

Documento de trabajo 16/2018

8 de agosto de 2018




Macroeconomía y objetivos de desarrollo sostenible: una propuesta para la coordinación de políticas económicas y la reducción de las desigualdades

Jorge Carrera



Macroeconomía y objetivos de desarrollo sostenible: una propuesta para la coordinación de políticas económicas y la reducción de las desigualdades

Jorge Carrera | Departamento de Economía, Universidad Nacional de La Plata
| @jorgecarreraok 

Índice

Resumen	3
Abstract	4
(1) Introducción: dos objetivos para la economía global	5
(2) Desigualdad y participación del salario en el ingreso.....	6
(3) Los desequilibrios globales de la balanza de pagos	13
(4) La relación entre la cuenta corriente y la distribución del ingreso/estrategia empírica	15
Participación salarial en el ingreso total (“PS”)	17
Coeficiente de Gini (“Gini”)	17
Posición neta de activos externos (% PIB) (“PNAE”).....	17
Ratios de dependencia poblacional (“dep_joven” y “dep_mayor”)	17
Crédito al sector privado (% PBI) (“cred_tot”).....	18
Balance fiscal (% PBI) (“saldo_fiscal”).....	18
Brecha del producto (% PIB) (“y_gap”).....	18
Crecimiento económico proyectado para dentro de cinco años (“pib_proy_5”).....	18
PIB per cápita a paridad de poder adquisitivo (PPA) (“pib_relativo”)	18
Dummy de “Centro Financiero” (“fin”).....	19
(5) La relación entre la cuenta corriente y la distribución del ingreso	19
(6) Implicaciones desde la perspectiva individual de los países	21
(7) Una propuesta para la coordinación de políticas económicas globales	23
Referencias	27
Bases de datos utilizadas.....	31
Países incluidos en la muestra.....	32

Resumen

El crecimiento de la desigualdad y la redistribución regresiva del ingreso se han convertido en una problemática central en la agenda de desarrollo sostenible y en foros económicos mundiales. Simultáneamente, los desequilibrios de la cuenta corriente (CC) de la balanza de pagos son una deficiencia clave en el funcionamiento del sistema monetario y financiero internacional. Este documento de trabajo busca mostrar que los dos problemas están interrelacionados. Una mejora en la participación de los trabajadores en el ingreso induciría un deterioro de la CC, mientras que intentar resolver los desequilibrios de la CC reduciendo la participación salarial en los países deficitarios podría generar un sesgo contractivo a escala global. Por lo tanto, en economías con el grado de integración comercial y financiera actual se requiere una atención simultánea de ambos objetivos.

El documento profundiza un aspecto que ha sido escasamente tratado en la literatura que estudia la macroeconomía y la distribución del ingreso: la interacción entre esta última y el sector externo de las economías. A tal fin, se muestra evidencia empírica que expande los tradicionales trabajos econométricos sobre determinantes de la CC utilizando un amplio panel de países para un lapso de 36 años, donde se identifica que una mayor participación del salario en el ingreso se relaciona con un deterioro de la CC. Este hallazgo es consistente con aquellas teorías que asocian una mayor participación del salario en el ingreso con una mayor demanda agregada vía más consumo y menos ahorro, y resulta ser más fuerte para economías en desarrollo, evidenciando las diferencias estructurales entre distintos grupos de países.

También se presentan resultados relevantes sobre la significatividad y el signo de variables de control como la intermediación financiera, el resultado fiscal, las ratios demográficas, la apertura de la cuenta capital y las expectativas de crecimiento. En algunos casos hay diferencias en los coeficientes de acuerdo al nivel de desarrollo de los países.

La evidencia que se presenta resulta relevante para el diseño de políticas económicas en los países que persigan alcanzar, simultáneamente, un mejoramiento de la distribución del ingreso evitando acentuar la restricción externa. Al respecto, se postula que esta problemática debería ser tratada a escala multilateral.

A tal fin, se discuten alternativas para que, en el marco de la actual gobernanza global, sea posible alcanzar objetivos como los de mejorar la distribución del ingreso y disminuir la desigualdad, por un lado, y reducir los desequilibrios globales de las cuentas corrientes, por otro. Se muestra que la coordinación de políticas puede ser una solución superior a que cada país juegue independientemente. Se analizan las dificultades de implementación de una propuesta cooperativa pero, al mismo tiempo, se muestra cómo las alternativas no cooperativas son muy negativas para la economía global y para el propio funcionamiento del sistema multilateral.

Abstract

The growth of inequality and regressive income redistribution have become a central problem in the sustainable development agenda and in global economic forums. Simultaneously, the imbalances of the current account (CC) of the balance of payments are a key deficiency in the functioning of the international monetary and financial system. This working paper seeks to show that the two problems are interconnected. An improvement in the labour share in income would induce a deterioration of the CC, while trying to resolve the imbalances of CC by reducing the wage share in the deficit countries could generate a contractionary bias on a global scale. Therefore, in economies with the current degree of commercial and financial integration, simultaneous attention to both objectives is required.

The paper looks more closely at an aspect that has been scarcely addressed in the literature that studies macroeconomics and income distribution: the interaction between the latter and the external sector of the economies. To this end, empirical evidence is shown that expands the traditional econometric work on determinants of CC using a broad panel of countries for a period of 36 years, which shows that a greater labour share in income is related to a deterioration in the CC. This finding is consistent with the theories that associate a greater labour share in income with a greater aggregate demand via more consumption and less savings, and it turns out to be stronger for developing economies, showing up the structural differences between different groups of countries.

There are also important results on the significance and the sign of control variables such as financial intermediation, fiscal results, demographic ratios, the opening of the capital account and the role of growth expectations. In some cases, there are differences in the coefficients according to the level of development of the countries.

The evidence presented is relevant for the design of economic policies in the countries that seek to achieve, simultaneously, an improvement in income distribution and avoid aggravating external constraints. In this regard, it is postulated that this is a problem that should be addressed at the multilateral level.

Different alternatives are discussed so that, within the framework of the current global governance, to make possible the achievement of objectives such as improving income distribution and reducing inequality, on the one hand, and reducing global imbalances in current accounts, on the other. It shows that the coordination of policies can be a superior solution to each country playing independently. The difficulties of implementing a cooperative proposal are analysed but, at the same time, it is shown how non-cooperative alternatives are very negative for the global economy and for the very functioning of the multilateral system.

Keywords: inequality, current account, savings, investments, functional distribution of income, policy coordination, UN, SDGs, G20, 2030 Agenda.

