



ASOCIACION ARGENTINA
DE ECONOMIA POLITICA

ANALES | ASOCIACION ARGENTINA DE ECONOMIA POLITICA

LIII Reunión Anual

Noviembre de 2018

ISSN 1852-0022

ISBN 978-987-28590-6-0

Desequilibrios globales de cuenta corriente y distribución del ingreso en el G20. Entre Trump y la ortodoxia una propuesta para la coordinación macroeconómica

Carrera, Jorge

Desequilibrios globales de cuenta corriente y distribución del ingreso en el G20. Entre Trump y la ortodoxia una propuesta para la coordinación macroeconómica.

Jorge Carrera
Universidad Nacional de La Plata (UNLP) – CONICET ¹

Resumen

El G20 postula la necesidad de un crecimiento fuerte, equilibrado y sostenible. En ese contexto, los desequilibrios globales de la cuenta corriente (CC) y la redistribución regresiva del ingreso son dos problemas cruciales, que podrían estar interrelacionados.

Se estudia la interacción entre la distribución y el sector externo de las economías logrando evidencia econométrica en un amplio panel de países donde una mayor participación salarial se relaciona con un deterioro de la CC. Se controla por submuestras según el desarrollo y con diferentes metodologías. Por tanto, se deduce que economías con alta integración requieren una atención simultánea de ambos objetivos.

La segunda mitad discute alternativas para que, en el marco de la actual gobernanza global, sea posible alcanzar los objetivos de mejorar la distribución del ingreso y reducir los desequilibrios globales de CC. Se muestra que la coordinación internacional de políticas redistributivas implementadas secuencialmente puede ser una solución superior a que cada país juegue independientemente. Se analizan las dificultades de ejecución de una propuesta cooperativa, pero al mismo tiempo, se muestra que las alternativas no cooperativas para ajustar la CC las tradicionalmente propuestas por el FMI o las "nuevas" políticas proteccionistas de Trump son negativas para la economía global.

Palabras clave: Desigualdad, Cuenta corriente, Ahorro, Inversiones, Distribución funcional del ingreso, Coordinación de políticas macroeconómica, G20.

JEL classification : C23, D31, D33, E21, F32, F41.

Abstract

The G20 have postulated the need for strong, balanced and sustainable growth. In this context, the global imbalances of the current account (CC) and the regressive redistribution of income are two crucial problems, which could be connected.

The interaction between the distribution and the external sector of the economies is studied, achieving econometric evidence in a wide panel of countries where a greater wage participation is related to a deterioration of the CC. It is controlled for sub-samples according to the level of development and for different methodologies. Therefore, it can be deduced that economies with high integration require simultaneous attention to both objectives.

The second half discusses alternatives in order to -within the framework of the current global governance- it is possible to achieve, both, the improvement of income distribution and a reduction in global CC imbalances. It is shown that the international coordination of redistributive policies implemented sequentially can be a superior solution for countries than playing independently. The difficulties of accomplishing a cooperative proposal are analyzed, but at the same time, it is exposed that the non-cooperative alternatives to adjust the CC traditionally proposed by the IMF or the "new" protectionist policies of Trump are negative for the global economy.

Keywords: Inequality, Current account, Savings, Investments, Functional distribution of income, Macroeconomic policy coordination, G20.

¹ Una versión anterior de este trabajo ha sido publicada por el Real Instituto Elcano de Madrid. Se agradece especialmente a Ileana Olivé y Aitor Pérez por el apoyo para este Proyecto y a Clara Crespo y José Moisés Martín Carretero por los excelentes comentarios en el Seminario realizado en el Real Instituto Elcano. También deseo destacar los comentarios y aportes de Esteban Rodríguez, Mariano Sardi, Francisco Pizzi y Pablo de la Vega así como de los participantes y comentaristas en las reuniones de la SASE 2017 en Lyon y la EBES 2018 en Berlín.

Desequilibrios globales de cuenta corriente y distribución del ingreso en el G20. Entre Trump y la ortodoxia una propuesta para la coordinación macroeconómica.

Jorge Carrera

1. Introducción. Dos objetivos para la economía global

La economía internacional enfrenta dos desafíos particularmente relevantes. Por un lado, reducir la desigualdad, y por el otro corregir en forma efectiva los desequilibrios de la cuenta corriente del balance de pagos (CC) que se han convertido en una deficiencia sistémica clave en el funcionamiento de la arquitectura financiera internacional.

Ambos problemas han recibido una creciente atención a partir de la crisis financiera internacional porque importantes autores los han señalado como dos de las posibles causas de la crisis iniciada en 2007 (Bernanke, 2009; Galbraith, J. K. 2012; Stiglitz 2012).

Por otro lado, importantes organismos internacionales han colocado entre sus objetivos la necesidad de corregir estos problemas en la economía internacional en los próximos años. Las Naciones Unidas a través de los Objetivos de Desarrollo Sostenible (ODS) es el foro más amplio y abarcativo donde se ha planteado esta problemática a través de varios de sus ODS. En particular, el ODS 10 establece “Reducir la desigualdad en y entre los países”, el ODS 8 “Promover el crecimiento económico sostenido, inclusivo y sostenible, el empleo pleno y productivo y el trabajo decente para todos”, y el ODS 17 “Revitalizar la Alianza Mundial para el Desarrollo Sostenible”.

Complementariamente, el G20 como grupo específico y más focalizado -que a partir de la crisis ha pasado a representar el liderazgo de la gobernanza económica global (ver Carrera, 2009)- también se ha manifestado sobre estos dos problemas de la economía global.

Desde 2009, el G20 ha reiterado como objetivo central que se debe lograr un “crecimiento global fuerte, equilibrado y sostenible”. El punto de equilibrado refiere justamente a que los altos y persistentes déficits en cuenta corriente no pueden ser la base de una internacionalización comercial y financiera estable. Por otro lado, el adjetivo sostenible refiere -entre otros aspectos- a que el crecimiento global debe estar basado en una menor desigualdad para que sea social y políticamente viable. Ineludiblemente, esa menor desigualdad requiere -como se verá- reconstruir la participación de los trabajadores (en sentido amplio) en el ingreso nacional.

En este trabajo se indaga si la búsqueda de estos objetivos es independiente o está interrelacionada. Específicamente, si la búsqueda de una menor desigualdad no colisiona con el objetivo de lograr un equilibrio sostenible en los flujos comerciales y financieros entre países.

En lo que sigue se analizará la dinámica de la desigualdad y la distribución del ingreso a nivel global, luego se estudiará la situación de los desequilibrios globales de CC, y en tercer lugar se examinará empíricamente la relación entre ambas variables controlando por otros aspectos claves de la economía internacional. En base a estos resultados se discutirá qué perspectiva enfrentan los países cuando quieren resolver estos desequilibrios en forma

individual y luego cuál es la situación a nivel multilateral. Como resultado se discutirán los escenarios de alternativas no cooperativas que existen hasta el momento, y se presentará una propuesta de coordinación de políticas macroeconómicas que atiende simultáneamente a los dos objetivos.

2. Desigualdad y participación del salario en el ingreso

Luego de estar décadas relegado a un lugar secundario de la discusión macroeconómica, el interés por la distribución del ingreso y la desigualdad ha recuperado una notable centralidad en el debate académico y de política. La visión predominante desde los años 60 en las corrientes teóricas principales era que la desigualdad podía ser vista como un subproducto del nivel de desarrollo. Se apoyaba en la hipótesis de una posible relación no lineal capturada por la conocida “U invertida” de Kuznets, según la cual existía un aumento de la desigualdad en los estadios intermedios de crecimiento que luego se reducía al avanzar a estadios superiores del desarrollo. En este contexto, intervenir con políticas de reducción de la desigualdad era considerado negativo para el proceso de crecimiento (Kuznets, 1955). Subyace en esta visión la idea de un rol positivo de la desigualdad como incentivador de un mayor esfuerzo individual, y por ende un estímulo a la inversión y el crecimiento (Okun, 1975). Ver Bourguignon (1981) para una presentación un modelo teórico y de sus derivaciones normativas.

A partir de los años noventa algunos economistas como Stiglitz (1997), en base a la experiencia de desarrollo asiática, o Galor y Tsiddon (1997) muestran que la desigualdad puede ser nociva para el desarrollo y generar problemas macroeconómicos y, potencialmente, crisis (Carrera y Rodríguez, (2016). En efecto, la crisis financiera internacional reubica en el centro del debate a la distribución del ingreso y la desigualdad. Diversos autores enfatizan que la creciente desigualdad y los intentos de compensarla con mayor acceso al crédito fue uno de los factores desencadenantes de la crisis subprime en EE.UU. (Palley, 2015; Stiglitz, 2012). También organizaciones internacionales como el FMI y la OECD han mostrado un nuevo interés por la desigualdad especialmente por el fuerte impacto que la misma tiene sobre el crecimiento económico (Berg., Ostry, y Tsangarides, 2014; OCDE, 2014).

Cuando se analiza la evidencia, se aprecia que la desigualdad medida por la participación en el ingreso disponible del 1% más rico de la población ha crecido fuertemente en todos los países. Estos indicadores referidos como los top incomes han sido popularizados por las investigaciones de Atkinson, Piketty y Alvaredo entre otros economistas (Piketty, 2014). La Figura 1(A y B) muestra los datos reportados en el “World inequality Report 2018” de Alvaredo et al. (2018), donde se evidencia un fuerte aumento del porcentaje de ingreso que se apropia el top 1%, el cual pasó de 16% en los años 80 a casi el 21% desde 2010. Ese cambio es más pronunciado en economías como EEUU donde pasó del 9.4% en 1980 al 21.8% en 2012, mientras que en Europa ese cambio fue mucho menor (Francia de 7.8% a 8.8% o España de 7.6% a 8.6%, R.U de 6.7% a 12.7%).

Figura 1 (A). Participación en el ingreso del percentil más alto y del 50% de menores ingresos. 1980-2015

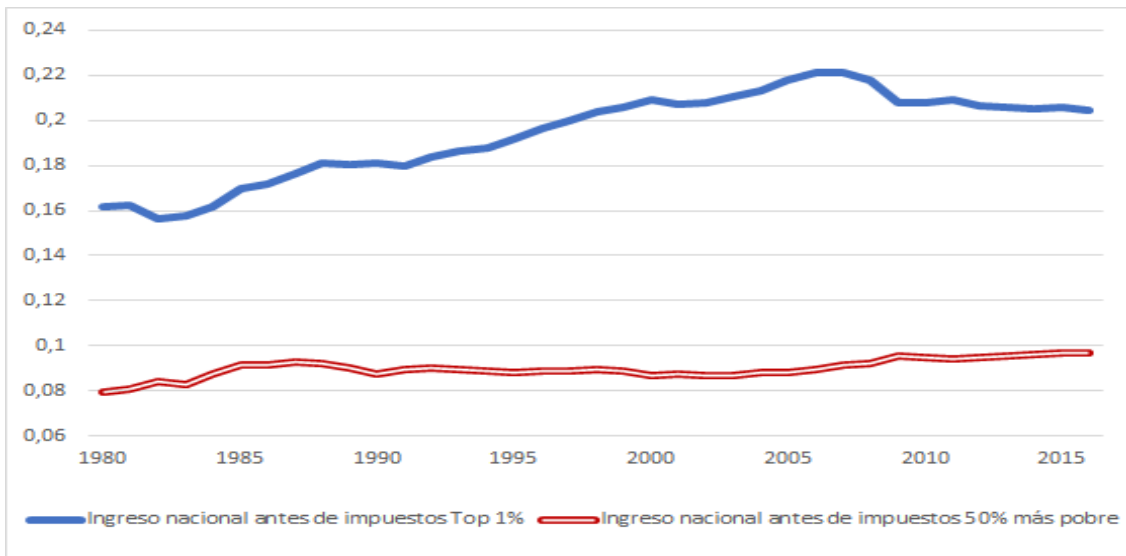
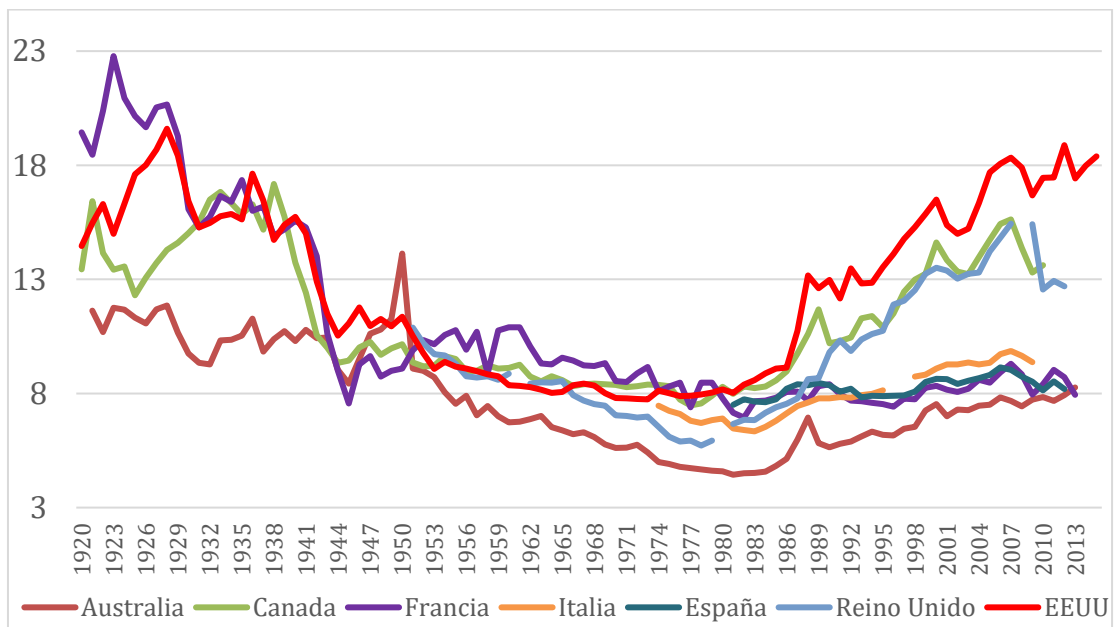


Figura 1 (B). Participación en el ingreso del percentil más alto en países avanzados. 1920-2015



Fuente: World Inequality Report 2018; Alvaredo et al. (2018).

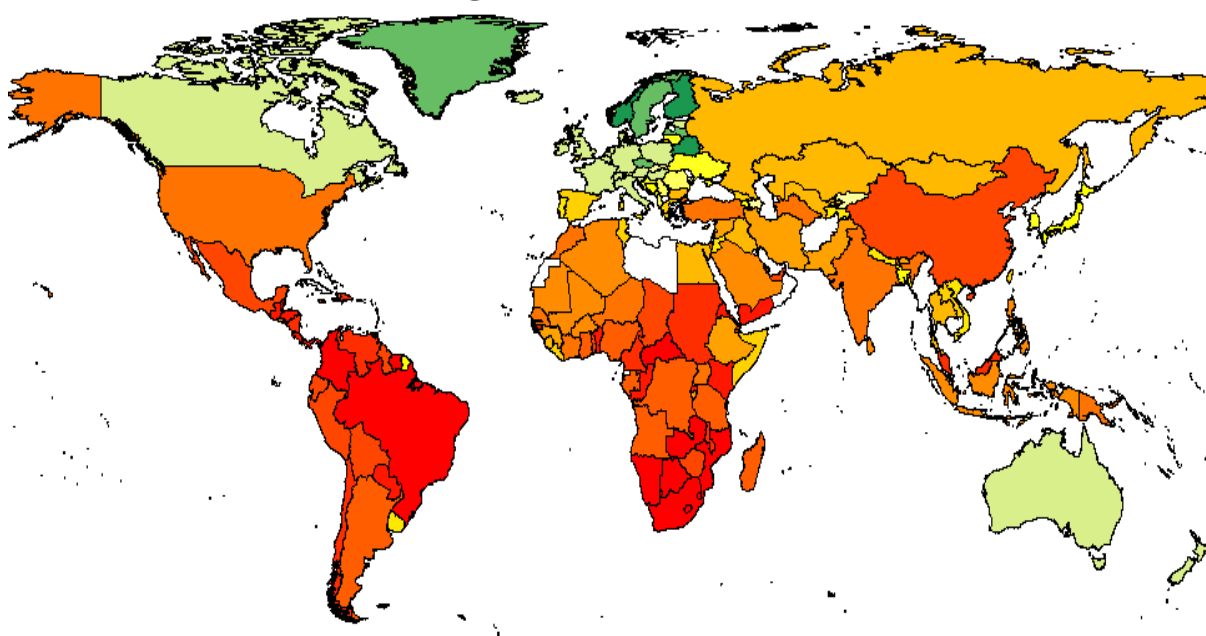
Otras formas de medir la desigualdad, como el Coeficiente de Gini², también muestran cambios significativos en un análisis de largo plazo. América del Norte, Europa, Asia, Medio Oriente evidencian deterioros, mientras que América Latina y África Subsahariana muestran disminuciones en la desigualdad, pero desde niveles muy altos que todavía dejan a estas regiones muy por arriba del resto. Sin embargo, si bien el mundo ha disminuido la desigualdad

² El coeficiente de Gini mide la desigualdad en la distribución del ingreso en forma tal que una completa igualdad corresponde a un coeficiente igual a cero y una total desigualdad, donde un habitante se apropia de todo el ingreso disponible, equivaldría a 1. La base que hemos utilizado está estandarizada por Soltz (2014) para permitir la comparabilidad entre países.

entre países, por el aumento en el ingreso medio en países de Asia y África, al mismo tiempo ha aumentado la desigualdad dentro de los países. El mapa que se presenta en la Figura 2 refleja una gran variedad en los niveles del coeficiente de Gini para el período 2011-2015.

