto de acalorados debates en la literatura, como explicamos en relación con la respuesta que recibió la hipótesis de Piketty (2014). En cualquier caso, una buena parte de la profesión económica considera que la tecnología y las nuevas formas de capital son, en términos agregados, complementarias del trabajo. Aunque algunos trabajadores se verían afectados por la introducción de nueva maquinaria, este fenómeno no sería capaz de explicar por sí solo el gran aumento de la desigualdad de ingresos y riqueza. El propio Piketty en ocasiones ha matizado la interpretación de su obra y ha defendido que una lectura en clave tecnológica de «El Capital del Siglo XXI» no es cien por cien correcta (Piketty, 2015). Si bien se puede aceptar fácilmente que la tecnología no es neutra desde el punto de vista distributivo, las raíces de la extrema desigualdad que observamos hoy se encontrarían en otro lugar.

## 5.2. Poder de mercado y caída del poder sindical

La narrativa que compite con las explicaciones basadas en la tecnología enfatiza fuertes cambios políticos e institucionales durante las últimas décadas. Dentro de esta narrativa, una teoría que ha recibido mucho apoyo empírico es el aumento del poder de mercado de las grandes empresas (De Loecker, Eeckhout y Unger, 2020). Esta literatura documenta un aumento en los márgenes empresariales y en la rentabilidad promedio del capital desde 1980, principalmente impulsado por ciertas empresas ubicadas en unos pocos sectores, entre los que destaca notablemente el sector digital. Según esta teoría, algunas grandes corporaciones han ganado mucha cuota de mercado, bien como consecuencia de una regulación antimonopolio laxa, o bien por la conjunción de esta laxitud con innovaciones tecnológicas importantes. En cualquier caso, una mayor cuota de mercado ha permitido a estas empresas aumen-

tar sus márgenes empresariales (De Loecker *et al.*, 2021). Además de la evolución de los márgenes empresariales, existen otras piezas de evidencia consistentes con esta hipótesis, las cuales, consideradas en su totalidad, construyen un caso muy sólido para explicar las dinámicas de desigualdad. ¿Cuáles son?

En primer lugar, y dejando de lado la caída de la participación del trabajo, que también es consistente con el aumento del poder de mercado, esta teoría podría explicar el desacoplamiento entre diferentes tipos de rendimiento de capital. Por un lado, los tipos de interés o rendimiento libre de riesgo, que han disminuido durante las tres últimas décadas. Y, por otro lado, los rendimientos medios del capital privado. Farhi y Gourio (2018) afirman que el aumento del poder de mercado explica parcialmente este desacoplamiento, pues el rendimiento del capital privado refleja en parte los rendimientos extraordinarios que provienen del ejercicio del poder de monopolio en ciertos mercados. Dado que la propiedad de estas empresas monopólicas está muy concentrada, el aumento de los rendimientos extraordinarios, materializados en generosos pagos a los accionistas, explicaría en parte el aumento de las ganancias en la parte superior de la distribución del ingreso.

En segundo lugar, la capitalización de las rentas esperadas del poder de mercado explicaría la enorme revalorización de la riqueza financiera impulsada por el aumento del valor bursátil de unas pocas corporaciones. Antes del surgimiento de la reciente literatura empírica sobre poder de mercado, Stiglitz (2015) reflexionó sobre este fenómeno de revalorización financiera y advirtió que la interpretación sobre la evolución de  $K/Y$  que hacía Piketty en su libro era probablemente incorrecta. Mientras que Piketty consideraba que el aumento de capital (medido a precios de mercado) reflejaba un aumento en capacidad productiva, Stiglitz (2015) señalaba que este aumento probablemente escondía una pura revalorización de la riqueza, y que simplemente reflejaba la capitalización de mayores rentas de monopolio y otras rentas (por ejemplo, las derivadas de factores fijos, como la tierra). Es decir, la evolución del ratio *capital-output*, tal y como era medido por Piketty, no sería para nada consistente con la narrativa tecnológica o de automatización, a pesar de que fuese esa la interpretación inicial que hizo la mayor parte de la profesión. Recientemente, Greenwald *et al.* (2019) han examinado empíricamente este fenómeno, concluyendo que esta revalorización refleja extracción de rentas y no acumulación de inversión productiva. A su vez, Brun y Gonzalez (2017) y Brun, Gonzalez y Montecino (2022) muestran los efectos macroeconómicos y distributivos de esta revalorización. En consonancia con lo observado en el Gráfico n° 1, concluyen que esta revalorización solo ha beneficiado a los muy ricos y ha tenido efectos perjudiciales sobre la economía.