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

(1) Introducción: dos objetivos para la economía global

La economía internacional afronta dos desafíos particularmente relevantes. Por un lado, reducir la desigualdad y, por el otro, corregir en forma efectiva los desequilibrios de la cuenta corriente de la balanza 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, 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 (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 equilibrio se refiere justamente a que los altos y persistentes déficit en cuenta corriente no pueden ser la base de una internacionalización comercial y financiera estable. Por otro lado, el adjetivo sostenible se 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 documento 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 afrontan los países cuando quieren resolver estos desequilibrios en forma individual y luego cuál es la situación a nivel global. Como corolario se discutirá una propuesta de coordinación de política macroeconómica y escenarios de alternativas no cooperativas.

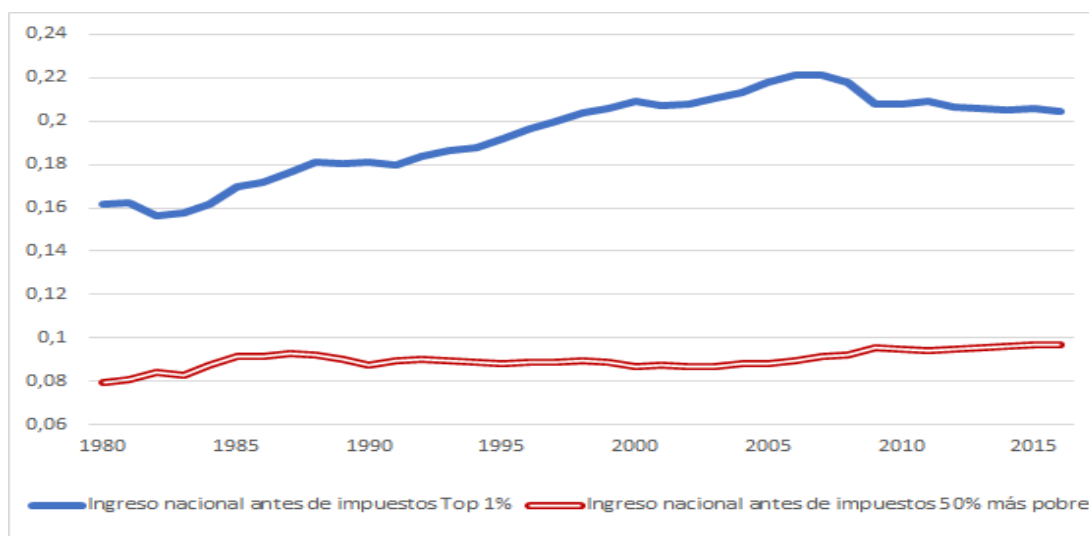
(2) Desigualdad y participación del salario en el ingreso

Tras décadas de estar 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 papel positivo de la desigualdad como incentivador de un mayor esfuerzo individual, y por ende un estímulo a la inversión y el crecimiento (Okun, 1975). Véase Bourguignon (1981) para una presentación de un modelo teórico y de sus derivaciones normativas.

A partir de los años 90 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 definitivamente 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 EEUU (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).

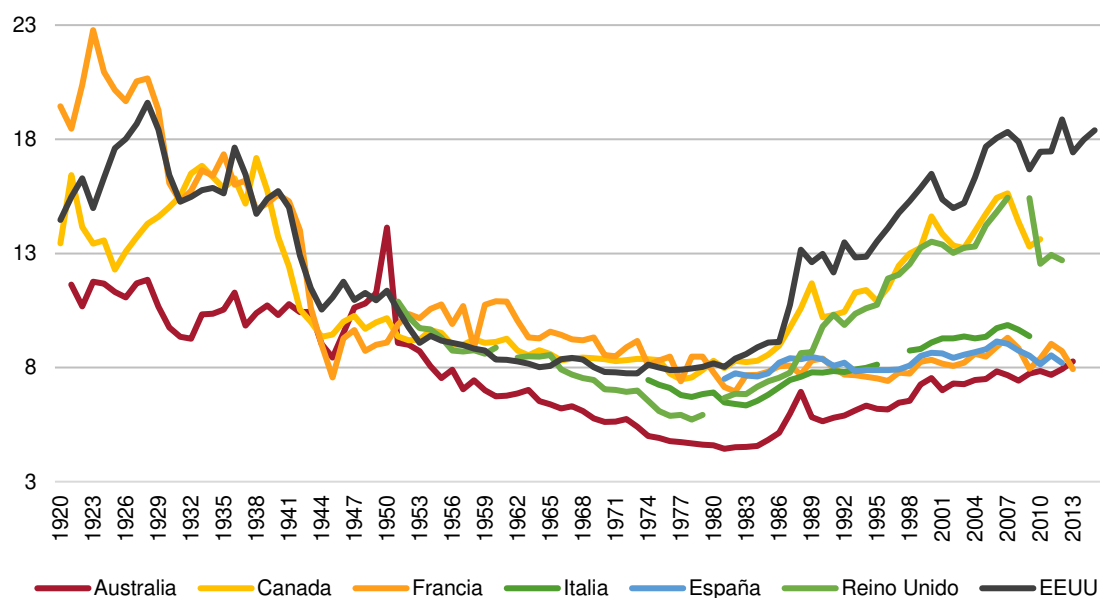
Cuando se analiza la evidencia, se aprecia que la desigualdad medida por la participación en el ingreso disponible del 1% más rico de la población ha crecido fuertemente en todos los países. Estos indicadores, referidos como los *top incomes*, han sido popularizados por las investigaciones de Atkinson, Piketty y Alvaredo, entre otros economistas (Piketty, 2014). Las Figuras 1A y 1B muestran 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%, que pasó del 16% en los años 80 a casi el 21% desde 2010. Este cambio es más pronunciado en economías como EEUU, donde pasó del 9,4% en 1980 al 21,8% en 2012, mientras que en Europa el cambio fue mucho menor (Francia, del 7,8% al 8,8%; España, del 7,6% al 8,6%; el Reino Unido, del 6,7% al 12,7%).

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



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

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



Fuente: Alvaredo *et al.* (2018), "World Inequality Report 2018".