Si bien la desigualdad -medida tanto por lo que se apropia los percentiles más altos como por el coeficiente de Gini- tiene múltiples determinantes, existe un importante consenso sobre el rol central que cumple la participación salarial como determinante de la desigualdad (Checchi y García-Peñalosa, 2005). Como se puede apreciar de la Figura 3 existe una fuerte correlación negativa entre la participación de los trabajadores en el ingreso y el coeficiente de Gini y la participación de Top 1% en el ingreso³ respectivamente .

Figura 2. Coeficientes de Gini promedios. 2011-2015



Nota: los colores oscilan desde el verde que indica los países con menores coeficientes de Gini (y por ende la menor desigualdad) en el periodo hasta el rojo que indica los mayores coeficientes para dicho período (y por tanto la mayor desigualdad).

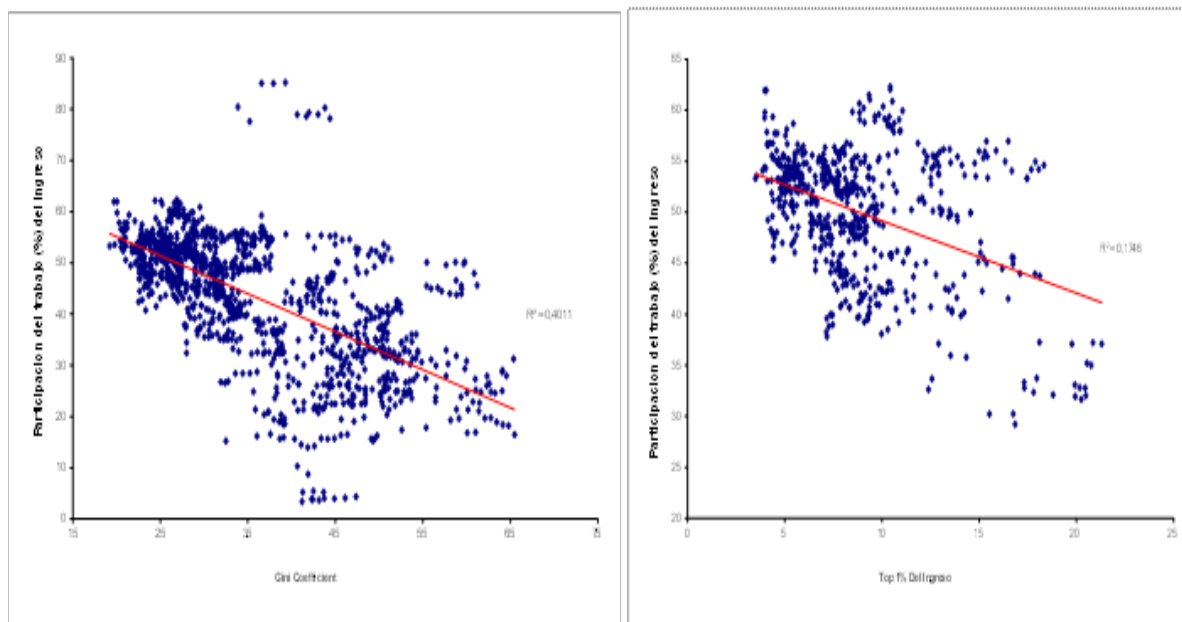
Fuente: "World Development Indicators" y "The Standardized World Income Inequality Database".

Checchi y García-Peñalosa (2005) modelan el coeficiente de Gini como una función de las proporciones de población, el número de propietarios de capital, la participación del salario, el diferencial salarial, y los subsidios de desempleo. Los autores sostienen que una menor participación del salario incrementa la desigualdad aumentando los beneficios y, por lo tanto,

³ En lo que respecta a la participación del salario en el ingreso nacional se ha elegido la base de datos elaborada por Karabarbounis y Neiman (2013) que permite homogeneizar el tratamiento de los datos provenientes de las estadísticas nacional para facilitar su comparabilidad. Nótese que, en un determinado momento, una caída en la participación de los asalariados en el ingreso puede estar generada por la combinación de algunos de estos eventos: una caída en la remuneración salarial medida en términos reales, una caída en el empleo o un aumento en el ingreso disponible total no dirigido a los asalariados.

el ingreso de los individuos más ricos. Encuentran evidencia de que la reversión de la tendencia en la desigualdad del ingreso observada en la mayoría de las economías europeas a finales de los años 70' es en gran parte explicada por la caída contemporánea en la participación del salario en el ingreso.

Figura 3. Diagrama de puntos y correlación simple entre la Participación del trabajo y el Coeficiente de Gini (izquierda) y con el Ingreso del percentil más alto (derecha).



Fuente: The World Top Income Database y The Standardized World Income Inequality Database”.

En este sentido, el aumento de la desigualdad se refleja en la caída tendencial observada desde los años 80 de la participación de los salarios en el ingreso en favor de la remuneración al capital (ver Figura 4 para un análisis de la caída tendencial de la participación global del salario en el ingreso mundial). Como se observa entre 1975-1980 los salarios representaban en torno al 64% del ingreso en el sector manufacturero y alrededor del 55 en la economía en general. Han caído hacia el final de la serie a valores en torno al 57% y al 50% .

Varias décadas atrás, la evidencia empírica surgiría una notable estabilidad en la participación de los trabajadores en el ingreso, al menos en el mediano y largo plazo, a tal punto que esto constituía uno de los conocidos “hechos estilizados” de Kaldor (1961). En sus estudios de crecimiento económico, dicho autor encontró que la participación del trabajo en el ingreso permanecía estable a lo largo del tiempo, lo cual implicaba un incremento de los salarios reales proporcional a la tasa de crecimiento promedio de la productividad (ver Figura A2 en el Apéndice para el caso de los EE.UU). Sin embargo, estudios recientes indican que el hecho estilizado actual es que la participación de los ingresos del capital ha crecido en lugar de permanecer constante según se aprecia en la Figura 4ª para el mundo (Rodríguez y Jayadev, 2010; Kanbur y Stiglitz, 2015). En efecto, diversos trabajos sostienen que –al menos desde comienzos de los años 80’- existe una tendencia global decreciente de la participación del salario en el ingreso, la cual puede ser explicada, entre otras razones, por una caída en el precio relativo de los bienes de inversión (Karabarbounis y Neiman, 2013; FMI, 2017). Consecuentemente, las ganancias de eficiencia de los sectores productivos, usualmente

atribuidas a la tecnología informáticas (IT), incentivan un uso más intensivo del capital, desplazando mano de obra en términos relativos, en especial trabajadores de baja y media calificación.

El análisis de los países individuales permite apreciar que en una gran mayoría hubo una caída en la participación del salario en el ingreso como se puede observaren la Figura A3 en el Apéndice que contiene las series históricas para varios países seleccionados que replican la secuencia de la serie global. La Figura 5B muestra la caída entre 1970 y 2017 en algunas de las principales economías del G20.

Figura 4A. Participación del trabajo en el ingreso para el mundo. 1975-2011

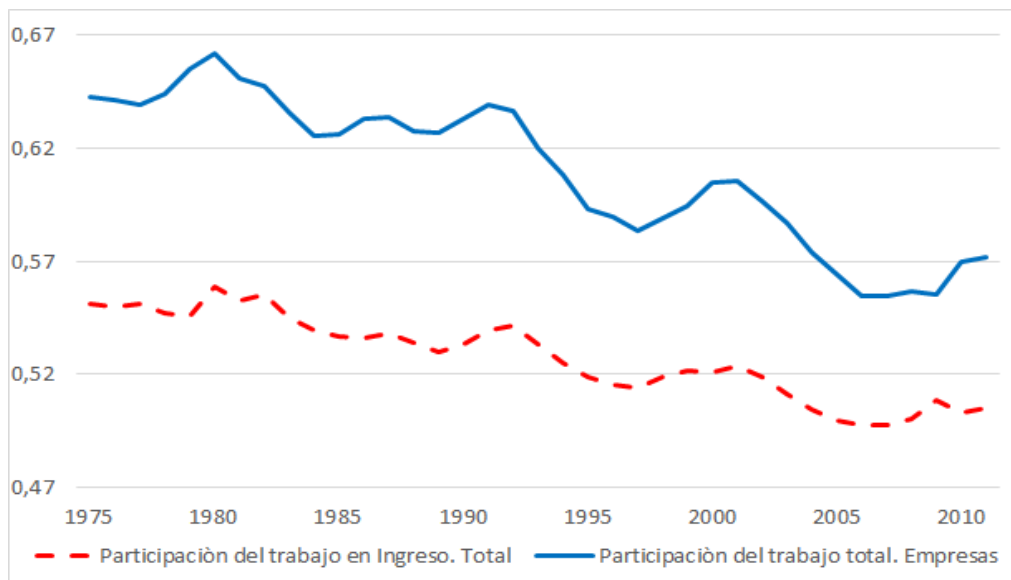
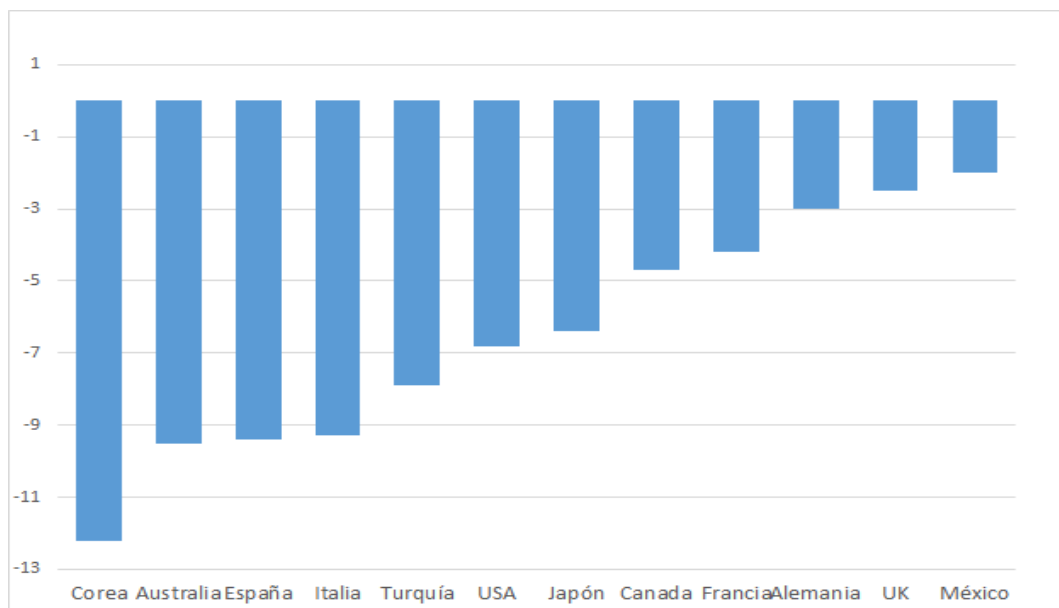


Figura 4B. Variación porcentual en la participación del trabajo. Países del G20. 1970-2017



Nota: Figura A, Promedio ponderado por PBI de cada país. Figura B, Para Corea, Turquía y México se toma el intervalo de 1995 a 2017 y IMF-WEO y G20. Fuente: Elaboración propia

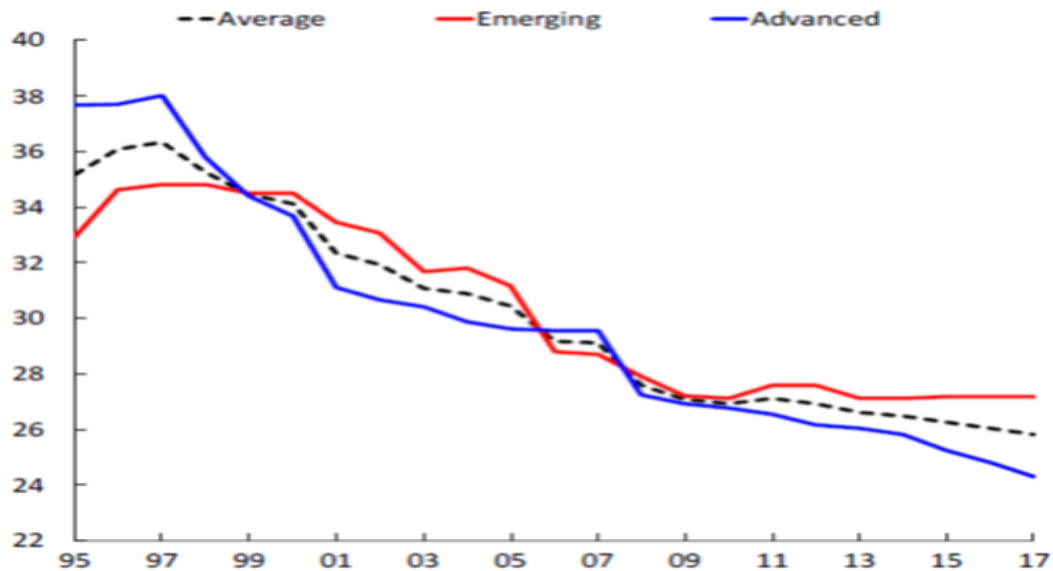
en base a Karabarbounis, L y Neiman, B. (2013), The World Top Income Database y The Standardized World Income Inequality Database.

Un elemento importante para evaluar esta caída de la participación del trabajo en el ingreso en la comparación de largo plazo es que en economías sobre las cuales existen suficientes datos, como son los países avanzados, es posible ver que hasta los años 80 el comportamiento del salario real se movía en sintonía con el crecimiento de la productividad. Ese movimiento simultáneo se rompe de allí en adelante producto de múltiples factores entre los que se destacan (en orden que no denota importancia relativa): la mayor apertura comercial de las economías, la caída en la importancia de los sindicatos, la descentralización en las negociaciones salariales, el avance tecnológico ahorrador de mano de obra en general y más intensivo en la diferenciación de las habilidades laborales necesarias. Lo cual pone presión a la población con ingresos medios o bajos. Autores relacionados con escuelas como la regulacionista interpretan este fenómeno como un cambio en el modelo de acumulación desde el fordismo hacia la valorización del capital financiero (Boyer, 2011). Autores de la tradición poskeynesiana señalan que los regímenes de acumulación en número importante de países pasan de estar impulsados por los salarios a estar impulsados por los beneficios empresarios (Stockhammer, Onaran y Ederer, 2009; Blecker, 2016).

Justamente, respecto a los beneficios del capital, si se buscara analizar las políticas económicas que están relacionadas más intensamente con la disminución de la participación de los trabajadores en el ingreso, remarcaríamos que ha existido una tendencia generalizada a reducir la tasación al capital y a fomentar la flexibilidad en la contratación laboral.

La caída en la participación del salario en el ingreso de la Figura 4B se da en simultánea con una caída en la tasa impositiva promedio que se cobra a los beneficios empresarios. La Figura 5 muestra que para la muestra correspondiente a los países del G20 la caída es mayormente homogénea entre países Avanzados y Emergentes. Desde una tasa promedio en torno al 35% en el último quinquenio de los años 90, donde los Emergentes tenían alícuotas más bajas que los Avanzados, se pasa a tasas en torno al 27%, donde los países Avanzados tienen tasas menores. Las nuevas políticas impulsadas por el presidente Trump de rebajas impositivas posiblemente continuarán empujando a la baja la tendencia global, fruto de la competencia entre países por atraer la base tributaria. Este problema llamado de “erosión de la base impositiva” que se da junto con el “arbitraje regulatorio” ha sido regularmente tratado por el G20, pero el nuevo contexto de disparidad marcada de opiniones abre dudas sobre la efectividad de los compromisos logrados anteriormente.

**Figura 5. Tasa impositiva sobre las ganancias de las empresas.
Países del G20. 1995-2017.**



Fuente: Elaboración propia en base a Karabarbounis, L y Neiman, B. (2013), The World Top Income Database y The Standardized World Income Inequality Database.