Finalmente, un aumento en los márgenes también implica una disminución en la producción agregada. Una menor producción implica una menor demanda de mano de obra, lo que se manifiesta en una menor participación en la fuerza laboral y salarios más bajos. Pero la extracción de rentas de poder de mercado no solo im-

plica un reparto de la renta factorial cada vez más sesgado hacia los *shareholders*, sino que también produce una ralentización del crecimiento, porque la reducción de la competencia y el aumento del rendimiento de los activos financieros lastran a la inversión productiva.<sup>5</sup> Esto es consistente con los patrones de crecimiento observados en la era post-1980, y sobre todo el estancamiento de los ingresos de la mitad inferior de la distribución, para el cual los salarios son la única fuente de ingresos.

Obviamente, las rentas de poder de mercado tienen un impacto distributivo muy diferente según cómo se reparten entre factores productivos. Si estas rentas han revalorizado el valor de capital financiero, se debe obviamente a que quienes reciben las rentas de poder de mercado son fundamentalmente los propietarios del capital con el que se ejerce ese poder. Pero técnicamente podría no haber sido así. Los trabajadores, o una parte de los trabajadores, podrían haber recibido una fracción de esas rentas. Sin embargo, en paralelo al aumento del poder de mercado, existen numerosos indicadores de pérdida de poder de negociación de los trabajadores como consecuencia, entre otros factores, de la fragmentación de la fuerza de trabajo (Weil, 2019), así como de la caída de la densidad sindical durante las últimas décadas (Stansbury y Summers, 2020), la cual históricamente ha estado inversamente relacionada con la desigualdad de ingresos (Farber *et al.*, 2021). La caída del poder sindical es un factor en sí mismo que alimenta la desigualdad, pero que en este caso además probablemente ha incrementado el impacto distributivo de la extracción de rentas de monopolio. En lugar de ir a parar a los trabajadores, los datos sugieren que las rentas del poder de mercado han ido a parar fundamentalmente a los propietarios del capital y, en menor medida, a los ejecutivos corporativos y otros puestos gerenciales (Bao *et al.*, 2022).

### 5.3. Caída de la progresividad fiscal

Durante mucho tiempo, los economistas, influenciados por el desarrollo de la literatura de «imposición óptima» que inauguraron los trabajos seminales de Chamley (1986) y Judd (1985), han creído que los impuestos sobre la renta del capital eran demasiado perjudiciales para la inversión y el trabajo, debido a la sensibilidad que los economistas siempre han atribuido a la oferta de ahorro de los capitalistas, característica que además habría sido exacerbada por la creciente movilidad del capital en las décadas de globalización financiera. Por lo tanto, de acuerdo con estos supuestos, el capital debería ser gravado lo mínimo posible, al menos desde la perspectiva de la teoría económica.

---

<sup>5</sup> Esta narrativa institucional es alternativa y complementaria a ciertas versiones de la hipótesis de estancamiento secular, que enfatizan un aumento de los ahorros por encima de la inversión que empuja la economía hacia un equilibrio de bajo crecimiento (Summers, 2018). Mientras las hipótesis de estancamiento secular se centran en un aumento del ahorro en la reducción secular del tipo de interés, nuestra hipótesis institucional enfatiza la reducción de la inversión y el aumento de los rendimientos del capital.