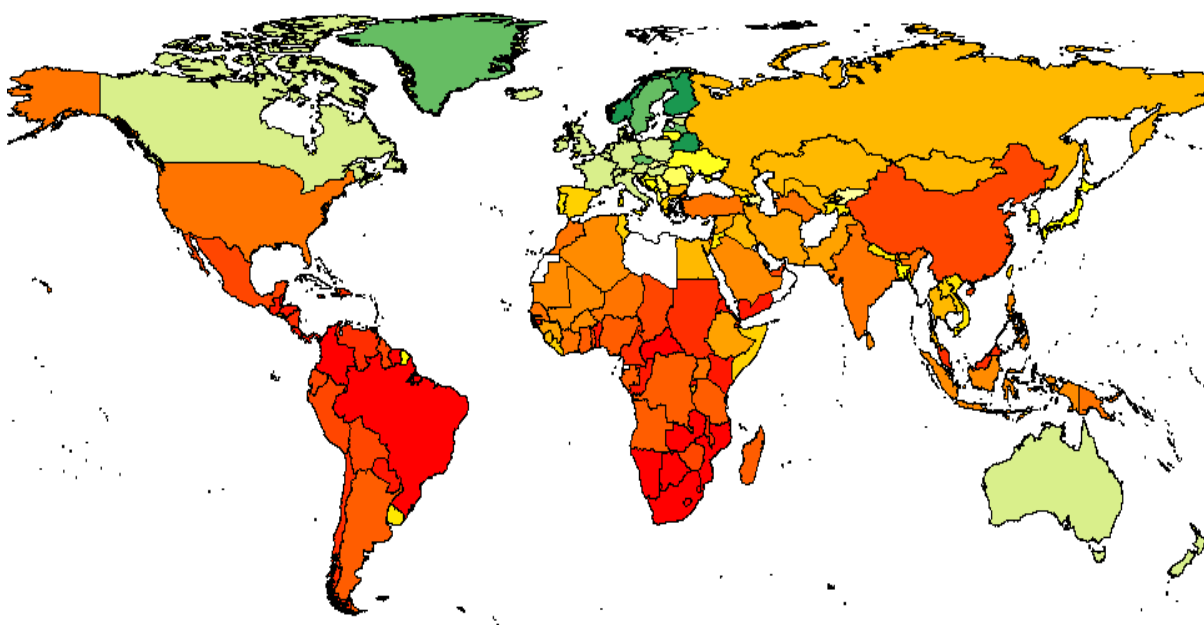
Otras formas de medir la desigualdad, como el Coeficiente de Gini,¹ también muestran cambios significativos en un análisis de largo plazo. América del Norte, Europa, Asia y Medio Oriente evidencian deterioros, mientras que América Latina y África

¹ 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.

Subsahariana muestran disminuciones en la desigualdad, pero desde niveles muy altos que todavía dejan a estas regiones muy por encima del resto. Sin embargo, si bien el mundo ha disminuido la desigualdad 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 apropian los percentiles más altos como por el coeficiente de Gini– tiene múltiples determinantes, existe un importante consenso sobre el papel central que cumple la participación salarial como determinante de la desigualdad (Checchi y García-Peñalosa, 2005). Como se puede apreciar en 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 del *top* 1% en el ingreso² 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 período hasta el rojo que indica los mayores coeficientes para dicho período (y por tanto la mayor desigualdad).

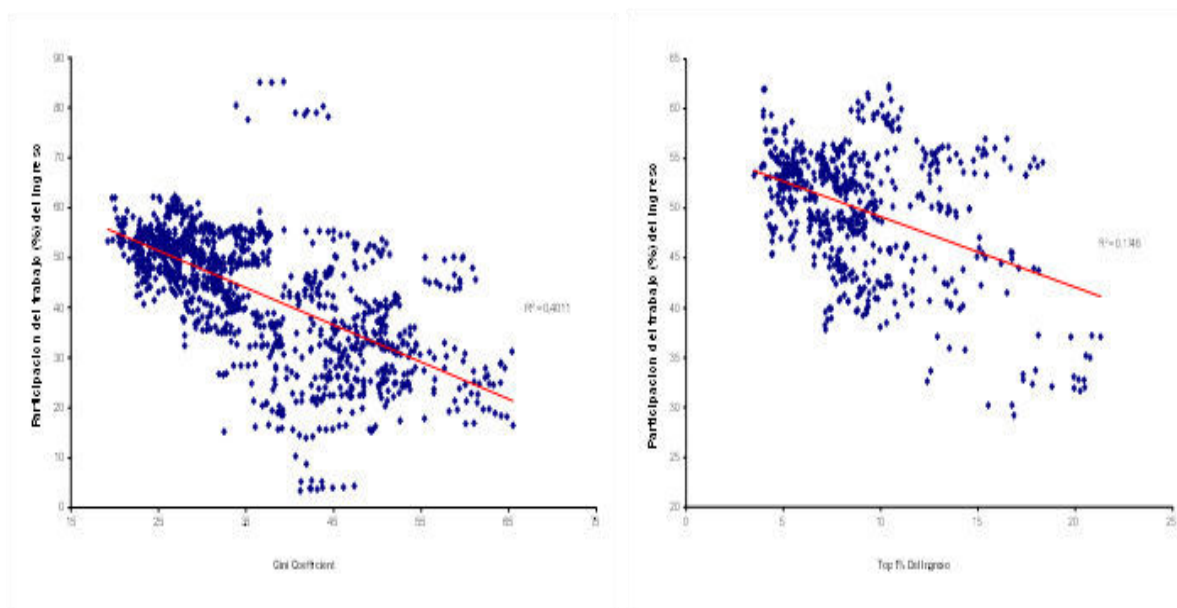
Fuente: "World Development Indicators" y "The Standardized World Income Inequality Database".

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

² 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 acontecimientos: 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.