La preocupación por la desigualdad y, en particular, por la participación del salario en el ingreso tiene distintas aristas económicas, políticas y sociales. Por un lado, respecto a la macroeconomía se ha hecho fuerte la idea de que una distribución crecientemente regresiva puede acentuar la tendencia hacia un crecimiento débil o un estancamiento secular (Summers, 2015). Esto se ha manifestado en forma contundente en los más altos niveles de coordinación de políticas globales. Por ejemplo, en un trabajo preparado para el G20, tres instituciones multilaterales sostenían que "Una decreciente participación del salario en el ingreso puede limitar el consumo de los hogares y reducir la demanda agregada si la redistribución del ingreso al capital no aumenta suficientemente la inversión, o si los salarios más bajos no incrementan las exportaciones netas para compensar la menor demanda interna. A su vez, estos efectos negativos del consumo pueden debilitar la inversión, ya que las empresas no ven nuevas fuentes de demanda. El efecto negativo resultante en la demanda mundial puede limitar las exportaciones y reducir el crecimiento económico" OIT, FMI y OCDE (2015).

Respecto a las aristas políticas y sociales la caída en la participación de los asalariados en el ingreso está asociada, según diversos autores, con la sostenibilidad del crecimiento y con la sostenibilidad misma de los esquemas democráticos. De acuerdo con Gould & Hijzen (2016) una sociedad percibida como desigual e injusta puede afectar el crecimiento y la inversión en diferentes niveles. Por ejemplo, incentivando una mayor sensibilidad política contra la estructura vigente, mayor evasión fiscal y corrupción, menor percepción de seguridad legal para las inversiones y mayores búsquedas de actividades de rent-seeking. Respecto a la política fiscal Persson y Tabellini (1994), Alesina y Rodrik (1994) y Perotti (1996) señalan que la desigualdad genera un proceso que denominan el "ciclo fiscal endógeno". Una creciente desigualdad incentivaría las presiones electorales para que haya mayores niveles de impuestos sobre las ganancias empresariales, el capital físico o las propiedades (e incluso sobre los retornos del capital humano) reduciendo la inversión y por ende el crecimiento. En casos más agudos, la inequidad percibida, estimula reacciones económicas políticas y

sociales que generan incertidumbre e inestabilidad política y social (Alesina y Perotti, 1996) o la falta de consenso para enfrentar shocks macroeconómicos y amortiguar el ciclo económico (Rodrik, 1999), lo cual incrementa la volatilidad macroeconómica.

Todos estos aspectos muestran con claridad porqué el G20 cuando propicia un crecimiento global fuerte, equilibrado y sostenible deberían dar prioridad a reducir la desigualdad a través de una recomposición en la participación de los trabajadores en el ingreso. Es improbable que con intervenciones marginales en otros temas que no toquen el corazón de la distribución del ingreso se pueda dar un cambio sustantivo en los niveles de desigualdad. Más aún -y en una extensión que excede esta investigación- como señalan Alvaredo et al. (2018) la desigualdad en los stocks de riqueza que se potencia a partir de la desigualdad de ingresos es un problema aún más intenso.

3. Los desequilibrios globales de la cuenta corriente de la balanza de pagos

El sistema financiero internacional ha registrado desde mediados de los años 90 un acrecentamiento en los niveles de déficit y superávit en cuenta corriente del balance de pagos (CC) de varios países relevantes. Esos desequilibrios se han mostrado persistentes. Es decir, los países que tiene déficit lo mantienen durante largos períodos y lo mismo ocurre para los países con superávit, por lo cual el resultado no puede ser atribuido a perturbaciones transitorias en el ahorro o la inversión.

La moderna teoría económica intertemporal muestra que con mercados financieros perfectos los déficits en CC son eficientes en tanto permiten combinar distintos objetivos de ahorro en inversión entre dos países con lo cual el bienestar que se alcanza es mayor que en el caso de enfrentar una restricción financiera externa, donde cada país debe consumir lo que produce en cada momento del tiempo. Por otro lado, la evidencia empírica muestra que los déficits en CC son la contracara de la apertura de la cuenta capital que permite que influjos de capitales (deuda o inversión extranjera) financien esos déficits. De hecho, Blanchard y Giavazzi (2002) mostraron que la llamada paradoja de Feldstein-Horioka -que señalaba la alta correlación entre ahorro e inversión en la mayoría de los países como muestra de la baja integración financiera internacional en los años 70- desapareció en los 2000.

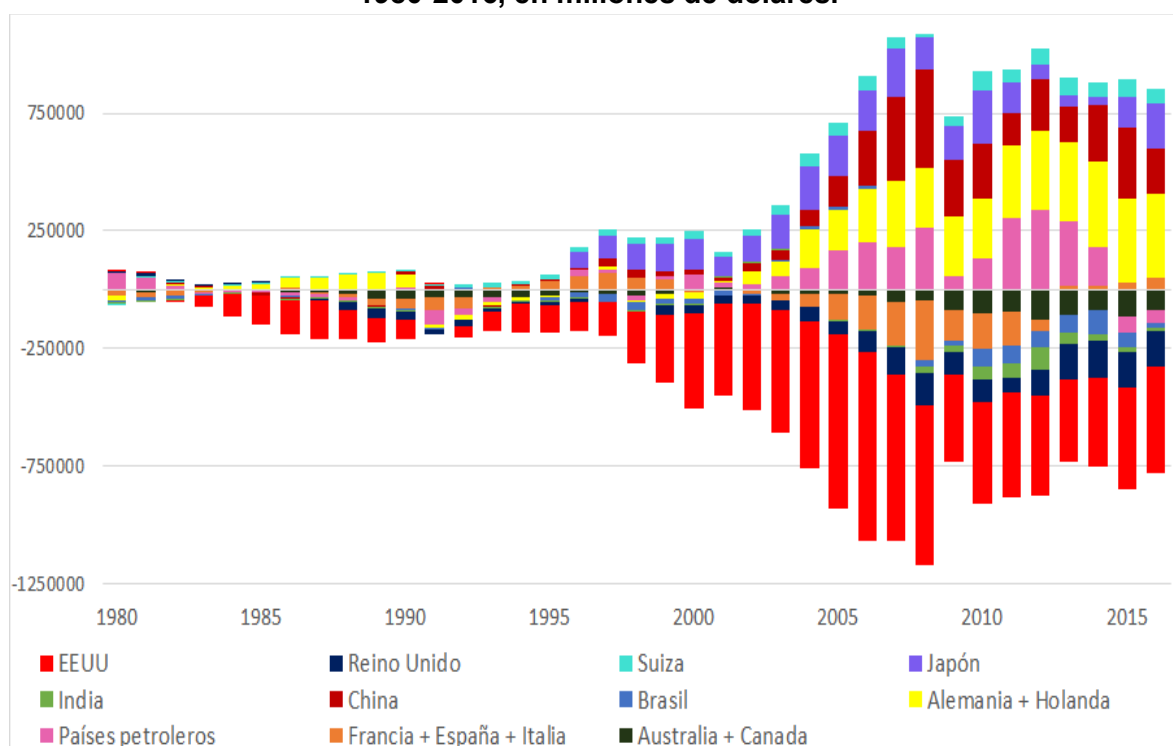
Sin embargo, las características preocupantes de los desequilibrios que se observan desde mediados de los 90 son su tamaño y su persistencia en el tiempo. Semejantes dinámicas estarían reflejando distorsiones significativas en la asignación del ahorro mundial, como así también riesgos importantes para la economía internacional derivados de su sostenibilidad. Es decir, déficits muy grandes están sujetos al problema de la reversión en su financiamiento ante distintos tipos de shocks, lo cual está asociado con la probabilidad de ajustes abruptos e inestabilidad financiera.

Complementariamente, un desequilibrio persistente en flujos conlleva crecientes desequilibrios en los stocks de activos externos netos de los países. De este modo, una economía deficitaria puede ver aumentar año a año su deuda externa (disminuyendo su posición de activos externos netos), mientras que los países superavitarios ven aumentar su posición acreedora neta respecto al resto del mundo. El crecimiento de grandes niveles de deuda fragiliza la situación del deudor y del sistema en general. Es paradójico que una crisis global originada en problemas de deuda en EEUU y en Europa haya encontrado su salida

con un aumento de los niveles de endeudamiento globales. Borio, James, y Shin (2014) es uno de los artículos de la serie de trabajos realizados en el BIS donde se analiza la cuestión del creciente endeudamiento global. Esto abarca no solo en los países avanzados sino también en los países emergente, donde han adquirido un rol nuevo y principal las grandes corporaciones no financieras locales que han tenido acceso a los mercados globales para financiarse en monedas externas (dólar principalmente). De hecho, la deuda no financiera de países emergentes denominada en dólares pasó de 2 trillones de dólares en la denominación anglosajona a 4 trillones en 2018 según datos del FMI (2018). Habiendo ocurrido el salto principal entre 2010 y 2014.

Como se puede ver en la Figura 6, se destaca el rol deficitario de EE.UU. y el rol superavitario de China, Alemania, Japón, Corea y los países petroleros, entre otros. De hecho, frecuentemente en algunos países deficitarios como EE.UU. el déficit en la CC toma el centro del debate. Particularmente desde la llegada del presidente Trump una parte importante de su política comercial externa estuvo focalizada, con intensidades y niveles de presión diferenciados, en los países con los cuales EE.UU. tiene déficit: China, México, Corea, Canadá y Alemania, que involucra al resto de Europa por ser una Unión Económica.

Figura 6. Cuenta corriente por principales países y grupo de países. 1980-2016, en millones de dólares.



Elaboración propia en base a datos del Banco Mundial. Nota: Países petroleros comprende a: Arabia Saudita, Iran, Kuwait, Libya, Omán, Qatar y Venezuela.

El G20 ha manifestado en todos sus Comunicados su preocupación por los desequilibrios en CC al propiciar un crecimiento equilibrado. Pero la preocupación por los desequilibrios no es reciente, varios autores dedicados a la economía internacional habían alertado sobre los riesgos que existían ya al inicio de los años 2000 y con posterioridad a la crisis financiera internacional varios los han señalado como una de las causas centrales de la misma. Entre ellos, Bernanke (2005) mostraba que existía un importante aumento de la oferta global de

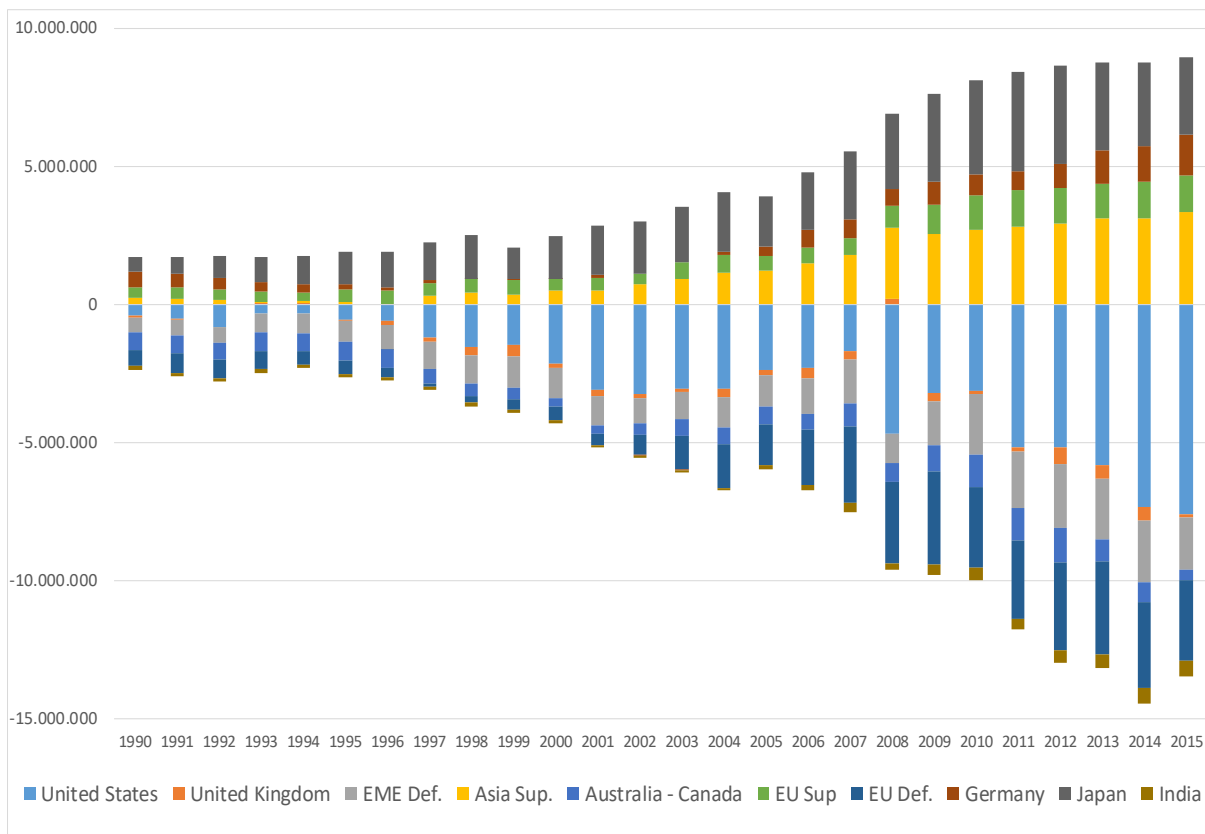
ahorro que provenía de países en desarrollo, como los de Asia. Dado que dichas economías no tenían sistemas financieros con una dimensión y sofisticación suficiente para atender esa creciente masa de ahorros con instrumentos de bajo riesgo; muchos de estos fondos se volcaron al mercado financiero de EEUU, financiando su déficit en cuenta corriente. Los fondos que fueron al mercado estadounidense no solo financiaron el déficit fiscal a tasas muy bajas comprando bonos del Tesoro si no que participaron en la compra de los nuevos instrumentos del mercado de crédito hipotecario “subprime”, donde estuvo el detonante inicial de la crisis internacional (Caballero y Krishnamurty, 2009; Rajan, 2010).

Desde una perspectiva global o sistémica, los desequilibrios en CC son finalmente una manifestación de una incapacidad del sistema financiero y monetario internacional para autoequilibrarse. Ese desequilibrio en flujos que modifica permanentemente los stocks de activos externos netos es el que preocupa a los gobiernos de los países deficitarios (con EE.UU. en primer lugar), a las organizaciones internacionales (FMI, 2017b; Adler y Cubeddu, 2017; Obsfeldt, 2017) y, sobre todo, al G20 en su conjunto. Máxime porque, si bien en los primeros años de la poscrisis parecía que los desequilibrios se iban a reducir autónomamente como se aprecia de la Figura 6, la moderada recuperación en el crecimiento global los ha colocado nuevamente sobre una trayectoria altamente inestable.

Los desequilibrios globales de CC son un problema de flujos, el punto es que al ser persistentes generan modificaciones importantes en los stocks, los cuales son un determinante tan o más importante que los propios flujos del comportamiento macroeconómico de los individuos y de los países. La Figura 7 fue construido tomando como referencia la base de Lane y Milesi-Ferretti (2007) que relevaron reconstruyeron los Activos Externos Netos (NFA) de las economías nacionales procurando corregir y completar deficiencia de las estadísticas tradicionales de balanza de pagos.

Se puede apreciar en la Figura 7 cómo aumenta muy significativamente a partir de los años 2000 las posiciones deudoras y acreedoras netas. EE.UU., Europa deficitaria (Francia Italia España entre los principales) y Emergentes deficitarios (Brasil, India Indonesia, Argentina, Turquía, México entre otros) además del RU, Canadá y Australia son los principales deudores netos. Entre los acreedores se distinguen Japón, China y los asiáticos superavitarios (Corea, Taiwán, Singapur, Hong Kong), los países petroleros del golfo más Rusia, Venezuela, Irán y Brunéi entre los principales) y también Alemania y los países europeos superavitarios como Holanda, Bélgica y Suiza entre otros. Esta caracterización de quienes son los principales actores acreedores y deudores netos junto con la de los desequilibrios de la CC serán importantes cuando corresponda analizar posibles vías de acción para lograr una dinámica más estable. La importancia conceptual de considerar los stocks de Activos Externos Netos de los países será tenida en cuenta al momento de plantear las variables necesarias para construir el modelo empírico.

Figura 7. Activos Externos Netos de los principales países y grupos de países Acreedores (+) y Deudores (-). 1990-2015 en millones de dólares constantes.