Este resultado teórico a menudo se ha interpretado al pie de la letra para argumentar que el impuesto sobre la renta de las empresas y otros impuestos sobre la renta del capital, como los impuestos sobre los dividendos o las ganancias de capital, deberían reducirse lo máximo posible. Un ejemplo reciente que ha seguido esta lógica es la reforma impositiva de la Administración Trump (TCJA) en 2017, que redujo el tipo estatutario del impuesto de sociedades del 35% al 21%, y también redujo la base imponible con varias disposiciones temporales. Así, en 2019, en un momento de elevada desigualdad en términos históricos, y causada en parte por un aumento del poder de mercado de las corporaciones, solo el 6,6 % de los ingresos fiscales del Gobierno de Estados Unidos provenía del impuesto de sociedades. En términos del PIB, esta cifra solo representaba el 1,1%, uno de los porcentajes más bajos desde la década de 1940 y similar a los valores registrados durante las profundas recesiones de 1982 y 2009.

En realidad, la reforma de la Administración Trump es una más en la secuencia de reformas desde los años 80, en Estados Unidos y otros países, que han supuesto una pérdida recaudatoria en los impuestos sobre los dividendos, las ganancias de capital, el propio impuesto de sociedades, y otras formas de gravamen al capital (Brun y González, 2017; Gonzalez y Trivin, 2019). La evidencia empírica sobre estas reducciones es bastante contundente: apenas han tenido un efecto positivo sobre la inversión y el crecimiento económico pero sin embargo sí han contribuido a la mayor remuneración de los accionistas, así como a un aumento del valor de los activos financieros (Yagan, 2015; Kalcheva *et al.*, 2020; Boisel y Matray, 2022), contribuyendo a un mayor exceso de ahorro de los muy ricos (Brun *et al.*, 2022), que no ha dejado de aumentar durante las últimas décadas (Mian *et al.*, 2021).

Si la evidencia sobre los efectos en el crecimiento es escasa, la caída de los impuestos sobre el capital sí parece haber tenido efectos negativos muy grandes sobre la progresividad de los sistemas fiscales, particularmente en Estados Unidos, donde la caída ha ocurrido con mayor intensidad (Kayman, 2016; Hubmer *et al.*, 2022). Justo cuando era más necesario combatir la desigualdad, y cuando era más eficiente hacerlo vía impuestos (debido al origen de los rendimientos del capital), es cuando menos ha ocurrido. Los hogares correspondientes a la parte baja de la distribución del ingreso han estado pagando una cantidad relativamente mayor de impuestos, cotizaciones y gastos en salud a la vez que sus ingresos se han estancado, mientras que la parte superior, y singularmente los muy ricos, se ha beneficiado de la disminución de los impuestos sobre el capital, justo cuando sus ingresos han estado en auge (Saez y Zucman, 2019)

## 6. CONCLUSIÓN. DESIGUALDAD Y POLÍTICA ECONÓMICA

Las narrativas discutidas en el apartado anterior difieren en las causas subyacentes a las que atribuyen las tendencias macroeconómicas recientes, pero también en

sus prescripciones normativas sobre la «deseabilidad» de las consecuencias distributivas de estos cambios y en sus recomendaciones de *policy*.

Para la narrativa tecnológica, la relación entre el aumento de la productividad y el reparto de la productividad está gobernada de manera mecánica por la elasticidad de sustitución. Bajo esta hipótesis, las recientes tendencias en la desigualdad vendrían explicadas por un aumento de la tecnología sustitutiva de mano de obra en las últimas décadas. Desde una perspectiva normativa, esta narrativa tiende a ver la desigualdad como una consecuencia natural del ajuste de la economía al surgimiento de nuevas tecnologías. La desigualdad se puede mejorar con algunas políticas de redistribución pero, en última instancia, y para no dañar el crecimiento, la respuesta a largo plazo debe consistir en adaptar la oferta de trabajo a las mejoras tecnológicas, por ejemplo, modernizando el sistema educativo o mejorando las habilidades de la fuerza laboral.