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, 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)



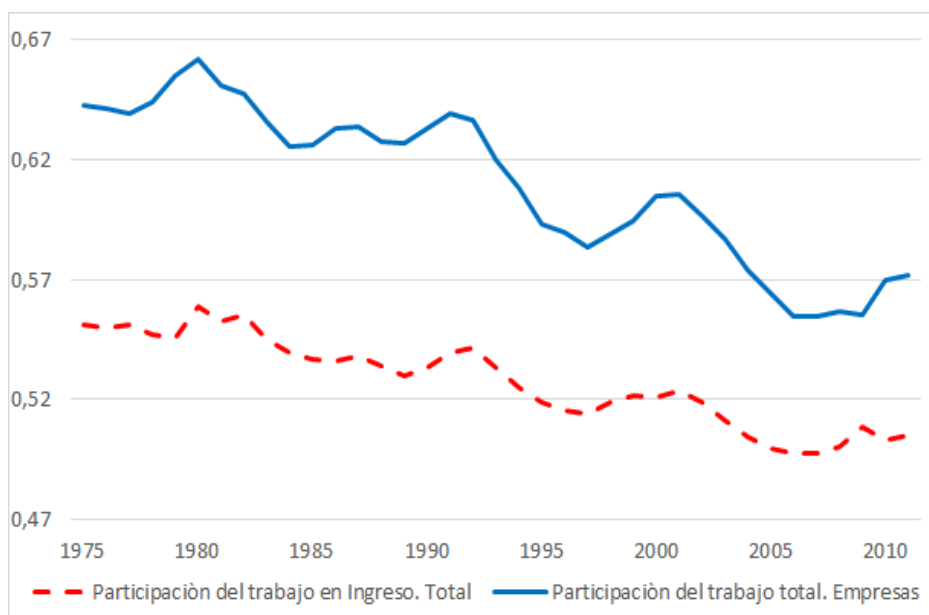
Fuente: "The World Top Income Database" y "The Standardized World Income Inequality Database".

En este sentido, el aumento de la desigualdad se refleja en la caída tendencial observada desde los años 80 en la participación de los salarios en el ingreso en favor de la remuneración al capital (véase la Figura 4 para un análisis de la caída tendencial de la participación global del salario en el ingreso mundial). Como se observa, entre 1975 y 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 había encontrado 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 (véase la Figura 8 en el Apéndice para el caso de EEUU). 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 4 (Rodríguez y Jayadev, 2010; Kanbur y Stiglitz, 2015). En efecto, diversos estudios sostienen que –al menos desde comienzos de los años 80– existe una tendencia global decreciente de la participación del salario en el ingreso, que

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 las tecnologías de la información (IT), incentivan un uso más intensivo del capital, desplazando mano de obra en términos relativos, en especial trabajadores de baja y media calificación.

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



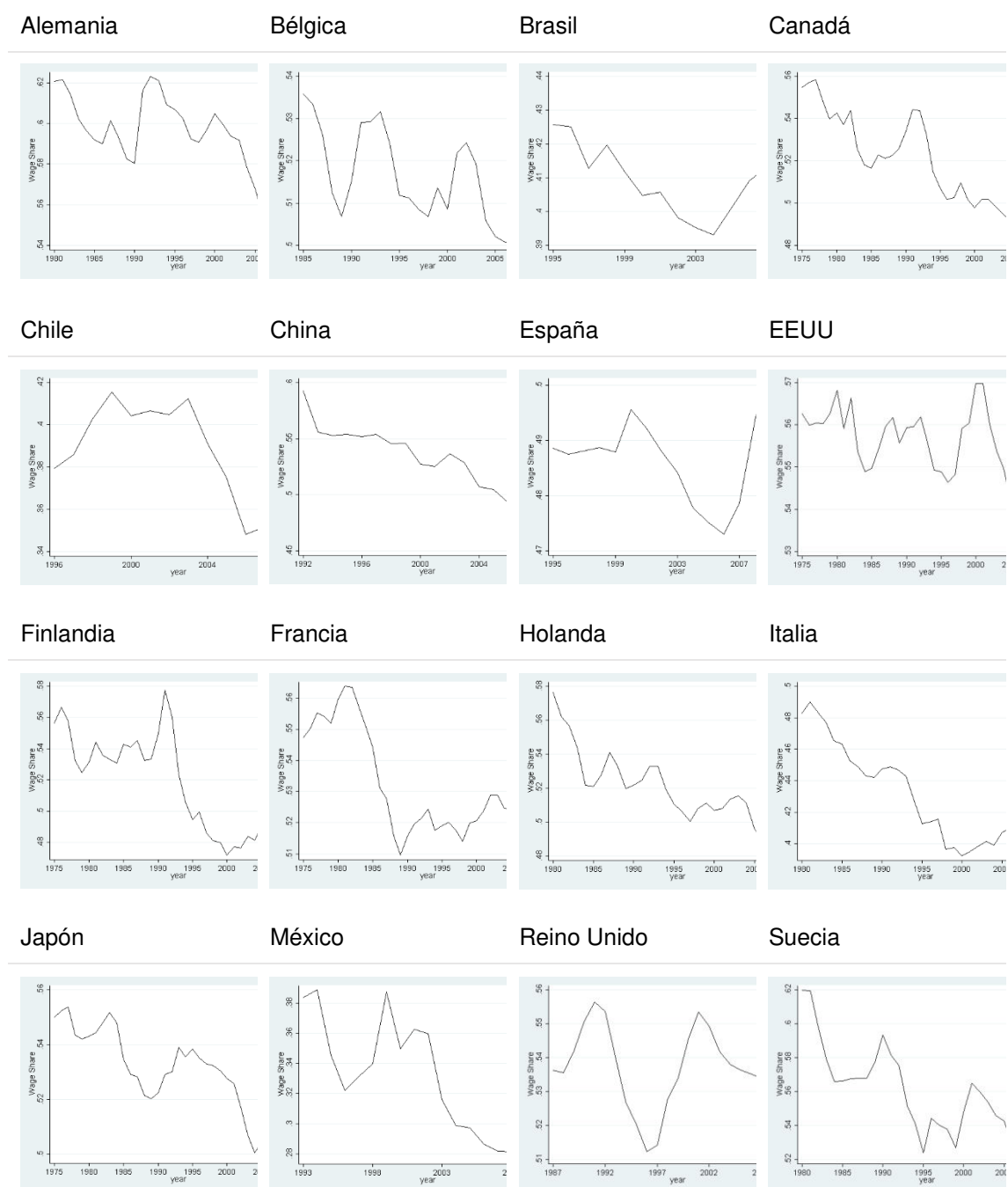
Nota: promedio ponderado por el PIB de cada país.

Fuente: elaboración propia en base a Karabarbounis y Neiman (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 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, y el avance tecnológico ahorrador de mano de obra en general y más intensivo en la diferenciación de las habilidades laborales necesarias. Esto somete a 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 post-keynesiana señalan que los regímenes de acumulación en algunos países pasan de estar impulsados por los salarios a estar impulsados por los beneficios empresarios (Stockhammer, Onaran y Ederer, 2009; Blecker, 2016).