Fuente Elaboración propia en base a Lane y Milesi-Ferretti (2007)

4. La relación entre la cuenta corriente y la distribución del ingreso. Estrategia empírica

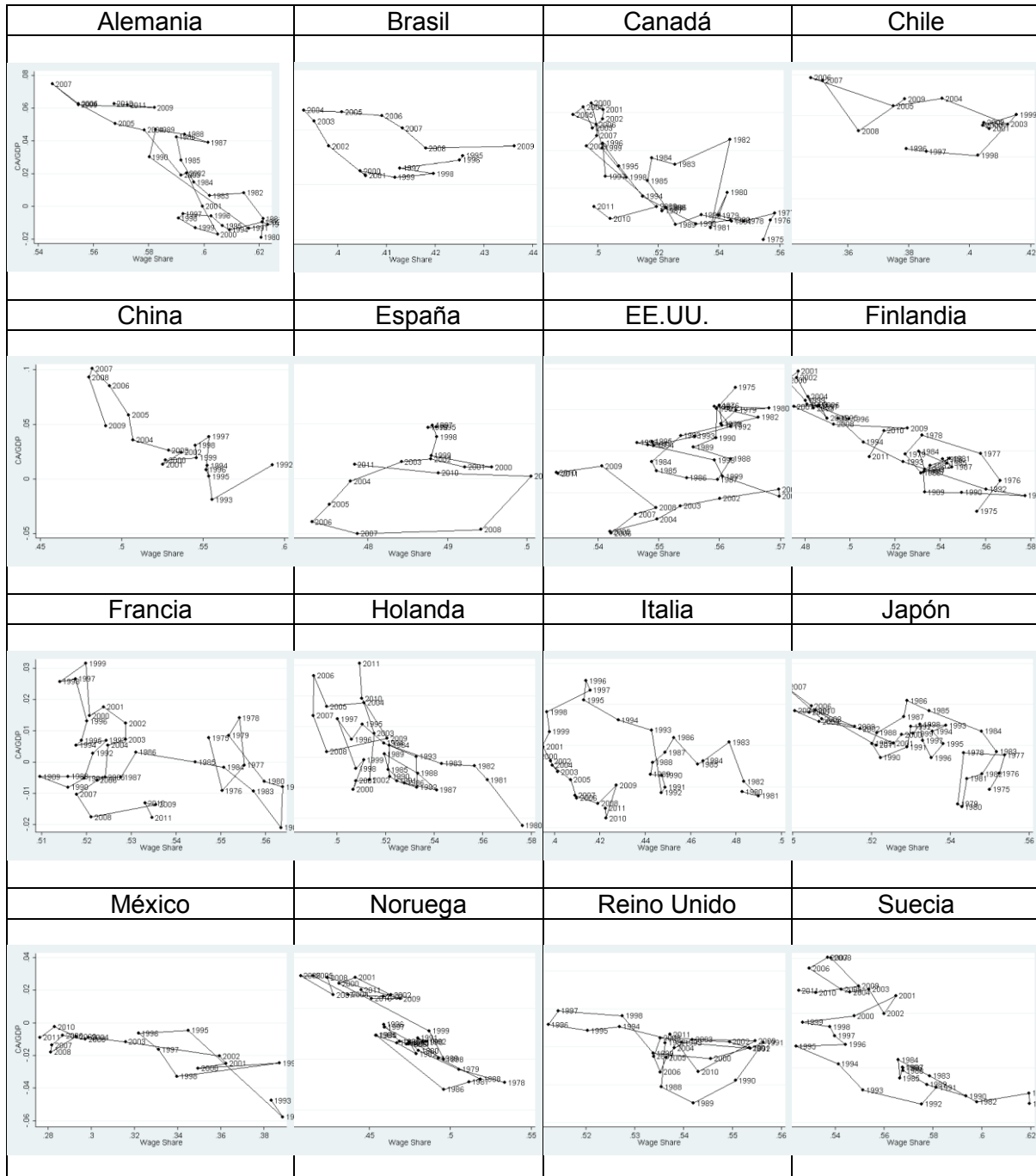
En base a los dos objetivos que se han discutido como altamente prioritarios para la economía global corresponde preguntarse si los mismo son independientes entre sí, o si la consecución de uno podría inducir el deterioro del otro.

En principio se puede decir que no hay una evidencia contundente al respecto. Para algunos autores referenciados en el FMI una mayor desigualdad deteriora la cuenta corriente (Kumhof y Rancière, 2010; Kumhof et al., 2012). Ello ocurriría porque los sectores que pierden participación en el ingreso en lugar de consumir menos toman deuda. Como se puede deducir, este tipo de hipótesis requiere un sistema financiero profundo capaz de financiar dicho proceso por un período relativamente largo. Este resultado, sin embargo, se basa en trabajos teóricos sobre la idea de los top incomes y está testeado empíricamente en muestras muy pequeñas y sesgadas, según se discute en Carrera, Rodríguez y Sardi (2015), ya que las series de datos para períodos relativamente largas correspondientes a los percentiles más altos de ingresos solo están disponibles para muy pocos países.

La hipótesis de este trabajo es que en general para la mayoría de los países sigue siendo válida la premisa Keynesiana-Kaleckiana que indica que la propensión marginal a consumir de los trabajadores es más alta y cercana a uno, en comparación con los perceptores de rentas del capital; por lo cual toda redistribución hacia los asalariados implica una baja del

ahorro y -ceteris paribus- un deterioro de la CC (Keynes, 1936; Kalecki, 1971). Con el fin de ilustrar el argumento en la Figura 8 se presentan los gráficos individuales para varios países seleccionados donde se puede seguir la secuencia temporal de los valores de Participación del trabajo en el ingreso (eje horizontal) y del Balance de Cuenta Corriente (eje vertical).

Figura 8. Secuencia temporal de Participación del trabajo en el ingreso (eje horizontal) y Balance de Cuenta Corriente (eje vertical).



Elaboración propia: The Standardized World Income Inequality Database, The World Top Income, “World Development Indicators” y World Economic Outlook Database.

Por lo tanto, si existe una política redistributiva hacia los asalariados, esto puede inducir un mayor consumo, un menor ahorro, y una mayor recaudación tributaria y un menor déficit

fiscal. Todo lo cual implica, especialmente si hay capacidad productiva ociosa, un mayor producto. Estos movimientos impulsan mayores niveles de importaciones sea tanto de bienes de consumo e intermedios como de bienes de capital. Así como también una competencia de la demanda local con la externa por los bienes exportables⁴.

Visto las distintas alternativas teóricas, es necesario estudiar a nivel empírico cuál es la relación existente el resultado de la CC por un lado y la distribución del ingreso y la desigualdad, por el otro. Si la hipótesis de este trabajo se verifica, entonces políticas de redistribución de ingresos basadas en mejorar la participación de los asalariados en el ingreso impactarían negativamente en el resultado de la CC. Por lo tanto, para algunos países sería dificultoso conseguir simultáneamente los dos objetivos que se propone el G20, esto es mejorar la distribución del ingreso y reducir los desequilibrios globales de la CC.

La estrategia empírica que se utiliza consiste en expandir los estudios previos de Chinn y Prasad (2003), Ito y Chinn (2007), Chinn, Ito y Eichgreen (2012), y Phillips et al. (2013)⁵ ninguno de los cuales incorpora variables de distribución del ingreso o desigualdad entre los determinantes tradicionales de la cuenta corriente.

La discusión empírica de este trabajo se basa en una secuencia de trabajos con distintas bases e indicadores de distribución del ingreso y desigualdad publicados en Carrera, Rodríguez y Sardi (2015, 2016) y Carrera y Rodríguez (2016). Las estimaciones puntuales que se presentan aquí se basan principalmente en Carrera, Rodríguez y Sardi (2016) hacia donde nos remitimos respecto a los detalles técnicos sobre la metodología econométrica y los detalles específicos de las bases de datos utilizadas, así como los países tomados en la muestra.

La metodología de estimación sigue la mayoría de las recomendaciones de las notas técnicas del FMI (Phillips et al., 2013) y utiliza Mínimos Cuadrados Generalizados Agrupados (pooled GLS) con una corrección AR(1), dada la fuerte autocorrelación que muestran las series de cuenta corriente. Se aplica esta metodología sobre un panel desbalanceado de 60 países con datos anuales de distintas variables a lo largo del período 1975-2011. De esta manera, se intenta identificar las fuentes cíclicas del comportamiento de la cuenta corriente, motivo por el cual se descarta la utilización de valores promedios no superpuestos de 4 o 5 años como se hace en otro tipo de trabajos.

Adicionalmente a la participación del salario en el ingreso como variables explicativas se incluyen los controles recomendados por la literatura de los determinantes de la cuenta corriente. A continuación, se describen las variables, junto con los signos esperados para las

⁴ Qué sucede con la inversión frente a una redistribución del ingreso en favor de los trabajadores es controversial. Podría ocurrir que se redujera porque los inversores perciben una menor remuneración al capital o que aumentara si predomina el efecto positivo de una mayor demanda de bienes generado por el mayor consumo. Al respecto Keynes (1936) alertaba que no era plausible esperar que hubiera un movimiento de la inversión que compensa la variación del ahorro.

⁵ Este último trabajo es particularmente importante porque es un estudio metodológico del FMI que sirve de base para analizar la sostenibilidad de las cuentas corrientes de los países así como la situación de los tipo de cambio real respecto a su condición de equilibrio basado en los fundamentales. Es la base conceptual del EBA (External Balance Assessment) que realiza el staff de los países miembros. Esta metodología es ampliamente usada por el FMI pero también por los países miembros como referencia para sus discusiones con el organismo.

regresiones en base a la teoría económica estándar. En el Apéndice se presenta una descripción de las fuentes utilizadas.

Participación Salarial en el Ingreso Total ("PS"). En general, se espera un signo negativo en la regresión de la cuenta corriente. Esto se basa en que sea negativo el signo en la regresión de ahorro debido al efecto positivo del ingreso salarial sobre el consumo. Por otro lado, el signo esperado en la regresión de inversión total es incierto.

Coefficiente de Gini ("Gini"). Se incluye como otro control de desigualdad. La literatura previa es ambigua acerca de su signo. Si bien Carrera, Rodríguez y Sardi (2015) no encuentran una relación estadísticamente significativa en la determinación de la cuenta corriente.

Posición Neta de Activos Externos (% PBI) ("PNAE"). La variable se incluye en las regresiones con un rezago y se espera un signo positivo en su coeficiente, dado que una mayor acumulación de activos externos en t genera un flujo de renta en $t+1$. La literatura previa confirma que esta variable se correlaciona con mayores ahorros y saldos de cuenta corriente, sin un rol significativo para la inversión (Chinn, Ito y Eichengreen, 2012). Según Phillips et al. (2013), esta relación positiva entre el rezago de la PNAE y el valor actual de la cuenta corriente puede desaparecer cuando la PNAE adopta valores muy negativos, debido a que surgen problemas de sustentabilidad. Por lo tanto, siguiendo sus recomendaciones, se incluye una dummy ("pnae_60"), que toma valor 1 cuando la PNAE es menor al 60% (negativo) del PBI y cero en caso contrario.

Ratios de Dependencia Poblacional ("dep_joven" y "dep_mayor"). De acuerdo con las hipótesis del ciclo de vida, una mayor proporción de población económicamente inactiva reduce los ahorros, dado que son consumidores netos, impactando negativamente en la cuenta corriente. De todas formas, diversos factores pueden inducir a que la población mayor continúe ahorrando (el deseo de dejar herencia o la incertidumbre respecto a la expectativa de vida y a los gastos en los que se tendrá que incurrir, por ejemplo, en salud). Es por eso que, para captar mejor estos efectos se utilizan dos ratios de dependencia distintos: por un lado, se considera la población joven, de entre 0 y 14 años, y por otro a la población mayor a 65. Para ambos ratios, el denominador es la población de entre 15 y 64 años. Chinn, Ito y Eichgreen (2012) encuentran que el ratio de dependencia de la población más joven tiene un efecto total en la cuenta corriente que es negativo en las economías menos desarrolladas, pero no tiene un efecto significativo en economías industriales y emergentes.

Crédito al Sector Privado (% PBI) ("cred_tot"). Los efectos del tamaño del sector financiero en la cuenta corriente son ambiguos. Por un lado, puede incrementar las oportunidades de ahorro, conduciendo a un mayor saldo de cuenta corriente. Por otro lado, permite acceder a financiamiento para incrementar los niveles de consumo, impactando negativamente en la cuenta corriente. Chinn, Ito y Eichgreen (2012) encuentran que esta variable no es significativa para la cuenta corriente, pero está positivamente relacionada con la inversión y el ahorro.

Balance Fiscal (% PBI) ("saldo_fiscal"). Se espera que esté positivamente relacionado con el ahorro y la inversión, pero con un menor efecto en la segunda, resultando en un signo positivo en la regresión de la cuenta corriente. La intuición obedece a que un mayor saldo fiscal, como resultado de un menor gasto o mayores impuestos reduce el ingreso disponible y el consumo agregado, impactando positivamente en la cuenta corriente. Estos resultados son confirmados por la literatura (Chinn, Ito y Eichgreen, 2012; Phillips et al. 2013).

Brecha del Producto (% PBI) ("y_gap"). Se incluye para controlar por los efectos del ciclo económico en la cuenta corriente. Dado que un producto cíclicamente bajo se asocia con mayor ahorro y menor inversión (Phillips et al., 2013) —es decir, un mayor saldo de cuenta corriente— se espera un signo negativo para el coeficiente. Phillips et al., 2013 encuentran que esta variable está relacionada positivamente con el ahorro y la inversión, pero más fuertemente con la segunda, resultando en un signo negativo para el coeficiente en la regresión de la cuenta corriente.

Crecimiento Económico Proyectado para dentro 5 años ("pib_proy_5"). Las expectativas de crecimiento futuro suelen incentivar las inversiones reduciendo el saldo de cuenta corriente, por lo tanto, se espera un signo negativo en el coeficiente. Se considera el crecimiento proyectado para el año $t+5$ y no el crecimiento anualizado proyectado de los próximos cinco años, de modo de focalizarse en las perspectivas de crecimiento y no en las fluctuaciones cíclicas. Phillips et al. (2014) encuentran que esta variable está positivamente relacionada tanto con el ahorro como con la inversión, pero en mayor medida con la segunda, resultando en un signo negativo en la regresión de la cuenta corriente.

PBI per cápita a Paridad de Poder adquisitivo (PPA) ("pib_relativo"). Esta variable es incluida como proxy de productividad o nivel de desarrollo, y se toma en términos relativos al PBI per cápita del promedio de tres grandes economías: EEUU, Alemania y Japón. Si bien la evidencia empírica es contradictoria al respecto, se espera que el capital fluya de países con ahorro excedente hacia aquellos con mayores oportunidades de inversión, por lo que el signo del coeficiente debería ser positivo. Para que esto ocurra, las políticas deben permitir dichos flujos de capitales. Por ello, la variable (con un rezago) se incluye sola e interactuada con una medida de la apertura de la cuenta de capitales ("ap_K"), la cual también es incluida para una mejor interpretación de los coeficientes. Phillips et al. (2013) encuentran que esta variable por sí misma no es significativa para ninguna de las variables dependientes, pero el término de interacción es positivo para las tres.

Dummy de "Centro Financiero" ("fin"). Siguiendo a Phillips et al. (2013), esta variable toma valor igual a uno para economías relativamente pequeñas, pero con sectores financieros desarrollados. Decidir qué países entran en esta categoría implica cierta arbitrariedad, pero siguiendo las recomendaciones de los autores citados, se incluyen a Bélgica, Luxemburgo, Países Bajos, Singapur y Suiza. Se espera un valor positivo para esta variable.

Para testear la robustez de los resultados, se corrieron tres especificaciones distintas del modelo con distintas composiciones del panel de datos incluyendo: (i) un indicador de distribución funcional del ingreso; (ii) un indicador de distribución personal del ingreso; (iii) tanto un indicador de distribución funcional como de distribución personal del ingreso.

Todas estas especificaciones fueron probadas para: (i) el total de la muestra de 60 países; (ii) un panel de países avanzados y otro de países emergentes. Esta última opción de estimación se utilizó para identificar cómo las diferencias estructurales dadas por el nivel de desarrollo pueden influenciar la relación entre la distribución funcional del ingreso y la CC. En el Apéndice se listan los 60 países incluidos en la muestra, se muestra la cantidad de datos disponible por país y por variable, así como la clasificación entre Avanzados y Emergentes. Para los detalles más específicos sobre las fuentes de datos y la cantidad de datos disponibles por países nos remitimos a Carrera, Rodríguez y Sardi (2016).

5. La relación entre la cuenta corriente y la distribución del ingreso

La Tabla 1 presenta los resultados para el total de la muestra de 60 países. Se observa que el coeficiente asociado a la participación salarial es altamente significativo y con signo negativo en todos los casos. Es decir, una mayor participación del salario en el ingreso total está asociada con un menor saldo de cuenta corriente. Los valores de los coeficientes de la participación salarial son similares en los tres modelos (1) - (3) ⁶.