Sin embargo, como argumentamos más arriba, la narrativa tecnológica no puede explicar algunos de los fenómenos observados en las economías industrializadas recientemente, particularmente el desacople de la productividad del trabajo con su remuneración media o la revalorización de activos. Estas tendencias están en el centro de la narrativa institucional, que resalta los cambios estructurales en el poder relativo de mercado de los factores productivos como causa principal del aumento de la desigualdad. Para esta visión, el aumento observado de la ratio de la riqueza sobre el PIB no refleja mejoras en la capacidad productiva de la economía, a diferencia de la narrativa tecnológica, sino un aumento de las rentas puras. En consecuencia, las tendencias recientes sobre desigualdad y crecimiento son ambas producto de un cambio en la estructura de mercado hacia una mayor concentración y una pérdida progresiva de poder sindical. Desde una perspectiva normativa, esta narrativa prescribe una aplicación más estricta de las leyes de competencia y revierte la desregulación competitiva incentivada por la globalización, que ha debilitado el poder de negociación del factor trabajo frente a la emergencia de grandes multinacionales que explotan economías de escala extraordinarias y ostentan un gran poder de mercado.

El análisis sobre la evolución de la progresividad impositiva complementa el del poder de mercado. Como hemos documentado en el apartado segundo, mientras los rendimientos del capital han ido en aumento reflejando un mayor poder de mercado, los impuestos a los ingresos de las corporaciones y a los beneficios distribuidos a los propietarios de activos han sufrido una caída progresiva. Por un lado, esta tendencia ha empeorado la progresividad de los sistemas tributarios y su capacidad para amortiguar el aumento de la desigualdad de la renta primaria. Por otro lado, la caída de los impuestos al capital ha amplificado el aumento del valor de los activos financieros producida por el aumento del poder de mercado, lo cual ha tenido un impacto sobre la desigualdad de la riqueza.

Como argumentamos en Brun, González y Montecino (2022), el análisis típicamente neoclásico sobre los efectos de los impuestos al capital se debilita enormemente ante la presencia de rentas de poder de mercado. Por ejemplo, en el caso del impuesto de sociedades, si el código tributario está bien diseñado, de manera que la financiación de la inversión productiva quede exenta de la base imponible del impuesto de sociedades, la carga impositiva recae mayoritariamente sobre las rentas económicas puras, con nulo impacto en términos de eficiencia y un potencial enorme en términos de progresividad. Por ello, una reforma fiscal de este tipo, que aumente el gravamen sobre los beneficios corporativos, es perfectamente compatible con dinámicas vigorosas y equitativas de crecimiento económico. A nuestro juicio, este tipo de reformas deberían ser complementarias a la regulación antimonopolio y sindical, y servirían igualmente para limitar el poder y regular el comportamiento de las grandes corporaciones y de los ricos.

## REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- AGHION, P.; CAROLI, E.; GARCIA-PENALOSA, C. (1999): «Inequality and economic growth: the perspective of the new growth theories», *Journal of Economic Literature*, 37(4), 1615-1660.
- ALESINA, A.; RODRIK, D. (1994): «Distributive politics and economic growth», *The Quarterly Journal of Economics*, 109(2), 465-490.
- AYALA, L.; CANTÓ, O. (2018): «The Driving Forces of Rising Inequality in Spain», en Nolan, Brian (ed.). *Inequality and Inclusive Growth in Rich Countries: Shared Challenges and Contrasting Fortunes*. Oxford: Oxford University Press.
- BANERJEE, A.V.; DUFLO, E. (2003): «Inequality and growth: What can the data say?», *Journal of Economic Growth*, 8(3), 267-299.
- BAO, R.; DE LOECKER, J.; EECKHOUT, J. (2022): «Are Managers Paid for Market Power». NBER Working Paper 29918
- BARRO, R.J. (2000): «Inequality and Growth in a Panel of Countries», *Journal of Economic Growth*, 5(1), 5-32.
- BAUMOL, W.J. (1967): «Macroeconomics of unbalanced growth: The anatomy of the urban crisis», *American Economic Review*, 57, 415-426.
- BENABOU, R. (1996): «Inequality and growth», *NBER macroeconomics annual*, 11, 11-74.
- (2000): «Unequal societies: Income distribution and the social contract», *American Economic Review*, 90(1), 96-129.
- BENHABIB, J.; RUSTICHINI, A. (1996): «Social conflict and growth», *Journal of Economic Growth*, 1(1), 125-142.
- BERG, A.; OSTRY, J.D.; CHARALAMBOS, G.T.; YAKHSHILIKOV, Y. (2018): «Redistribution, inequality, and growth: new evidence», *Journal of Economic Growth*, 23(3), 259-305.
- BHADURI, A.; MARGLIN, S. (1990): «Profit squeeze and Keynesian theory», en S. Marglin and J. Schor. (eds): *The Golden Age of Capitalism. Reinterpreting the Postwar Experience*. Oxford, Clarendon Press, 153-86
- BLECKER, R.A. (2016): «Wage-led versus profit-led demand regimes: the long and the short of it», *Review of Keynesian Economics*, 4(4), 373-390.
- (2020): «Long-term shifts in demand and distribution in neo-Kaleckian and neo-Goodwinian models», en: *Economic Growth and Macroeconomic Stabilization Policies in Post-Keynesian Economics*. Edward Elgar Publishing.
- BOISSEL, CH.; MATRAY, A. (2021): «Dividend Taxes and the Allocation of Capital». NBER Working Paper 30099
- BOURGUIGNON, F. (1981): «Pareto superiority of unegalitarian equilibria in Stiglitz' model of wealth distribution with convex saving function», *Econometrica: Journal of the Econometric Society*, 1469-1475.
- BRUN, L.; GONZALEZ, I. (2017): «Tobin's Q and Inequality». Available at SSRN 3069980.
- BRUN, L.; GONZALEZ, I.; MONTECINO, J. (2022): «Aggregate and Distributional Consequences of Corporate Taxation». SSRN Working Paper.
- CARD, D.; DINARDO, J.E. (2002): «Skill-biased technological change and rising wage inequality: Some problems and puzzles», *Journal of labor economics*, 20(4), 733-783.
- CASS, D. (1965): «Optimum growth in an aggregative model of capital accumulation», *The Review of Economic Studies*, 32(3), 233-240.
- CHAMLEY, CH. (1986): «Optimal taxation of capital income in general equilibrium with infinite lives», *Econometrica: Journal of the Econometric Society*, pp. 607-622.
- DE LOECKER, J.; EECKHOUT, J.; UNGER, G. (2020): «The Rise of Market Power and the Macroeconomic Implications», en: *The Quarterly Journal of Economics* 135.2, pp. 561-644.
- DE LOECKER, J.; EECKHOUT, J.; MONGEY, S. (2021): «Quantifying market power and business dynamism in the macroeconomy». National Bureau of Economic Research. (No. w28761).
- DERENONCOURT, E.; KIM, C.H.; KUHN, M.; SCHULARICK, M. (2022): «Wealth of Two Nations: The U.S. Racial Wealth Gap, 1860-2020». NBER Working Paper 30101.