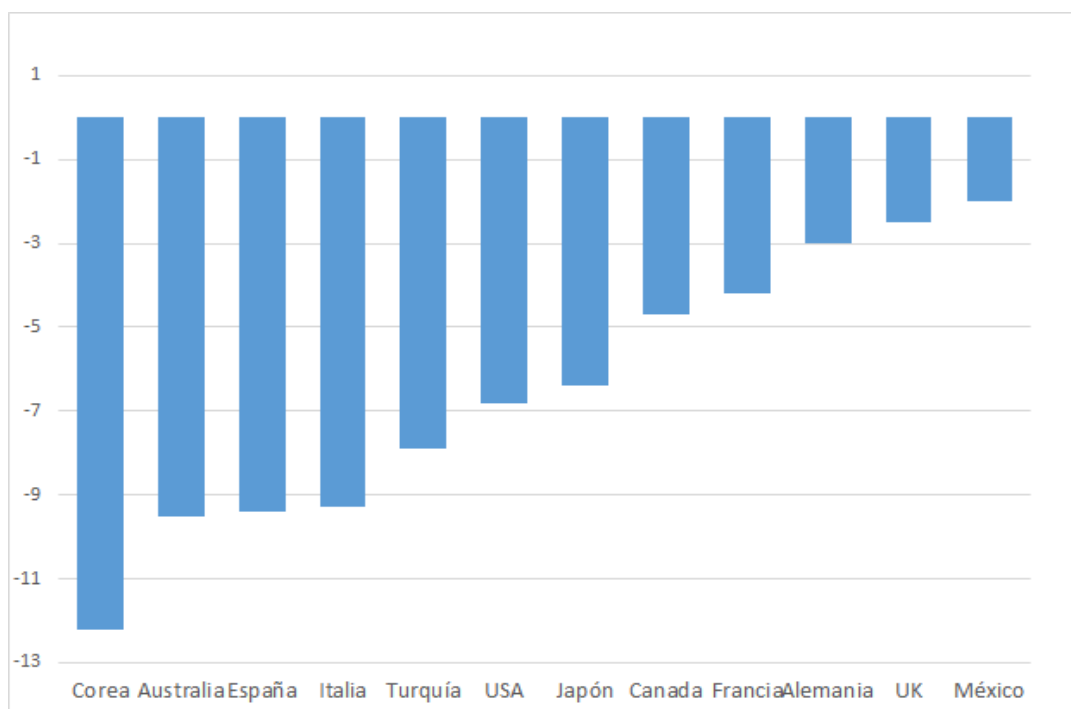
El análisis de los países individuales permite apreciar que en una gran mayoría hubo una caída en la participación del salario en el ingreso, como se puede observar en la Figura 5^a, que contiene las series históricas para varios países seleccionados que replican la secuencia de la serie global. La Figura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

Figura 5A. Participación del trabajo en porcentaje de ingreso para países seleccionados



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

Figura 5B. Variación porcentual en la participación del trabajo en el ingreso para países seleccionados, 1970-2017



Nota: para Corea, Turquía y México se toma el intervalo de 1995 a 2017.

Fuente: elaboración propia en base a Karabarbounis y Neiman (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 y 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 afrontar *shocks* macroeconómicos y amortiguar el ciclo económico (Rodrik, 1999), lo cual incrementa la volatilidad macroeconómica.

Todos estos aspectos muestran con claridad por qué las Naciones Unidas, en sus Objetivos de Desarrollo Sostenible, o 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.

(3) Los desequilibrios globales 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 de la balanza de pagos (CC) de varios países relevantes. Estos 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.

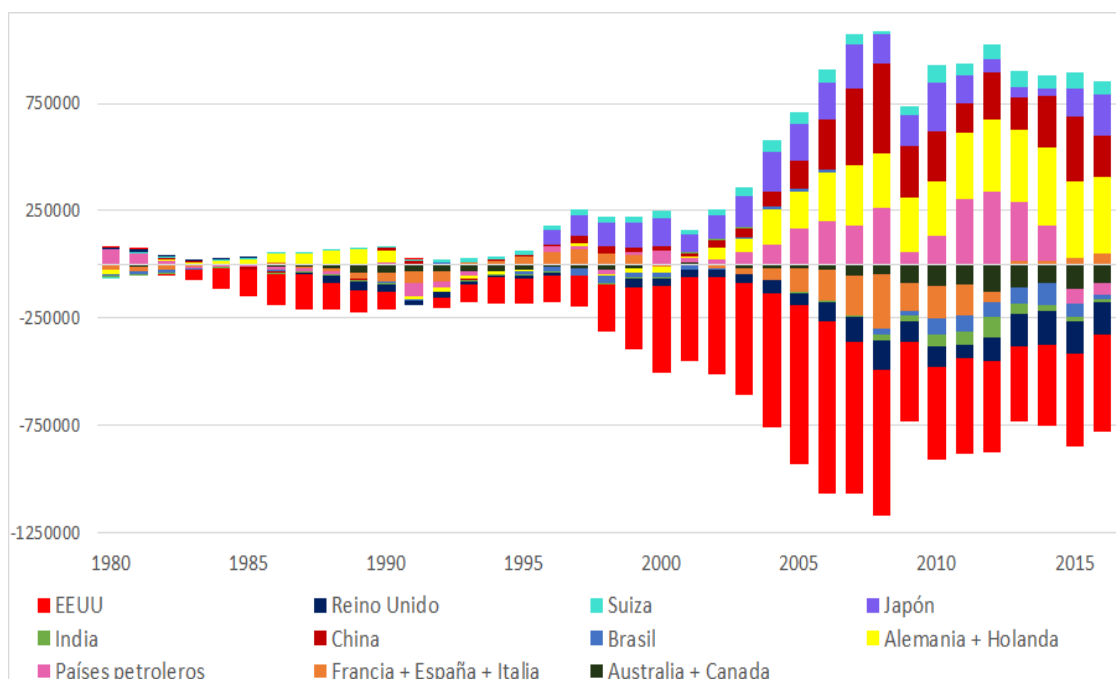
La moderna teoría económica intertemporal muestra que con mercados financieros perfectos los déficits en CC son eficientes en tanto permiten combinar distintos objetivos de ahorro en inversión entre dos países, con lo cual el bienestar que se alcanza es mayor que en el caso de afrontar una restricción 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, los déficits muy grandes están sujetos al problema de la reversión en su financiamiento, 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 (véase Borio, James y Shin, 2014, para una perspectiva desde el BIS).