Por otro lado, el coeficiente de Gini no es significativo ni cuando se lo incluye junto con el indicador de distribución funcional del ingreso, ni cuando es excluido. Este último resultado está en línea con aquellos estudios que advierten la insensibilidad del coeficiente de Gini a ciertos tipos de cambios en la distribución del ingreso, en particular en los extremos de la misma.

Respecto a las variables de control, son significativas y tienen los signos esperados. Un mayor stock de activos externos netos y un mayor saldo fiscal están asociados con un mayor saldo de CC. Por otro lado, una mayor brecha del producto y mayores expectativas de crecimiento futuro tienen una relación negativa con la CC. De forma similar que con una mayor profundidad financiera, medida por el ratio de crédito total al PBI.

Para las variables demográficas, una mayor proporción de población menor a 15 o mayor a 64 años sobre el total se asocia negativamente con la CC. Las variables dummies también son significativas y tienen los signos esperados: los centros financieros tienen mayores saldos de cuenta corriente, mientras que el efecto positivo de la acumulación de activos externos disminuye cuando la posición neta de activos externos se vuelve muy negativa (el país está muy endeudado).

Un análisis diferente se requiere para el PBI per cápita relativo y la apertura de la cuenta capital, ya que estas variables aparecen interactuadas en las regresiones (ver más adelante).

Con el objetivo de analizar las diferencias estructurales entre economías avanzadas y emergentes, se prueba la validez de los resultados previos dividiendo la muestra entre estos dos grupos. Las columnas 4 y 5 de la Tabla 1 muestran, respectivamente, las regresiones para el modelo 3 correspondientes a países avanzados y emergentes⁷ Se puede apreciar que la participación salarial es significativa y tiene signo negativo en las regresiones de CC para los dos grupos de países. Sin embargo, para los países emergentes este coeficiente más que duplica al propio para los países avanzados. Por ejemplo, según los coeficientes de los modelos 1 y 3, un cambio de cinco puntos porcentuales en la participación del trabajo en el ingreso deteriora la cuenta corriente en aproximadamente un punto del PIB.

La mayoría de las variables de control se comportan de manera similar tanto en los países avanzados como en los emergentes respecto a lo presentado en la muestra completa. Sin embargo, existen algunas diferencias relevantes entre los dos tipos de países. El crecimiento económico esperado es sólo relevante en los países emergentes. La posición neta de activos externos solo es significativa y positiva en las regresiones de CC de los avanzados. El ratio crédito/PBI es relevante y negativo para la cuenta corriente sólo en los países avanzados, lo

⁶ En Carrera, Rodríguez y Sardi (2016) se incluyen dos modelos adicionales que incluyen un término cuadrático para la participación salarial o dos rezagos de la variable dependiente. Los resultados son similares a los aquí presentados funcionando de este modo como test de robustez adicional.

⁷ Se presentan sólo los resultados para el tercer modelo. Las regresiones para el resto de los modelos están disponibles solicitándoles al autor. En el Apéndice se presenta la clasificación de los países entre Emergentes y Avanzados.

cual se explica por el mayor desarrollo financiero relativo que tiene el sistema financiero en general y puntualmente el crédito en términos del PIB en la economía.

Tabla 1. Regresiones para la muestra completa con distintos modelos empíricos (columnas 1-3) y para las submuestras de países Avanzados y Emergentes (columnas 4 y 5) sobre la base del modelo 3.

| | (1) CC | (2) CC | (3) CC | (4) CC-AVA | (5) CC-EME |
|-----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|
| Part. del trabajo | -0.229*** (-6.50) | | -0.234*** (-6.51) | -0.121** (-2.00) | -0.270*** (-5.84) |
| Gini | | 0.025 (0.51) | -0.030 (-0.59) | -0.048 (-0.64) | -0.032 (-0.47) |
| Brecha producto | -0.003*** (-7.16) | -0.001*** (-3.06) | -0.003*** (-7.20) | -0.003*** (-5.21) | -0.003*** (-4.40) |
| Apertura financiera | -0.006* (-1.86) | -0.006** (-2.09) | -0.007** (-2.02) | -0.031* (-1.66) | 0.003 (0.55) |
| Producto relativo(-1) | 0.023* (1.66) | 0.003 (0.19) | 0.013 (0.78) | -0.035 (-0.82) | -0.029 (-0.54) |
| Pr. re(-1)*Aper fin | 0.013** (2.49) | 0.016*** (2.79) | 0.016*** (2.74) | 0.043** (2.29) | -0.033 (-1.32) |
| Prod esperado 5años | -0.495*** (-3.47) | -0.389*** (-3.31) | -0.493*** (-3.42) | 0.043 (0.21) | -0.656*** (-3.09) |
| Activos Ext Net (-1) | 0.028*** (3.89) | 0.020*** (2.68) | 0.028*** (3.78) | 0.025*** (3.82) | 0.032 (1.59) |
| Act Ext Net <60(-1) | -0.029*** (-3.96) | -0.021*** (-2.87) | -0.029*** (-3.90) | -0.029*** (-4.17) | -0.036** (-2.30) |
| Joven <14/Tot pob. | -0.195*** (-6.47) | -0.102*** (-3.69) | -0.202*** (-6.51) | -0.014 (-0.16) | -0.284*** (-6.14) |
| Mayor 65/Tot pob. | -0.244*** (-3.06) | -0.187** (-2.28) | -0.264*** (-3.07) | 0.080 (0.76) | -0.661*** (-3.46) |
| Cred_total | -0.013* (-1.85) | -0.022*** (-3.19) | -0.012* (-1.66) | -0.021*** (-2.89) | -0.002 (-0.13) |
| Resultado fiscal | 0.183*** (5.80) | 0.157*** (4.95) | 0.181*** (5.68) | 0.223*** (5.11) | 0.173*** (3.52) |
| Centro finan. intern. | 0.046*** (3.26) | 0.051*** (3.58) | 0.046*** (3.25) | 0.052*** (4.44) | |
| Constante | 0.072*** (3.69) | -0.037 (-1.64) | 0.088*** (3.04) | 0.078 (1.25) | 0.100** (2.27) |
| Países | 60 | 60 | 60 | 25 | 35 |
| N | 1051 | 1298 | 1033 | 580 | 453 |
| RMSE | 0.044 | 0.035 | 0.044 | 0.045 | 0.047 |

Notas: los estadísticos t son reportados entre paréntesis. *, ** y *** indican el rechazo de la hipótesis nula al 10%, 5% y 1% de significatividad estadística, respectivamente. RMSE representa el error denotes raíz cuadrada del error cuadrático medio.

Como una de las pruebas de robustez se realizó la regresión usando la metodología de efectos fijos. Muchos estudios de datos en panel de países usan efectos fijos para absorber

todos los efectos específicos de cada país. Creemos que incluir efectos fijos restaría gran parte de los elementos económicamente significativos del análisis, y esta es la razón por la cual la mayoría de los estudios anteriores sobre los cuales nos basamos (Chinn y Prasad 2003; Chinn e Ito, 2007; Chinn, Eichengreen e Ito, 2012; Phillips et al. al. 2014) no incluyen efectos fijos en sus regresiones principales.

Sin embargo, para evaluar la solidez de nuestros resultados, incluimos la regresión principal con efectos fijos del país. En la primera columna de la Tabla 2 podemos ver que la participación salarial sigue siendo muy significativa y con un signo negativo respecto a la CC. Las otras variables funcionan de manera similar a nuestros resultados principales.

Los diferentes modelos evaluados econométricamente confirman en todos los casos la hipótesis principal de este trabajo, de que la participación del salario en el ingreso es un determinante significativo de la CC y, por tanto, una mayor participación salarial se corresponde con un menor saldo de CC.

Si bien se abren varias ventanas para investigaciones más detalladas, los resultados de las regresiones aquí presentadas más los resultados por separado para el ahorro y la inversión⁸ dan sustento a la hipótesis que una mayor participación salarial está asociada con un mayor consumo, menor ahorro, y un deterioro en la cuenta corriente, pero no se corresponde con una caída en la inversión total suficiente para compensar la caída en el ahorro y dejar inalterada la CC.

⁸ No se presentan aquí las regresiones para el ahorro y la inversión por razones de espacio. Ver Carrera, Rodríguez y Sardi, (2016).

Tabla 2. Regresiones controlando por Efectos Fijos y Tipo de Cambio Real Multilateral. Resultados para la muestra completa en base al Modelo 3 de la Tabla 1.

| | Efectos Fijos CC | REER CC |
|-----------------------|---------------------|----------------------|
| Part. del trabajo | -0.279** (-4.74) | -0.237*** (-6.43) |
| Gini | -0.046 (-0.82) | -0.088 (-1.55) |
| REER(-1) | | -0.041*** (-3.25) |
| REER(-2) | | 0.009 (0.90) |
| Brecha producto | -0.003** (-7.48) | -0.003*** (-5.61) |
| Apertura financiera | -0.005 (-1.38) | -0.001 (-0.21) |
| Producto relativo(-1) | 0.037* (1.73) | 0.021 (1.24) |
| Pr. re(-1)*Aper fin | 0.010** (2.17) | 0.010 (1.61) |
| Prod esperado 5años | -1.022** (-6.74) | -0.365** (-2.21) |
| Activos Ext Net (-1) | 0.029** (4.44) | 0.023*** (3.04) |
| Act Ext Net <60(-1) | -0.034** (-5.44) | -0.019** (-2.52) |
| Joven <14/Tot pob. | -0.064 (-1.56) | -0.063 (-1.52) |
| Mayor 65/Tot pob. | -0.235** (-2.65) | -0.172* (-1.82) |
| Cred_total | -0.044** (-7.54) | -0.006 (-0.88) |
| Resultado fiscal | 0.150** (4.24) | 0.276*** (6.62) |
| Centro finan. intern. | | 0.051*** (3.80) |
| Constante | 0.087** (2.21) | 0.132*** (3.96) |
| Países | 60 | 47 |
| N | 1033 | 837 |
| RMSE | 0.044 | 0.045 |

Notes: *t*-statistics are reported in parentheses. *, ** and *** indicate the rejection of the null hypothesis at the 10%, 5% and 1% statistical significance levels, respectively. RMSE denotes squared root of mean squared error.

6. La apertura financiera y el resultado de la cuenta corriente

Como hemos señalado un elemento importante de las últimas décadas ha sido la mayor apertura a los flujos financieros internacionales que se observa en la mayoría de los países. Es una hipótesis que merece testearse si la apertura financiera causa el mismo efecto en el resultado de la CC con independencia de los niveles de desarrollo relativo alcanzado por el país que la implementa.

Para evaluar esta hipótesis en el modelo empírico interactuamos el PIB per capita relativo al los principales países avanzados ($relative_gdp_{i,t-1}$) con apertura de la cuenta capital medido con el índice de Chinn-Ito ($op_K_{i,t}$). la siguiente ecuación es una reformulación del modelo básico y sirve para interpretar los coeficientes que se pueden obtener:

$$CAit = \beta_0 + \beta_1 * relative_gdp_{i,t-1} + \beta_2 * op_K_{i,t} + \beta_3 * relative_gdp_{i,t-1} * op_K_{i,t} + BXit \quad (1)$$

donde Xit es un vector de los otros determinantes de la CC.

La derivada parcial muestra que la CC y cada una de esas variables son interdependientes entre ellas

$$\partial CAit / \partial relative_gdp_{i,t-1} = \beta_1 + \beta_3 * op_K_{i,t} \quad (2)$$

$$\partial CAit / \partial op_K_{i,t} = \beta_2 + \beta_3 * relative_gdp_{i,t-1} \quad (3)$$

Si tomamos los coeficientes obtenidos en el modelo 3 como una referencia, la derivada parcial arroja el siguiente resultado:

$$\partial CAit / \partial relative_gdp_{i,t-1} = 0.016 * op_K_{i,t} \quad (4)$$

$$\partial CAit / \partial op_K_{i,t} = -0.007 + 0.016 * relative_gdp_{i,t-1} \quad (5)$$

El índice de Chinn-Ito ($op_K_{i,t}$) toma valores positivos y negativos, por tanto, la primera derivada parcial (4) puede ser positiva o negativa. Esto implica que un aumento en el PIBpc tendrá un impacto que dependerá del nivel de integración financiera con el resto del mundo. En economía menos abiertas un determinado PIB relativo está asociado con un peor resultado de la CC, pero en economía más abiertas el mismo nivel de desarrollo muestra un resultado positivo.

La segunda derivada parcial (5) muestra que el efecto de la apertura financiera del país sobre la CC puede ser positivo o negativo, según el nivel del PIBpc. En las economías avanzadas, esa relación es positiva. Pero en países con un PIBpc relativo bajo, el impacto de la apertura sobre la CC es negativo.

En la muestra que empleamos en este trabajo que abarca la mayoría de las 60 economías más grandes avanzadas y emergentes, casi la mitad tienen un PIBpc cercano a la media, lo que implica una relación negativa.

7. La relación entre el tipo de cambio real y cuenta corriente

Una cuestión relevante con respecto a la interpretación de los resultados es que un signo negativo para el coeficiente de participación salarial en la regresión de la cuenta corriente podría tener dos explicaciones alternativas, pero no mutuamente excluyentes. Por un lado, está el efecto ingreso que se destacó en la revisión de la literatura, que explica cómo un

cambio en el ingreso afecta el consumo y la cuenta corriente. Por otro lado, hay un efecto de tipo de cambio. Se puede ver reorganizando la definición de la participación salarial (w):

$$w = \frac{WL}{PY} = \frac{(W/P)}{(Y/L)} \quad (6)$$

donde W es la tasa de salario nominal, L es la mano de obra empleada, P es el nivel de precios e Y es la producción real.

Como podemos ver en la expresión de la derecha, la participación salarial puede verse como la relación entre el salario real y la productividad del trabajo. Como tal, la participación salarial está estrechamente relacionada con la competitividad internacional de un país, que podría medirse por el tipo de cambio multilateral real (REER). Por lo tanto, es probable que una mayor participación salarial lleve a una apreciación del REER, reduciendo las exportaciones netas y la cuenta corriente.

Para identificar si la relación negativa entre la parte salarial y la cuenta actual se debe al canal de ingresos, al canal de tipo de cambio o a ambos, se incluyó el REER. Sin embargo, como señala Phillips et al. (2014), la estimación de la cuenta corriente como una función de REER sería inapropiada ya que ambas son endógenas y se determinan simultáneamente como una función de las mismas variables. Teniendo esto en cuenta, solo incluimos como control de robustez en las regresiones de la cuenta corriente del modelo 3 al REER con dos rezagos.

6. Implicaciones desde la perspectiva individual de los países.

La evidencia empírica presentada es muy contundente respecto a la relación que existe entre la distribución del ingreso -medida por la participación del trabajo en el ingreso disponible- y la cuenta corriente de un país. Por lo tanto, esto conlleva implicaciones de política económica muy importantes.

En primer lugar para el diseño y evaluación de políticas macroeconómicas se necesita que los macromodelos donde se simulan diferentes alternativas, tengan en cuenta esta relación entre distribución del ingreso y la CC. Esto no es muy común en los modelos que utilizan los gobiernos o los bancos centrales (Phillips et al., 2013). Tampoco es común tomar en cuenta esta relación en las organizaciones internacionales, según se puede ver de la bibliografía de soporte de los macromodelos globales como el Global Economic Model (GEM) del FMI (Bayoumi y Vitek, 2013). La mayoría de los modelos utilizados para simulaciones en el seno del G20 no contemplan en forma directa esta relación, siendo el “UN Global Policy Model (GPM)” de la UNCTAD una de las pocas excepciones (Cripps y Izurieta, 2014).

En segundo lugar, si un país individualmente desea implementar una política de redistribución del ingreso que aumente la participación del trabajo en el ingreso, debe tener presente que en economías cada vez más abiertas comercial y sobre todo financieramente -como es la situación de la mayoría de los países desde mediados de los 90- pueden ocurrir fuertes repercusiones en el sector externo de la economía. Por lo tanto, una política redistributiva en economías abiertas requiere que el país cuente con “espacio externo” para ser llevada adelante. Ceteris paribus, países con superávit en la CC están en mejores condiciones de implementar esas medidas que los deficitarios.

Tercero, como se puede apreciar, la evidencia muestra que las políticas redistributivas tienen un impacto significativo en el sector externo por lo cual son decisiones que deben ser discutidas a nivel global tomando en cuenta la interdependencia económica. Esto significa que la decisión de política redistributiva -sea expansiva o contractiva- de un país tiene notorios efectos derrame o externalidades hacia el resto de los socios económicos del país e, indirectamente, hacia la economía global. Por lo tanto, como enseña la teoría de juegos aplicada a la economía internacional, jugar independientemente puede llevar a los países participantes a un equilibrio subóptimo conocido como equilibrio de Nash respecto a otro equilibrio que internalice las externalidades cruzadas entre países.