- EASTERLY, W.; REBELO, S. (1993): «Fiscal policy and economic growth», *Journal of monetary economics*, 32(3), 417-458.
- FARBER, H.S.; HERBST, D.; KUZIEMKO, I.; NAIDU, S. (2021): «Unions and inequality over the twentieth century: New evidence from survey data», *The Quarterly Journal of Economics*, 136(3), 1325-1385.
- FARHI, E.; GOURIO, F. (2018): «Accounting for Macro-Finance Trends: Market Power, Intangibles, and Risk Premia». Brookings Papers on Economic Activity Fall, pp. 147-223.
- FORBES, K.J. (2000): «A reassessment of the relationship between inequality and growth», *American Economic Review*, 90(4), 869-887.
- GALOR, O.; ZEIRA, J. (1993): «Income distribution and macroeconomics», *The Review of Economic Studies*, 60(1), 35-52.
- GOLDIN, C.; KATZ, L.F. (1998): «The origins of technology-skill complementarity», *The Quarterly Journal of Economics*, 113(3), 693-732.
- GONZÁLEZ, I.; TRIVÍN, P. (2019): «The Global Rise of Asset Prices and the Decline of the Labor Share», Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2964329>.
- GREENWALD, D.L.; LETTAU, M.; LUDVIGSON, S.C. (2019): «How the Wealth Was Won: Factors Shares as Market Fundamentals». NBER Working Paper 25769.
- HALTER, D.; OECHSLIN, M.; ZWEIMÜLLER, J. (2014): «Inequality and growth: the neglected time dimension», *Journal of Economic Growth*, 19(1), 81-104.
- HUBMER, J.; KRUSELL, P.; SMITH, A.A. JR. (2021): «Sources of US Wealth Inequality: Past, Present, and Future». NBER Macroeconomics Annual 35.1, pp. 391-455.
- JUDD, K.L. (1985): «Redistributive taxation in a simple perfect foresight model», *Journal of Public Economics*, 28(1), pp. 59-83.
- KALCHEVA, I.; PLEČNIK, J.M.; TRAN, H.; TURKIELLA, J. (2020): «(Un)intended consequences? The impact of the 2017 tax cuts and jobs act on shareholder wealth», en: *Journal of Banking and Finance* 118.
- KALDOR, N. (1955): «Alternative theories of distribution», *The Review of Economic Studies*, 23(2), 83-100.
- (1957): «A model of economic growth», *The Economic Journal*, 67(268), 591-624.
- KALECKI, M. (1954): «Theory of Economic Dynamics». Reprinted in J. Osiatynski (ed): *Collected Works of Michal Kalecki*, Vol. 1, Oxford, Clarendon Press.
- KARABARBOUNIS, L.; NEIMAN, B. (2014): «The Global Decline of the Labor Share». *Quarterly Journal of Economics* 129.1, pp. 61-103.
- KAYMAK, B.; POSCHKE, M. (2016): «The Evolution of Wealth Inequality over Half a Century: The Role of Taxes, Transfers and Technology», *Journal of Monetary Economics* 77.1, pp. 1-25.
- KEYNES, J.M. (1937): «The general theory of employment», *The Quarterly Journal of Economics*, 51(2), 209-223.
- KHUN, M.; SCHULARICK, M.; STEINS, U.I. (2020): «Income and Wealth Inequality in America: 1949-2016». *Journal of Political Economy*, 128.9, pp. 3469-3519.
- KOOPMANS, T.C. (1963): «On the concept of optimal economic growth». Cowles Foundation for Research in Economics, Yale University.
- KRUSELL, P.; OHANIAN, L.E.; RIOS-RULL, J.V.; VIOLANTE, G.L. (2000): «Capital Skill Complementarity and Inequality: A Macroeconomic Analysis», *Econometrica* 68, pp. 1029-1054.
- KUZNETS, S. (1955): «Economic growth and income inequality», *American Economic Review*, 45(1), 1-28.
- LAVOIE, M. (1992): Foundations of post-Keynesian economic analysis. *Books*.
- MIAN, A.; STRAUB, L.; SUFI, A. (2021): «The Saving Glut of the Rich». NBER Working Paper 26941.
- MILANOVIC, B.L.; VAN DER WEIDE, R. (2014): «Inequality is bad for growth of the poor (but not for that of the rich)». The World Bank. No. 6963.
- MOLL, B.; RACHEL, L.; RESTREPO, P. (2021): «Uneven growth: automation's impact on income and wealth inequality». NBER Working Paper w28440.
- MURPHY, K.M.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. (1989): «Income distribution, market size, and industrialization», *The Quarterly Journal of Economics*, 104(3), 537-564.
- OHANIAN, L.E.; ORAK, M.; SHEN, S. (2021): «Revisiting Capital-Skill Complementarity, Inequality, and Labor Share». NBER Working Paper 28747.