Como se puede ver en la Figura 6, se destaca el papel deficitario de EEUU y el papel superavitario de China, Alemania, Japón, Corea y los países petroleros, entre otros. De hecho, frecuentemente en algunos países deficitarios como EEUU 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 diferentes, en los países con los cuales EEUU 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)



Nota: países petroleros comprende a: Arabia Saudita, Iran, Kuwait, Libia, Omán, Qatar y Venezuela.

Fuente: elaboración propia a partir de datos del Banco Mundial.

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 sólo financiaron el déficit fiscal a tasas muy bajas comprando bonos del Tesoro, sino 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 EEUU en primer lugar), a las organizaciones internacionales (FMI, 2017b; Adler y Cubeddu, 2017; Obsfeld, 2017) y, sobre todo, al G20 en su conjunto. Máxime porque, si bien en los primeros años de la post-crisis parecía que los desequilibrios se iban a reducir autónomamente, la moderada recuperación en el crecimiento global los ha colocado nuevamente sobre una trayectoria altamente inestable.

(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 mismos 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 testado 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 largos correspondientes a los percentiles más altos de ingresos sólo 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 del Apéndice 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 de la balanza por cuenta corriente (eje vertical).

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 exportables.³

Vistas las distintas alternativas teóricas, es necesario estudiar a nivel empírico cuál es la relación existente entre 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 difícil conseguir simultáneamente los dos objetivos que se propone el G20.

La estrategia empírica que se utiliza consiste en expandir los estudios previos de Chinn y Prasad (2003), Ito y Chinn (2007), Chinn, Ito y Eichengreen (2012), y Phillips *et al.* (2013),⁴ ninguno de los cuales incorpora variables de distribución del ingreso o desigualdad entre los determinantes tradicionales de la cuenta corriente.

Las estimaciones que se presentan aquí se basan 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 intentan identificar las fuentes cíclicas del comportamiento de la cuenta corriente, motivo por el cual se descarta la utilización de

³ Lo que sucede con la inversión frente a una redistribución del ingreso en favor de los trabajadores es controvertido. 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 compensara la variación del ahorro.

⁴ 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 tipos 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.

valores promedios no superpuestos de cuatro o cinco 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 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 (% PIB) (“PNAE”)

La variable se incluye en las regresiones con un retraso 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 papel significativo para la inversión (Chinn, Ito y Eichengreen, 2012). Según Phillips *et al.* (2013), esta relación positiva entre el retraso 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 sostenibilidad. 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 PIB 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 la 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, pueden 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 (% PIB) (“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 de cinco años (“pib_proy_5”)

Las expectativas de crecimiento futuro suelen incentivar las inversiones reduciendo el saldo por cuenta corriente y, 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 para los próximos cinco años, a 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.

PIB per cápita a paridad de poder adquisitivo (PPA) (“pib_relativo”)

Esta variable se incluye como *proxy* de productividad o nivel de desarrollo, y se toma en términos relativos al PIB *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 retraso) 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 Bélgica, Luxemburgo, los Países Bajos, Singapur y Suiza. Se espera un valor positivo para esta variable.

Para testar la robustez de los resultados, se corrieron tres especificaciones distintas del modelo con distintas composiciones del panel de datos incluyendo: (1) un indicador de distribución funcional del ingreso; (2) un indicador de distribución personal del ingreso; y (3) tanto un indicador de distribución funcional como de distribución personal del ingreso.

Todas estas especificaciones fueron probadas para: (1) el total de la muestra de 60 países; y (2) 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 y se ofrece la cantidad de datos disponibles 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 Figura 8 en el Apéndice 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).⁵

⁵ En Carrera, Rodríguez y Sardi (2016) se incluyen dos modelos adicionales que incluyen un término cuadrático para la participación salarial o dos retrasos. Los resultados son similares a los aquí presentados, funcionando así como test de robustez adicional.

Por otro lado, el coeficiente de Gini no es significativo ni cuando se 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 de 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 PIB.

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 PIB *per cápita* relativo y la apertura de la cuenta capital, ya que estas variables aparecen interactuadas en las regresiones. Esto significa que, en economías cerradas o menos abiertas a los flujos financieros, un mayor PIB *per cápita* se corresponde con un menor saldo de cuenta corriente, pero en países más abiertos se encuentra la relación opuesta.

En el mismo sentido, se puede deducir que el efecto de la apertura de la cuenta capital en la cuenta corriente puede ser positivo o negativo, dependiendo del PIB *per cápita*. En economías avanzadas, el signo de dicha relación es positivo, mientras que en países con menor PIB *per cápita*, la relación es negativa. En la muestra utilizada aquí, aproximadamente la mitad de los países tienen un PIB *per cápita* promedio de tal modo que la relación se torna negativa.⁶

Con el objeto 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 Figura 9 muestran, respectivamente, las regresiones para el modelo 3 correspondientes a países avanzados y emergentes.⁷ 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

⁶ Las deducciones técnicas basadas en las derivadas parciales se brindan en Carrera, Rodríguez y Sardi (2016).

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

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 sólo es significativa y positiva en las regresiones de CC de los avanzados. La ratio crédito/PIB es relevante y negativa para la cuenta corriente sólo en los países avanzados, lo 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.

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.

(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 tener en cuenta esta relación en las organizaciones internacionales, según se puede ver de la bibliografía de soporte de los macromodelos globales como el 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 e Izurieta, 2014).

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

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 teniendo en cuenta la interdependencia económica. Esto significa que la decisión de política redistributiva –sea expansiva o contractiva– de un país tiene notorios efectos de 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.