Cuarto, en este escenario de economías abiertas y altamente interdependientes, donde cada país toma sus acciones de política en forma individual y existen múltiples externalidades, se requiere entonces de una institución o un marco de acuerdos multilaterales que permitan internalizar las externalidades positivas de acciones cooperativas. Esto incluye un esquema de incentivos capaz de evitar comportamientos oportunistas por parte de los países.

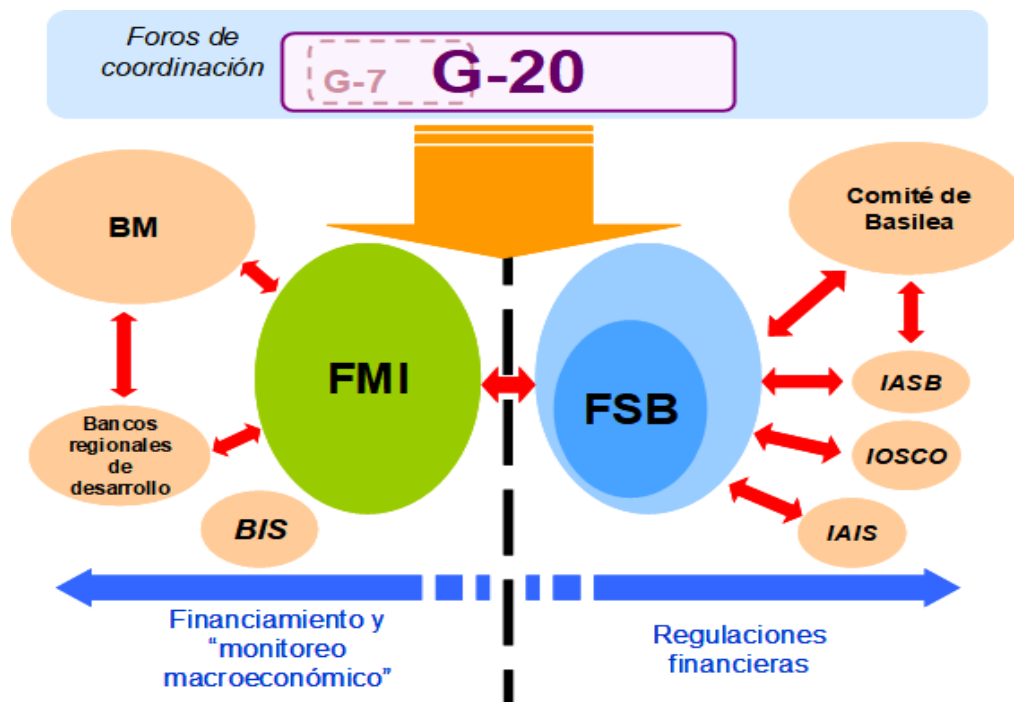
Quinto, en un sistema internacional con cambios flexibles y reglas comerciales más rígidas que en el pasado y aumento del proteccionismo, muchos países pueden verse obligados a usar la política cambiaria en forma intensiva para corregir sus problemas de cuenta corriente, según los grados de libertad internos que disponga. Esto que a nivel individual puede ser adecuado, no es necesariamente una solución para un problema sistémico de desequilibrios significativos de las cuentas corrientes porque puede incentivar un espiral de devaluaciones competitivas. Por otro lado, respecto al objetivo de la redistribución progresiva, es controversial en la literatura el efecto de una devaluación real sobre la distribución del ingreso en los distintos tipos de economías. En resumen, como muestra la experiencia de los años 30 un escenario de devaluaciones competitivas para corregir los desequilibrios masivos y significativos es negativo para la consolidación y crecimiento de la economía internacional.

7. La arquitectura financiera internacional y la coordinación macroeconómica

Antes de ver los aspectos globales de la propuesta es pertinente repasar cómo ha quedado el mapa de la Arquitectura Financiera Global, que es donde se discuten estas problemáticas referidas a la coordinación macroeconómica de políticas monetarias, financieras y fiscales que afectan -entre otros ámbitos- la cuenta corriente y los mercados de trabajo.

En Carrera (2009) se propone un “mapa” estilizado de la nueva arquitectura financiera internacional a partir de que el G20 fue definido como foro de discusión y potencial coordinación de políticas (ver Figura 7). Sin entrar en mayores detalles, sobresale en la nueva configuración una cierta separación entre la esfera de supervisión macroeconómica y financiamiento, por un lado, y la esfera de supervisión financiera global, por el otro. En la primera se destacan como instituciones el FMI, el Banco Mundial, el Banco de Pagos Internacionales y los distintos bancos regionales. En la esfera de la regulación, se destaca la creación ex-novo del FSB o Consejo de Estabilidad Financiera encargado de coordinar distintas instituciones de regulación específica de ciertas actividades financieras. Estas son: el Comité de Basilea para los bancos, el IASB (International Accounting Standards Board), la IOSCO (International Organization of Securities Commissions), y la IAIS (International Association of Insurance Supervisors).

Figura 7. El mapa de la nueva Arquitectura Financiera Internacional.



Fuente: Carrera, J. “El G20, la crisis y el rediseño de la arquitectura financiera internacional” Ensayos Económicos 53-54, 2009. Nota: BM (Banco Mundial), BID (Banco Interamericano de Desarrollo), BIS (Bank for International Settlements), IASB (International Accounting Standards Board), IOSCO (International Organization of Securities Commissions), IAIS (International Association of Insurance Supervisors), FMI (Fondo Monetario Internacional), FSB (Financial Stability Board).

Este es, entonces, el marco institucional que existe por el momento para la coordinación de políticas macroeconómicas globales y de la regulación financiera internacional. Es, por lo tanto, el ámbito donde se debe tomar nota de que los desequilibrios globales en las cuentas corrientes persisten y han recommenzado a ensancharse en los últimos años, y de que el problema de la distribución regresiva del ingreso y la desigualdad no han mejorado.

8. Una propuesta para la coordinación de políticas económicas globales

Si las instituciones de la gobernanza global como el G20 intentaran afrontar estos dos problemas, deberán tener en cuenta la fuerte relación negativa entre estos dos objetivos tal como es señalada en este trabajo; así como las externalidades que genera una determinada política redistributiva en un país sobre los demás a través de la CC.

Dada la existencia de países con fuertes y persistentes déficits en sus cuentas corrientes y otros con grandes y recurrentes superávits en las mismas; se requiere una política cooperativa que genere las mejoras en la distribución del ingreso en forma secuencial entre países. Surge naturalmente que el primer impulso para una mejor distribución del ingreso lo deberían realizar los países con suficiente espacio externo. Eso permitiría a los países deficitarios poder también iniciar el proceso minimizando el deterioro o incluso mejorando su posición externa. Con lo cual se evita que esta política redistributiva sea inviable.

Los países superavitarios que deberían comenzar primero son en general los que se han señalado cuando se analizaron los principales superávits de cuenta corriente (China, Alemania, Japón, Corea, Holanda, los exportadores de petróleo, Suiza, Singapur, Hong Kong, Suecia, Noruega, Malasia, entre otros).

Obviamente es claro que observar un superávit en CC un determinado año no es lo que clasificaría a los países en su posibilidad de ser expansivos. Se debe tener una visión estructural que discrimine los desequilibrios de la cuenta corriente que son coyunturales. A tal fin, el IMF realiza ejercicios de sostenibilidad de las cuentas externas de los miembros (Phillips et al., 2013). Para ello, utiliza regresiones similares a las empleadas aquí en lo que se denomina el EBA (External Balance Assessment). Estos ejercicios permiten establecer los déficit y superávits estructurales de los países que son una base inicial para discutir la coordinación.

De hecho, en todos estos años el FMI ha sido muy activo en recomendar distintas estrategias a los países para corregir sus desequilibrios en la cuenta corriente. Esto se hace en los foros multilaterales de coordinación como el G20 donde se analizan los efectos “spillover” de las políticas de los países miembros del foro o en las recomendaciones a cada país en los Art. IV (ver FMI (2017b); Adler y Cubeddu (2017) y Obsfeld (2017)). El problema es que, hasta el presente, no ha entrado en la matriz de opciones recomendadas por parte del FMI la posibilidad de una mejora en la remuneración al trabajo y tampoco que esa acción se haga de forma coordinada.

Por ejemplo, el FMI recomienda persistentemente en el ámbito del G20 a los países deficitarios como Francia, Italia y España realizar “reformas del mercado de trabajo destinadas a moderar el crecimiento nominal de los salarios” o “reducir la generosidad de los sistema de pensiones” en Brasil, Italia y Turquía. Mientras que para países superavitarios como Alemania, Japón y Singapur les aconseja aumentar la participación de la población mayor en el mercado de trabajo. Acción que puede deprimir el salario y, por ende, no resulta claro que contribuya a aumentar la participación del trabajo en el ingreso. Sí parece más efectivo para el fin de estimular los ingresos de los trabajadores el consejo de mejorar las redes de seguridad social dado a países como China, Corea, Malasia y Tailandia. Para un análisis detallado desde la perspectiva del FMI, ver: FMI (2017b); Adler y Cubeddu (2017) y Obsfeld (2017).

Como se puede apreciar, en la actualidad, la lógica de la coordinación global pone el mayor énfasis en el esfuerzo de corrección de los desequilibrios de la CC por parte de los países deficitarios.

Este es sin duda el principal problema del actual sistema internacional para cumplir con el objetivo de un crecimiento fuerte, equilibrado y sostenible. Si los países deficitarios deben resolver por sí solos los desequilibrios y los superavitarios participan mínimamente o no participan en absoluto en el proceso de reequilibrio, entonces el nuevo equilibrio estará caracterizado por un nivel de crecimiento global menor. En otras palabras, el esquema de rebalanceo tendrá un sesgo contractivo sobre la demanda global⁹. Lo cual finalmente también

⁹ Este sesgo contractivo en el ajuste de los desequilibrios en la cuenta corriente ya existía durante el patrón oro. Si bien el mecanismo automático debía funcionar para equilibrar las cuentas corrientes, en realidad los países superavitarios sistemáticamente intentaban demorar ese ajuste natural (Keynes, 1936; McKinnon, 1996).

perjudicaría a los países superavitarios que enfrentan un nivel de producto mundial menor y, por tanto, una menor demanda de sus bienes de exportación.

Esta es la lógica no cooperativa que ha venido predominando en el debate dentro del G20. Como ya lo se ha señalado más arriba, los resultados que se observan en los últimos años no son buenos porque los desequilibrios globales de CC se están incrementando y la desigualdad y caída en la participación del trabajo en el ingreso se ha mantenido.

Frente a esta relativa inacción de las instituciones de coordinación global, ha surgido una alternativa aún peor de corrección de los desequilibrios que podría consolidarse y expandirse. La misma consiste en enfrentar directamente los déficits en CC con restricciones comerciales. Desde el punto de vista cuantitativo vale recordar que, en la mayoría de los países, el déficit de la CC es explicado principalmente por el déficit de la balanza comercial. Por lo tanto, muchos gobiernos pueden verse tentados a actuar en forma directa restringiendo las importaciones y/o subsidiando las exportaciones. Los propulsores de estas medidas, además, sostienen que estas acciones pueden mejorar la situación de los asalariados aumentando el empleo por el retorno de actividades desde el exterior y también, eventualmente, los salarios. Lo anterior podría mejorar, de ser cierto, la participación de los trabajadores en el ingreso.

La llegada de Donald Trump a la presidencia de EE.UU. es un hito ineludible en esta línea de acción (ver Carrera, 2017). De hecho, es claro como la política económica externa norteamericana pasó a focalizarse, principalmente, en los países con los cuales tiene déficit de CC (China, Alemania, México, Corea, Canadá, principalmente) generando distintos grados de tensión en cada una de las relaciones bilaterales. Estas acciones son justificadas hacia la propia base electoral, como un intento de recuperar el empleo industrial y los ingresos del trabajo.

Dado que EE.UU. tiene el mayor déficit en CC global su solución es poner restricciones comerciales sobre todo con los países con los cuales tiene grandes déficits comerciales. En lo que respecta a la distribución del ingreso el objetivo de Trump se focaliza en aumentar el empleo en industrias que eran poco competitivas protegiéndolas con aranceles y barreras. Complementariamente entra de lleno en el juego de la “Competencia impositiva y desregulatoria” bajando tasas impositivas para repatriar capitales y empresas hacia los EEUU.

El caso norteamericano. es particularmente preocupante porque es la primera economía del mundo y el líder del sistema multilateral que se ha formado desde la posguerra y se consolidó en la crisis financiera internacional. Ese liderazgo dentro del G20 llevó cada año a que dicha organización defendiera -con el máximo énfasis y consenso en todos los “Communiques” de sus Líderes (hasta el de Hamburgo de 2017)- al libre comercio como clave de bóveda de la arquitectura económica internacional. En el futuro cercano la defensa del libre comercio podría decaer notoriamente o incluso desvanecerse en fórmulas de compromiso semántico mucho más inocuas como se ha visto en los dos últimos encuentros del G20.

Respecto a los costos de una guerra comercial, según las simulaciones basadas en los modelos macroeconómicos globales del FMI un aumento gradual en las tarifas y barreras no arancelarias implementado por todos los países en forma tal que los precios de importación suban un 10%, llevaría en el quinto año a una caída del PIB global del 1.7% respecto a esquema de base (sin intervenciones) y, por otro lado, deterioraría ulteriormente la CC de EEUU y también las de el Área del Euro y Japón, mientras que mejoraría la de los países emergentes de Asia (IMF-WEO, 2018).

Por otro lado, sus avances mercantilistas para equilibrar la cuenta corriente y achicar los déficits comerciales generan también un problema al sistema monetario internacional, en caso de ser exitosos. Ya que el dólar es la fuente de liquidez global y el mundo “compra” esos dólares con bienes que exporta a EE.UU.

Los primeros datos para la economía de EE.UU. a posteriori de las políticas de Trump (años 2017 y 2018) son positivos en términos de empleo que está en un mínimo relativo y de crecimiento, en simultaneo con una baja inflación que ha dado lugar para que los analistas de mercado postularan la existencia de un cierto “puzzle” generado por estas dinámicas normalmente antagónicas. Estos resultados macroeconómicos han sido acompañados por una suba sostenida de los mercados accionarios norteamericanos. Es oportuno recordar que estos comportamientos son típicos en lo que la literatura caracteriza como un “momento Minsky” es decir una suma de eventos favorables fruto de un crecimiento insostenible que es acompañado por la euforia de los mercados que aumentan su apalancamiento y que puede terminar en un abrupto final (Minsky, 1972; Kindleberger, 1978).

Adicionalmente, es posible que el fenómeno de implementar políticas proteccionistas en lo comercial y aperturistas en lo financiero tenga efectos positivos (al menos en el mediano plazo) en un país de las características de EE.UU.; donde por su tamaño se diluyen los problemas de escala y de acceso a la tecnología que tendría un país mediano o pequeño implementando las mismas políticas. En términos políticos, sin embargo, el punto es que, si son percibidas como exitosas en el país líder, porque no van a querer otras imitarlas.

Por lo tanto, estas políticas proteccionistas pueden expandirse y ser imitadas en otras economías. En efecto, en Europa se puede apreciar un gran número de movimientos políticos que proponen acciones para limitar o abandonar el euro como forma de corregir sus cuentas externas, por lo general, deficitarias con Alemania.

Es un diagnóstico que ha ganado consenso que en la mayoría de los países occidentales el descontento con la democracia y sus partidos tradicionales parece estar asociado con el aumento en la desigualdad y con lo que se consideran las facetas negativas de la globalización. Rodrik (2011) expone dramáticamente esta disyuntiva en lo que llama la paradoja de la globalización donde marca la dificultad que enfrentan los estados nacionales para mantener simultáneamente la democracia, la autodeterminación nacional y la globalización. Este crucial trilema requiere que la globalización sea flexible encontrando espacio de cooperación para compensar los efectos o externalidades negativas.

Entonces, si bien es claro que la propuesta de cooperación global secuencial puede parecer voluntarista desde el punto de vista individual de los países con superávits en CC (y que son acreedores netos del resto del mundo), al mismo tiempo, se debe tener presente que deben ser ellos los principales responsables de sostener y corregir los defectos del actual sistema de relaciones económicas globales.

Las soluciones alternativas a la que se propone aquí, que son las que tradicionalmente impulsan algunos organismos internacionales, como es un ajuste de los países deficitarios basado en reducciones salariales y en las llamadas “devaluaciones internas” produce un sesgo contractivo en la demanda agregada global que no haría más que acentuar el estancamiento secular.