- PALLEY, T.I. (2017): «Wage-vs. profit-led growth: the role of the distribution of wages in determining regime character», *Cambridge Journal of Economics*, 41(1), 49-61.
- PEROTTI, R. (1992): «Income distribution, politics, and growth», *The American Economic Review*, 82(2), 311-316.
- (1996): «Growth, income distribution, and democracy: What the data say», *Journal of Economic Growth*, 1(2), 149-187.
- PERSSON, T.; TABELLINI, G. (1994): «Is inequality harmful for growth?», *American Economic Review*, 84(3), 600-621.
- PIKETTY, T. (2014): *Capital in the Twenty-First Century*. Harvard University Press.
- (2015): «About *Capital in the Twenty-First Century*», *American Economic Review*, 105 (5): 48-53.
- PIKETTY, T.; ZUCMAN, G. (2014): «Capital is Back: Wealth Income Ratios in Rich Countries 1700-2010», *Quarterly Journal of Economics* 129.3, pp. 1255-1310.
- PIKETTY, T.; SAEZ, E.; ZUCMAN, G. (2018): «Distributional National Accounts: Methods and Estimates for the United States», *Quarterly Journal of Economics* 133.2, pp. 553-609.
- POWER, L.; FRERICK, A. (2016): «Have Excess Returns to Corporation Been Increasing Over Time?», *National Tax Journal* 69.4, pp. 831-846.
- RICARDO, D. (1821): *On the principles of political economy*. London: J. Murray.
- ROGNLIE, M. (2015): «Deciphering the Fall and Rise in the Net Capital Share: Accumulation or Scarcity?», en: *Brookings Papers on Economic Activity*, 46, 1-69.
- SAEZ, E.; ZUCMAN, G. (2016): «Wealth Inequality in the United States since 1913: Evidence from Capitalized Income Tax Data», en: *Quarterly Journal of Economics* 131.2, pp. 519-578.
- (2019): *The triumph of injustice: How the rich dodge taxes and how to make them pay*. WW Norton & Company.
- (2020): «The Rise of Income and Wealth Inequality in America: Evidence from Distributional Macroeconomic Accounts», *Journal of Economic Perspectives* 34.4, pp. 3-26.
- SOLOW, R.M. (1956): «A contribution to the theory of economic growth», *The Quarterly Journal of Economics*, 70(1), 65-94.
- STANSBURY, A.; SUMMERS, L. (2020): «The Declining Worker Power Hypothesis: An Explanation for the Recent Evolution of the American Economy», *Brookings Papers on Economic Activity*, Spring.
- STEINBAUM, M.; STUCKE, M.E. (2020): «The Effective Competition Standard: A New Standard for Antitrust», *The University of Chicago Law Review* 87(2) pp. 595-623.
- STIGLITZ, J.E. (2015): «New theoretical perspectives on the distribution of income and wealth among individuals». Part I - IV: (No. w21192). National Bureau of Economic Research.
- STOCKHAMMER, E. (2017): «Wage-led versus profit-led demand: what have we learned? A Kaleckian-Minskyan view», *Review of Keynesian Economics*, 5(1), pp. 25-42.
- SUMMERS, L.H. (2018): «Secular stagnation and macroeconomic policy», *IMF Economic Review*, 66(2), 226-250.
- SWAN, T.W. (1956): «Economic growth and capital accumulation», *Economic record*, 32(2), 334-361.
- SWEEZY, P.M. (2004): «Monopoly capitalism», *Monthly Review*, 56(5), 78-86.
- WEIL, D. (2014): *The Fissured Workplace*. Harvard University Press.
- YAGAN, D. (2015): «Capital Tax Reform and the Real Economy: The Effects of the 2003 Dividend Tax Cut», *American Economic Review* 105(12), pp. 3531-63.