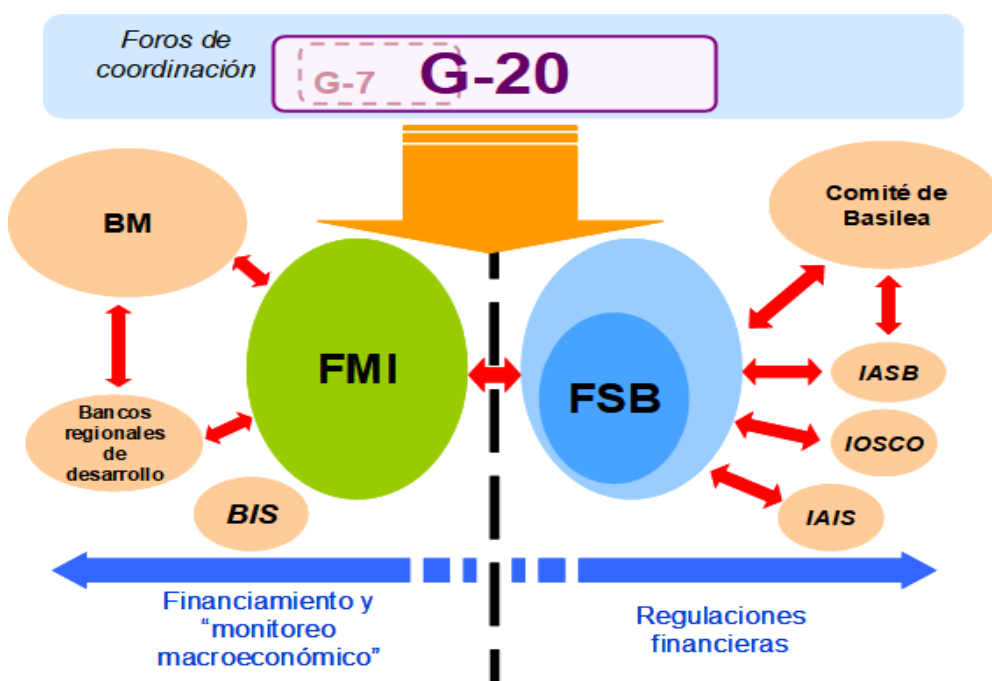
Quinto, en un sistema internacional con cambios flexibles y reglas comerciales más rígidas que en el pasado y aumento del proteccionismo, muchos países pueden verse obligados a usar la política cambiaria en forma intensiva para corregir sus problemas de cuenta corriente, según los grados de libertad 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 controvertido 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) Una propuesta para la coordinación de políticas económicas globales

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 fuera definido como foro de discusión y potencial coordinación de políticas (véase la 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 destacan como instituciones el FMI, el Banco Mundial, el Banco de Pagos Internacionales y los distintos bancos regionales. En la esfera de la regulación, 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 Organisation of Securities Commissions*), y la IAIS (*International Association of Insurance Supervisors*).

Figura 7. El mapa de la nueva arquitectura financiera internacional



Nota: BM (Banco Mundial), BID (Banco Interamericano de Desarrollo), BIS (Bank for International Settlements), IASB (International Accounting Standards Board), IOSCO (International Organisation of Securities Commissions), IAIS (International Association of Insurance Supervisors), FMI (Fondo Monetario Internacional), FSB (Financial Stability Board).

Fuente: Carrera (2009).

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.

Si las distintas instituciones de la gobernanza global como el G20 o, desde una perspectiva más abarcativa, las Naciones Unidas intentaran afrontar estos dos problemas, deberán tener en cuenta la fuerte relación negativa entre estos dos objetivos tal como se señala 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, los Países Bajos, los exportadores de petróleo, Suiza, Singapur, Hong Kong, Suecia, Noruega y Malasia, entre otros).

Obviamente, está claro que observar un superávit en CC en 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 superávit 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 sus países miembros o en las recomendaciones a cada país en los Art. IV (véase FMI, 2017b; Adler y Cubeddu, 2017; y Obsfeldt, 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 sistemas de pensiones” en Brasil, Italia y Turquía. Mientras, para países superavitarios como Alemania, Japón y Singapur, 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 con 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, véase FMI (2017b), Adler y Cubeddu (2017) y Obsfeldt (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 cuenta corriente 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 global.⁹ Lo cual finalmente también perjudicaría a los países superavitarios que afrontan 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 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. Esta consiste en afrontar 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.

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).

La llegada de Donald Trump a la presidencia de EEUU es un hito ineludible al respecto. De hecho, está claro cómo la política económica externa norteamericana pasó a enfocarse, principalmente, en los países con los cuales tiene déficit de CC (China, Alemania, México, Corea y Canadá, principalmente), generando distintos grados de tensión en cada una de las relaciones bilaterales. Estas acciones se justifican hacia la propia base electoral como un intento de recuperar el empleo y los ingresos del trabajo.

El caso de EEUU es particularmente preocupante porque es la primera economía del mundo y líder del sistema multilateral que se ha formado en las últimas décadas, 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 *communiqués* de sus líderes (hasta el de Hamburgo de 2018) 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.

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 EEUU, 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.

Estas políticas proteccionistas pueden expandirse y ser imitadas en otros países. 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 ampliamente compartido 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 afrontan 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 está claro que la propuesta de cooperación global secuencial puede parecer voluntarista desde el punto de vista individual de los países con superávit en CC, 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 deficitarios basado en reducciones salariales y en las llamadas “devaluaciones internas”, producen 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 que puedan hacerlo por estar fuera de uniones monetarias. Todo ello quitaría dinamismo al comercio y al crecimiento global.

Implementar una solución cooperativa global debe partir de que cada país participante, comenzando por los más grandes, internalice los costes 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.

Referencias

Adler, G., y L. Cubeddu (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 R. Perotti (1996), "Income distribution, political instability, and investment", *European Economic Review*, nº 40, pp. 1203-1228.

Alesina, A., y D. Rodrik (1994), "Distributive politics and economic growth", *Quarterly Journal of Economics*, vol. 109, nº 2, pp. 465-490.

Alvaredo, F., L. Chancel, T. Piketty, E. Saez y G. Zucman (2018), "World inequality report 2018", WID.world, <https://wir2018.wid.world/>.

Bayoumi, T., y F. Vitek (2013), "Model spillovers and their discontents", *IMF Working Paper*, enero, <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2013/wp1304.pdf>.

Berg., A., J. Ostry y G. Tsangarides (2014), "Redistribution, inequality, and growth", *IMF Staff Discussion Note*, febrero.

Bernanke, B. (2005), "The global saving glut and the US current account deficit", Board of Governors of the Federal Reserve System, <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2005/200503102/default.htm>.

Bernanke, B. (2009), "Reflections on a year of crisis", Conference on Brookings Papers on Economic Activity, Washington DC (texto idéntico al de 21/VIII/2009 de Jackson Hole, Wyoming), 15/IX/2009.

Blanchard, O., y F. Giavazzi (2002), "Current account deficits in the euro area: the end of the Feldstein-Horioka puzzle?", *Brookings Papers on Economic Activity*, Brookings Institution Press, nr 2.

Blecker, R.A. (2016), "Wage-led versus profit-led demand regimes: the long and the short of it", *Review of Keynesian Economics*, vol. 4, nº 4.

Bourguignon, F. (1981), "Pareto superiority of unegalitarian equilibria in Stiglitz' model of wealth distribution with convex saving function", *Econometrica*, vol. 49, nr 6, pp. 1469-75.