Por otro lado, las soluciones proteccionistas en los países con déficit en CC son más problemáticas para el sistema de globalización pudiendo sumergirlo en un juego de guerras comerciales de baja o alta intensidad y, eventualmente, de devaluaciones competitivas en los

países puedan hacerlo por estar fuera de uniones monetarias (guerras cambiarias). Para completar un triángulo de comportamientos macroeconómicos no cooperativo es altamente probable que aumenten las reducciones impositivas con el objetivo de “robar” base tributaria y también el arbitraje regulatorio que busca atraer empresas y capitales internacionales relajando las restricciones y regulaciones financieras.

Es muy factible que un escenario de disputas en estos tres frentes quite dinamismo al comercio y al crecimiento global y por otro lado deteriore aún más la participación de los trabajadores en el ingreso respecto al capital.

Implementar una solución cooperativa global debe partir de que cada país participante, comenzando por los más grandes, internalice los costos y beneficios de un cambio en la actual dinámica. Este es un desafío trascendental para un sistema de gobernanza global que se mostró relativamente eficiente para dialogar y acordar en el momento más álgido de la crisis, pero que no sabemos si podrá hacerlo en las nuevas y desafiantes circunstancias.

9. Conclusiones

El mundo enfrenta desde los años 2000 dos problemas claves, uno es el aumento de los desequilibrios de la CC de la balanza de pagos y el otro es la creciente desigualdad en la distribución del ingreso que se aprecia, entre otras cosas, en una caída en la participación de los trabajadores en el ingreso.

Estos problemas fueron tomados por el G20 a partir de la crisis como ejes de los desafíos macroeconómicos a resolver para lograr un “crecimiento fuerte, equilibrado y sustentable”.

En este trabajo mostramos en la primera parte que existe una relación negativa entre mejorar la distribución del ingreso en favor de los asalariados y reducir el déficit de la CC. El modelo empírico se aplicó a un amplio panel de países Avanzados y Emergentes. Estos resultados son un aporte importante, tanto para la construcción de modelos macroeconómicos más eficientes para el análisis de la economía internacional, como para la discusión de las alternativas para resolver los dos problemas que discute el G20 desde la crisis: cómo hacer más fuerte y sostenible el crecimiento global mejorando la distribución del ingreso y reduciendo los desequilibrios en las CC globales.

Como resultado aplicado a la política macroeconómica internacional mostramos que hay tres alternativas de ajuste para los desequilibrios globales.

La tradicional ortodoxa empujado por instituciones multilaterales como el FMI donde el ajuste recae en los países deficitarios, la propuesta de Trump que impulsa el neomercantilismo y sus corolarios en guerras comerciales y cambiarias y, en tercer lugar, la cooperación macroeconómica que promueve un crecimiento global basado en aumentar la participación del salario en el ingreso, comenzando secuencialmente por los países superavitarios.

Tanto las propuestas tradicionales -que hasta ahora dominaron el debate en el G20- como las unilaterales y mercantilistas de Trump parten de una lógica no cooperativa que es contractiva a nivel global y generan un resultado subóptimo basado en menor crecimiento total y menor comercio global. Para consolidar el crecimiento se requiere recuperar la coordinación de políticas macroeconómicas que funcionó en los momentos más agudos de la poscrisis. Mantener el actual nivel de globalización comercial y financiera a la que ha llegado la economía internacional, sin regulación global consensuada y sin una fuerte

coordinación macroeconómica -es decir sin reglas bien definidas para una competencia eficiente- puede generar las semillas de su propio fracaso.

Referencias

- Adler, G. y Cubeddu, L (2017). "Global Imbalances: Avoiding a Tragedy of the Commons". <https://blogs.imf.org/2017/07/28/global-imbalances-avoiding-a-tragedy-of-the-commons/>
- Alesina, A. y Perotti, R. (1996), "Income distribution, political instability, and investment". *European Economic Review* 40: 1203-1228.
- Alesina, A. & Rodrik, D. (1994). "Distributive politics and economic growth". *Quarterly Journal of Economics* 109, no. 2: 465-490.
- Alvaredo, F., Chancel, L., Piketty, T., Saez, E. & Zucman, G. (2018). "World Inequality Report 2018". WID.world. Available at: <http://wir2018.wid.world/>.
- Bayoumi, T. and Vitek, F. (2013). Model Spillovers and their Discontents. IMF Working Paper Strategy, Policy, and Review Department Macroeconomic. January. <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2013/wp1304.pdf>
- Berg., A., Ostry, J. y Tsangarides, G. (2014). "Redistribution, Inequality, and Growth", IMF Staff Discussion Note, Febrero de 2014.
- Bernanke, B. (2005) "The global saving glut and the U.S. current account deficit". Board of Governors of the Federal Reserve System (U.S.). <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2005/200503102/default.htm>
- Bernanke, B. (2009) "Reflections on a Year of Crisis". Fall 2009 Conference on Brookings Papers on Economic Activity. Washington, D.C. "Text is the same as speech given August 21, 2009 at Jackson Hole, Wyoming" September 15.
- Blanchard, O. y Giavazzi, F. (2002) "Current Account Deficits in the Euro Area: The End of the Feldstein-Horioka Puzzle?". *Brookings Papers on Economic Activity*. Brookings Institution Press. 2002, 2.
- Blecker, R. A. (2016). "Wage-led versus profit-led demand regimes: the long and the short of it", *Review of Keynesian Economics*, 4(4).
- Bourguignon, F. (1981). "Pareto Superiority of Unegalitarian Equilibria in Stiglitz' Model of Wealth Distribution with Convex Saving Function", *Econometrica*, 49, (6), 1469-75.
- Robert Boyer (2011) "Poskeynesianos y regulacionistas: ¿Una alternativa a la crisis de la economía estándar?" *Economía: teoría y práctica* no.35 México jul./dic. 2011 versión On-line ISSN 2448-7481 versión impresa ISSN 0188-3380
- Carrera, J. (2009). "El G20, la crisis y el rediseño de la arquitectura financiera internacional" *Ensayos Económicos* 53-54.
- Carrera, J. (2017). "Las consecuencias económicas de Mr. Trump" *El Economista*. Buenos Aires. Una versión actualizada a abril de 2017 se encuentra en: https://www.researchgate.net/publication/322086393_Las_consecuencias_economicas_de_Mr_Trump_actualizado_a_abril_2017
- Carrera, J. y Rodríguez, E. (2016). "De la Desigualdad a la Macroeconomía. Reelaborando una Interacción Compleja". *Anales de la AAEP*. Noviembre. ISBN 978-987-28590-4-6
- Carrera, J., Rodríguez, E. and Sardi, M. (2015). "Desigualdad, profundidad financiera e impacto en la cuenta corriente". *Ensayos Económicos*, N°72, Banco Central de la República Argentina, Junio.
- Carrera, J., Rodríguez, E. and Sardi, M. (2016). "The Impact of Income Distribution on the Current Account", *Journal of Globalization and Development*. V7, issue 2. December.
- Cripps, F. and Izurieta, A. (2014). The UN Global Policy Model (GPM): Technical Description. May. http://unctad.org/en/PublicationsLibrary/tdr2014_bp_GPM_en.pdf
- Cecchi, D., & García-Peñalosa, C. (2005). "Labour market institutions and the personal distribution of income in the OECD".

- Chinn, M. D., & Prasad, E. S. (2003). "Medium-term determinants of current accounts in industrial and developing countries: an empirical exploration". *Journal of International Economics*, 59(1), 47-76.
- Chinn, M. D., & Ito, H. (2007). "Current account balances, financial development and institutions: Assaying the world 'saving glut'". *Journal of international money and Finance*, 26(4), 546-569.
- Chinn, M. D., Eichengreen, B., & Ito, H. (2012). "Rebalancing global growth". *Ascent after Descent: Regrowing Economic Growth after the Great Recession*, Washington DC: World Bank, 35-86.
- FMI (2017a). "Understanding the Downward Trend in Labor Income Shares". *World Economic Outlook*. Chapter 3. April 2017.
- FMI (2017b) "2017 External Sector Report" July 28
- IMF (2018) "WEO - World Economic Outlook". Washington.
- Galbraith, J. K. (2012), "Inequality and Instability. A Study of the World Economy Just Before the Great Crisis". Presentación para el Institute for New Economic Thinking, Berlín.
- Galor, O. y Tsiddon, D. (1997), "Technological Progress, Mobility and Economic Growth". *American Economic Review* 87(3):363-382.
- Gould, E. D. & Hijzen, A. (2016). "Growing Apart, Losing Trust? The Impact of Inequality on Social Capital", IMF Working Paper No. 16/176. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2882614>.
- Kaldor, N. (1961). "Capital accumulation and economic growth" (pp. 177-222). Macmillan.
- Kalecki, M. (1971), "Selected Essays on the Dynamics of the Capitalist Economy, 1933-1970". Cambridge: Cambridge University Press.
- Kanbur, R. y Stiglitz, J. (2015). "Wealth and income distribution: New theories needed for a new era". VOX CEPR's Policy Portal. Disponible en: <http://www.voxeu.org/article/wealth-and-income-distribution-new-theories-needednew-era>
- Karabarbounis, L y Neiman, B. (2013). "The Global Decline of the Labor Share", NBER Working Paper No. 19136.
- Keynes, J.M. (1936). "The General Theory of Employment, Interest and Money".
- Kindleberger, Ch (1978) "P. Manias, Panics, and Crashes: A History of Financial Crisis", 1st edition. New York: Basic Books, 1978.
- Kumhof, M. y Rancièrè R. (2010), "Inequality, Leverage and Crisis", IMF Working Paper 10/268.
- Kumhof, M.; Lebarz, C.; Rancièrè R.; Richter, A. y Throckmorton N. (2012). "Income Inequality and Current Account Imbalances", IMF Working Paper 12/08.
- Kuznets, S. (1955). "Economic Growth and Income Inequality". *The American Economic Review*, Vol. 45, N°1.
- Lane, P. R., & Milesi-Ferretti, G. M. (2007). "The external wealth of nations mark II: Revised and extended estimates of foreign assets and liabilities", 1970– 2004. *Journal of international Economics*, 73(2), 223-250.
- McKinnon, R. (1996). "The rule of the Game". MIT Press.
- Minsky, H. P. (1982) "The Financial Instability Hypothesis: Capitalistic Processes and the Behavior of the Economy." In *Financial Crises: Theory, History, and Policy*, edited by Charles P. Kindleberger, Jean-Paul Laffargue, 12-29. Cambridge: Cambridge University Press.
- OCDE (2014). "Does income inequality hurt economic growth?" Focus on Inequality and Growth, Directorate for Employment, Labour and Social Affairs.
- OIT, FMI y OCDE (2015). "Income inequality and labour income share in G20 countries: Trends, Impacts and Causes". Reporte elabora para el 3er encuentro del Grupo de Trabajo de Empleo del G20.
- Obstfeld, M. (2017) "Assessing Global Imbalances: The Nuts and Bolts" June 26, <https://blogs.imf.org/2017/06/26/assessing-global-imbalances-the-nuts-and-bolts/>
- Okun, A., 1975, "Equality and Efficiency: The Big Tradeoff". (Washington: Brookings Institution Press).

- Palley, T. I. (2015). "Inequality, the Financial Crisis and Stagnation: Competing Stories and Why They Matter" (No. 151-2015). IMK at the Hans Boeckler Foundation, Macroeconomic Policy Institute.
- Perotti, R. (1996). "Growth, income distribution and democracy: What the data say". *Journal of Economic Growth*, June 1996, Volume 1, Issue 2, pp 149–187.
- Persson, T. & Tabellini, G. (1994). "Is Inequality Harmful for Growth?", *American Economic Review*, 84, (3), 600-621.
- Phillips, M. S., Catão, M. L., Ricci, M. L. A., Bems, R., Das, M., Di Giovanni, J., ... & Vargas, M. M. (2013). "The external balance assessment (EBA) methodology" (No. 13-272). International Monetary Fund.
- Piketty, T. (2014). "Capital in the 21st Century". Cambridge: Harvard University.
- Rajan, R. (2010). "Fault Lines: How Hidden Fault Lines Still Threaten the World Economy", Princeton University Press.
- Rodriguez, F., & Jayadev, A. (2010). "The declining labor share of income". *Journal of Globalization and Development*, 3(2), 1-18.
- Rodrik, D. (2011), "The Globalization Paradox". WW Norton and Company.
- Solt, F. (2014), "The Standardized World Income Inequality Database". *Social Science Quarterly* (Forthcoming).
- Stiglitz, J. (1997). "Algunas enseñanzas del milagro del Este Asiático". *Desarrollo Económico*, vol. 37 N° 147, páginas 323-348.
- Stiglitz, J. (2012). "El precio de la desigualdad. El 1% de la población tiene lo que el 99% necesita". Taurus, Alfaguara S.A.
- Summers, L. H. (2015). "Demand Side Secular Stagnation." *American Economic Review*, 105 (5): 60-65.

Bases de datos utilizadas

- "Annual macro-economic database (AMECO)", European Commission. Consultada en Junio de 2015. http://ec.europa.eu/economy_finance/db_indicators/ameco/index_en.htm
- "External Wealth of Nations Dataset", Philip R. Lane and Gian Maria Milesi-Ferretti. Actualizada al período 1970-2011. <http://www.philiplane.org/EWN.html>
- "Financial Development and Structure Dataset", World Bank. Actualizada a Noviembre de 2013. <http://econ.worldbank.org/external/default/main?pagePK=64214825&piPK=64214943&theSitePK=469382&contentMDK=20696167>
- "International Financial Statistics", Fondo Monetario Internacional.
- "OECD Economic Outlook Database", N°97, Junio de 2015. <https://stats.oecd.org/index.aspx?queryid=51396>
- "Penn World Table", Versión 7.1 https://pwt.sas.upenn.edu/php_site/pwt71/pwt71_form.php
- "The Global Decline of the Labor Share", Karabarbounis, L. and Neiman, B. (2013) NBER Working Paper No. 19136. Dataset disponible en: <http://faculty.chicagobooth.edu/brent.neiman/research/KN%20Labor%20Share%20Dataset.xlsx>
- "The Standardized World Income Inequality Database", Versiones 4.0 y 5.0, Frederick Solt. <http://myweb.uiowa.edu/fsolt/swiid/swiid.html>
- "The World Top Incomes Database", Alvaredo F., Atkinson A., Piketty T. y Saez E. Consulta realizada en Junio de 2015. <http://topincomes.g-mond.parisschoolofeconomics.eu/>
- "World Development Indicators", World Bank. Consultas realizadas en Junio de 2015. <http://data.worldbank.org/data-catalog/world-development-indicators>

“World Economic Outlook Database”, Fondo Monetario Internacional. Edición de Abril de 2015. <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2014/01/weodata/index.aspx>

Países incluidos en la muestra

África (12): Burkina Faso, Costa de Marfil, Egipto, Kenia, Lesoto, Níger, Nigeria, Senegal, Sierra Leona, Sudáfrica y Túnez.

América (12): Argentina, Bolivia, Brasil, Canadá, Chile, Colombia, Costa Rica, Estados Unidos, México, Panamá, Perú, Venezuela.

Asia (10): China, Filipinas, Irán, Israel, Japón, Mongolia, República de Corea, Singapur, Sri Lanka, Tailandia.

Europa (24): Alemania, Austria, Bélgica, Chipre, Dinamarca, España, Finlandia, Francia, Grecia, Hungría, Islandia, Irlanda, Italia, Luxemburgo, Marruecos, Noruega, Países Bajos, Polonia, Portugal, Reino Unido, Rumania, Suecia, Suiza, Turquía.

Oceanía (3): Australia, Nueva Zelanda, Papua Nueva Guinea.

Clasificación en Avanzados y Emergentes.

De acuerdo a la clasificación utilizada por el FMI, la partición resulta de la siguiente manera:

Países Avanzados (25): Alemania, Australia, Austria, Bélgica, Canadá, Dinamarca, España, Estados Unidos, Finlandia, Francia, Grecia, Irlanda, Islandia, Israel, Italia, Japón, Luxemburgo, Noruega, Nueva Zelanda, Países Bajos, Portugal, Reino Unido, Singapur, Suecia y Suiza.

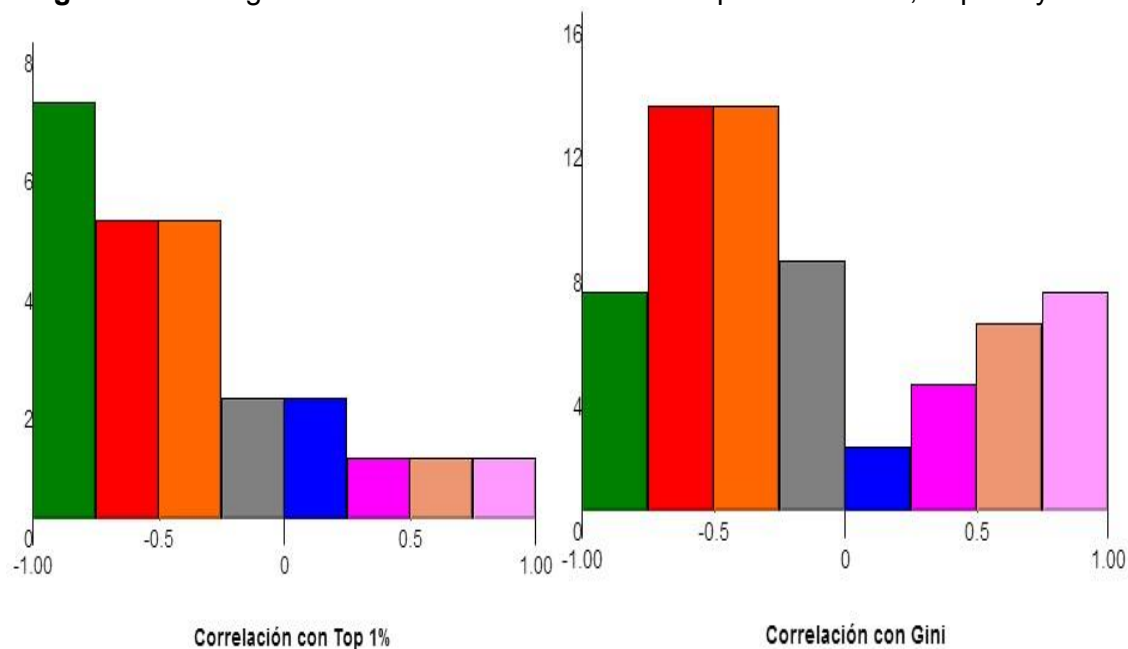
Países Emergentes (35): Argentina, Bolivia, Brasil, Burkina Faso, Chile, China, Chipre, Colombia, Costa de Marfil, Costa Rica, Egipto, Filipinas, Hungría, Irán, Kenia, Lesoto, Marruecos, México, Mongolia, Níger, Nigeria, Panamá, Papua Nueva Guinea, Perú, Polonia, República de Corea, Rumania, Senegal, Sierra Leona, Sri Lanka, Sudáfrica, Tailandia, Túnez, Turquía, Venezuela.

Tabla A1. Cantidad de datos disponibles por variable y país

| | Cuenta Corriente (%PBI) | Participación Salarial en el Ingreso | Coefficiente de Gini | Posición Neta de Activos Externos (% PBI) | Ratios de dependencia poblacionales (población joven y población adulta) | Crédito al sector privado (%PBI) | Saldo Fiscal (% PBI) | Pronóstico de Crecimiento Económico para dentro de 5 años (%) | PBI PPA per cápita relativo al promedio o EEUU-Alemania-Japón. |
|--------------------------------------|-------------------------|--------------------------------------|----------------------|---|--|----------------------------------|----------------------|---|--|
| Datos posibles | 2220 | 2220 | 2220 | 2220 | 2220 (cada ratio) | 2220 | 2220 | 2220 | 2220 (cada versión) |
| Observaciones | 2191 | 1254 | 1994 | 2181 | 2220 | 2027 | 1441 | 2144 | 2220 |
| Países con el total de observaciones | 52 | 9 | 42 | 55 | 60 | 36 | 6 | 51 | 60 |
| Alemania | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% |
| Argentina | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% |
| Australia | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% |
| Austria | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% |
| Bolivia | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% |
| Brasil | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% |
| Burkina Faso | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 86,5% | 100,0% | 100,0% |
| Canadá | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 86,5% | 100,0% | 100,0% |
| Chile | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 86,5% | 100,0% | 100,0% |
| Chipre | 100,0% | 91,9% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 86,5% | 100,0% | 100,0% |
| Colombia | 100,0% | 86,5% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 86,5% | 100,0% | 100,0% |
| Costa de Marfil | 100,0% | 86,5% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 86,5% | 100,0% | 100,0% |
| Costa Rica | 100,0% | 86,5% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 86,5% | 100,0% | 100,0% |
| Dinamarca | 100,0% | 86,5% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 86,5% | 100,0% | 100,0% |
| Egipto | 100,0% | 86,5% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 86,5% | 100,0% | 100,0% |
| España | 100,0% | 86,5% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 86,5% | 100,0% | 100,0% |
| Estados Unidos | 100,0% | 83,8% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 83,8% | 100,0% | 100,0% |
| Filipinas | 100,0% | 83,8% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 83,8% | 100,0% | 100,0% |
| Finlandia | 100,0% | 73,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 81,1% | 100,0% | 100,0% |
| Francia | 100,0% | 67,6% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 81,1% | 100,0% | 100,0% |
| Grecia | 100,0% | 64,9% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 81,1% | 100,0% | 100,0% |
| Irlanda | 100,0% | 54,1% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 81,1% | 100,0% | 100,0% |
| Islandia | 100,0% | 51,4% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 78,4% | 100,0% | 100,0% |
| Israel | 100,0% | 48,6% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 73,0% | 100,0% | 100,0% |
| Italia | 100,0% | 45,9% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 73,0% | 100,0% | 100,0% |
| Japón | 100,0% | 45,9% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 70,3% | 100,0% | 100,0% |
| Kenia | 100,0% | 45,9% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 64,9% | 100,0% | 100,0% |
| Lesoto | 100,0% | 45,9% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 64,9% | 100,0% | 100,0% |
| Luxemburgo | 100,0% | 45,9% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 64,9% | 100,0% | 100,0% |
| Marruecos | 100,0% | 45,9% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 59,5% | 100,0% | 100,0% |
| México | 100,0% | 45,9% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 59,5% | 100,0% | 100,0% |
| Níger | 100,0% | 45,9% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 59,5% | 100,0% | 100,0% |
| Noruega | 100,0% | 45,9% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 59,5% | 100,0% | 100,0% |

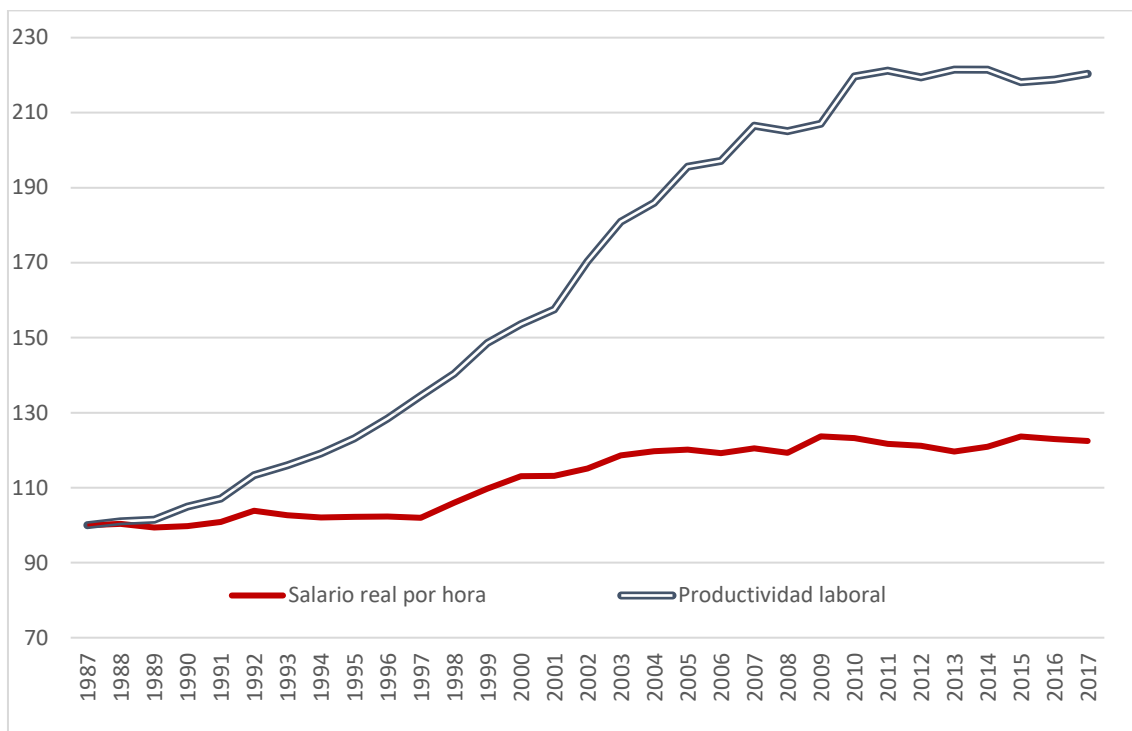
| | | | | | | | | | |
|-----------------|--------|-------|--------|--------|--------|--------|-------|--------|--------|
| Nueva Zelanda | 100,0% | 43,2% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 59,5% | 100,0% | 100,0% |
| P. Nueva Guinea | 100,0% | 43,2% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 59,5% | 100,0% | 100,0% |
| Países Bajos | 100,0% | 43,2% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 59,5% | 100,0% | 100,0% |
| Panamá | 100,0% | 40,5% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 97,3% | 59,5% | 100,0% | 100,0% |
| Perú | 100,0% | 40,5% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 94,6% | 56,8% | 100,0% | 100,0% |
| Portugal | 100,0% | 40,5% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 94,6% | 56,8% | 100,0% | 100,0% |
| Reino Unido | 100,0% | 40,5% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 94,6% | 48,6% | 100,0% | 100,0% |
| Rep. Corea | 100,0% | 37,8% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 94,6% | 45,9% | 100,0% | 100,0% |
| Rumania | 100,0% | 37,8% | 100,0% | 100,0% | 100,0% | 94,6% | 45,9% | 100,0% | 100,0% |
| Senegal | 100,0% | 37,8% | 97,3% | 100,0% | 100,0% | 94,6% | 45,9% | 100,0% | 100,0% |
| Singapur | 100,0% | 35,1% | 97,3% | 100,0% | 100,0% | 91,9% | 45,9% | 100,0% | 100,0% |
| Sri Lanka | 100,0% | 35,1% | 97,3% | 100,0% | 100,0% | 91,9% | 45,9% | 100,0% | 100,0% |
| Sudáfrica | 100,0% | 35,1% | 97,3% | 100,0% | 100,0% | 91,9% | 45,9% | 100,0% | 100,0% |
| Suecia | 100,0% | 32,4% | 97,3% | 100,0% | 100,0% | 89,2% | 45,9% | 100,0% | 100,0% |
| Suiza | 100,0% | 32,4% | 97,3% | 100,0% | 100,0% | 89,2% | 45,9% | 100,0% | 100,0% |
| Tailandia | 100,0% | 32,4% | 94,6% | 100,0% | 100,0% | 86,5% | 45,9% | 100,0% | 100,0% |
| Túnez | 100,0% | 32,4% | 94,6% | 100,0% | 100,0% | 86,5% | 45,9% | 100,0% | 100,0% |
| Turquía | 100,0% | 32,4% | 89,2% | 100,0% | 100,0% | 83,8% | 45,9% | 100,0% | 100,0% |
| Venezuela | 100,0% | 32,4% | 86,5% | 100,0% | 100,0% | 75,7% | 43,2% | 97,3% | 100,0% |
| Irán | 97,3% | 29,7% | 83,8% | 100,0% | 100,0% | 70,3% | 40,5% | 97,3% | 100,0% |
| Polonia | 97,3% | 29,7% | 81,1% | 100,0% | 100,0% | 67,6% | 32,4% | 83,8% | 100,0% |
| Nigeria | 94,6% | 29,7% | 75,7% | 100,0% | 100,0% | 64,9% | 32,4% | 78,4% | 100,0% |
| Sierra Leona | 94,6% | 29,7% | 62,2% | 94,6% | 100,0% | 62,2% | 32,4% | 70,3% | 100,0% |
| Bélgica | 86,5% | 29,7% | 56,8% | 83,8% | 100,0% | 54,1% | 32,4% | 70,3% | 100,0% |
| Hungría | 86,5% | 29,7% | 56,8% | 81,1% | 100,0% | 54,1% | 32,4% | 67,6% | 100,0% |
| Mongolia | 83,8% | 27,0% | 54,1% | 78,4% | 100,0% | 40,5% | 32,4% | 64,9% | 100,0% |
| China | 81,1% | 27,0% | 29,7% | 56,8% | 100,0% | 13,5% | 27,0% | 64,9% | 100,0% |
| Total | 98,7% | 56,5% | 94,1% | 98,2% | 100,0% | 91,3% | 64,9% | 96,6% | 100,0% |

Figura A1. Histograma de la correlación entre Participación Salarial, Top 1% y Gini



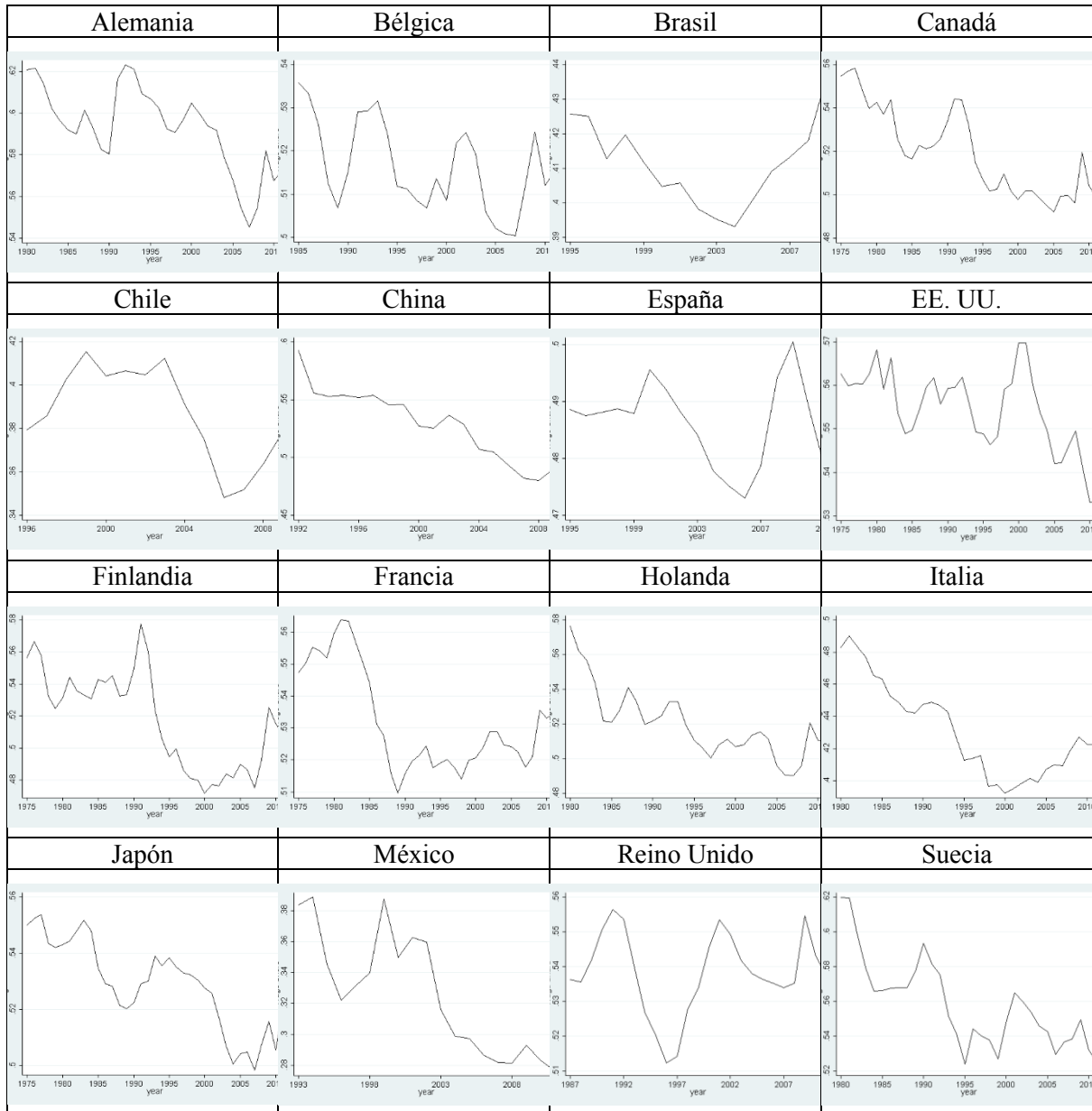
Fuente: elaboración propia en base a Karabarbounis, L y Neiman, B. (2013), The World Top Income Database y The Standardized World Income Inequality Database.

Figura A2. Salario Real en USA y productividad (1987-2017)



Fuente: Elaboración propia en base a datos del Bureau of Labor Statics. Sector manufacturero.

Figura A3. Participación del trabajo en porcentaje el ingreso nacional para países seleccionados.



Fuente: Elaboración propia en base a Karabarbounis, L y Neiman, B. (2013), The Standardized World Income Inequality Database y The World Top Income Database.