Robert Boyer (2011), "Poskeynesianos y regulacionistas: ¿una alternativa a la crisis de la economía estándar?", *Economía: teoría y práctica*, nº 35, México, julio/diciembre, ISSN 2448-7481 y ISSN 0188-3380.

Carrera, J. (2009), "El G20, la crisis y el rediseño de la arquitectura financiera internacional", *Ensayos Económicos*, nº 53-54.

Carrera, J., y E. Rodríguez (2016), "De la desigualdad a la macroeconomía. Reelaborando una interacción compleja", *Anales de la AAEP*, noviembre, ISBN 978-987-28590-4-6.

Carrera, J., E. Rodríguez y M. Sardi (2015), "Desigualdad, profundidad financiera e impacto en la cuenta corriente", *Ensayos Económicos*, nº 72, Banco Central de la República Argentina, junio.

Carrera, J., E. Rodríguez y M. Sardi (2016), "The impact of income distribution on the current account", *Journal of Globalization and Development*, vol. 7, nº 2, diciembre.

Cripps, F., y A. Izurieta (2014), "The UN Global Policy Model (GPM): technical description", mayo, http://unctad.org/en/PublicationsLibrary/tdr2014_bp_GPM_en.pdf.

Checchi, D., y C. García-Peñalosa (2005), "Labour market institutions and the personal distribution of income in the OECD".

Chinn, M.D., y E.S. Prasad (2003), "Medium-term determinants of current accounts in industrial and developing countries: an empirical exploration", *Journal of International Economics*, vol. 59, nº 1, pp. 47-76.

Chinn, M.D., y H. Ito (2007), "Current account balances, financial development and institutions: assaying the world 'saving glut'", *Journal of International Money and Finance*, vol. 26, nr 4, pp. 546-569.

Chinn, M.D., B. Eichengreen y H. Ito (2012), "Rebalancing global growth. Ascent after descent: regrowing economic growth after the Great Recession", Washington DC, World Bank, p. 35-86.

FMI (2017a), "Understanding the downward trend in labor income shares", *World Economic Outlook*, cap. 3, abril.

FMI (2017b), "2017 external sector report", julio.

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 D. Tsiddon (1997), "Technological progress, mobility and economic growth", *American Economic Review*, vol. 87, n° 3, pp. 363-382.

Gould, E.D., y A. Hijzen (2016), "Growing apart, losing trust? The impact of inequality on social capital", *IMF Working Paper*, n° 16/176, <https://ssrn.com/abstract=2882614>.

Kaldor, N. (1961), "Capital accumulation and economic growth", Macmillan, pp. 177-222.

Kalecki, M. (1971), *Selected Essays on the Dynamics of the Capitalist Economy, 1933-1970*, Cambridge University Press, Cambridge.

Kanbur, R., y J. Stiglitz (2015), "Wealth and income distribution: new theories needed for a new era", VOX CEPR's Policy Portal, <http://www.voxeu.org/article/wealth-and-income-distribution-new-theories-needednew-era>.

Karabarbounis, L., y B. Neiman (2013), "The global decline of the labor share", *NBER Working Paper*, n° 19136.

Keynes, J.M. (1936), *The General Theory of Employment, Interest and Money*.

Kumhof, M., y R. Rancière (2010), "Inequality, leverage and crisis", *IMF Working Paper*, n° 10/268.

Kumhof, M., C. Lebarz, R. Rancière, A. Richter y N. Throckmorton (2012), "Income inequality and current account imbalances", *IMF Working Paper*, n° 12/08.

Kuznets, S. (1955), "Economic growth and income inequality", *The American Economic Review*, vol. 45, n°1.

Lane, P.R., y G.M. Milesi-Ferretti (2007), "The external wealth of nations mark II: revised and extended estimates of foreign assets and liabilities, 1970-2004", *Journal of international Economics*, vol. 73, n° 2, pp. 223-250.

McKinnon, R. (1996), *The Rule of the Game*, MIT 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", informe para el 3^{er} encuentro del Grupo de Trabajo de Empleo del G20.

Obstfeld, M. (2017), "Assessing global imbalances: the nuts and bolts", 26/VI/2017, <https://blogs.imf.org/2017/06/26/assessing-global-imbalances-the-nuts-and-bolts/>.

Okun, A. (1975), *Equality and Efficiency: the Big Tradeoff*, Brookings Institution Press, Washington.

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*, vol. 1, nº 2, junio, pp 149–187.

Persson, T., y G. Tabellini (1994), "Is inequality harmful for growth?", *American Economic Review*, vol. 84, nº 3, pp. 600-621.

Phillips, M.S., M.L. Catão, M.L.A. Ricci, R. Bems, M. Das, J. Di Giovanni y M.M. Vargas (2013), "The external balance assessment (EBA) methodology", nº 13-272, International Monetary Fund.

Piketty, T. (2014), *Capital in the 21st Century*, Harvard University.

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

Rodriguez, F., y A. Jayadev (2010), "The declining labor share of income", *Journal of Globalization and Development*, vol. 3, nº 2, pp. 1-18.

Rodrik, D. (2011), *The Globalization Paradox*, WW Norton and Company.

Solt, F. (2014), "The standardized world income inequality database", *Social Science Quarterly*, en prensa.

Stiglitz, J. (1997), "Algunas enseñanzas del milagro del Este Asiático", *Desarrollo Económico*, vol. 37, nº 147, pp. 323-348.

Stiglitz, J. (2012), *El precio de la desigualdad. El 1% de la población tiene lo que el 99% necesita*, Taurus, Alfaguara SA.

Summers, L.H. (2015), "Demand side secular stagnation", *American Economic Review*, vol. 105, nº 5, pp. 60-65.

Bases de datos utilizadas

“Annual macro-economic database (AMECO)”, Comisión Europea, último acceso VI/2015, http://ec.europa.eu/economy_finance/db_indicators/ameco/index_en.htm.

“External Wealth of Nations Dataset”, Philip R. Lane y Gian Maria Milesi-Ferretti, actualizada al período 1970-2011, <http://www.philiplane.org/EWN.html>.

“Financial Development and Structure Dataset”, Banco Mundial, 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”, nº 97, junio 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”, L. Karabarbounis y B. Neiman (2013), NBER Working Paper, nº 19136, <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”, F. Alvaredo, A. Atkinson, T. Piketty y E. Sáez, último acceso VI/2015, <http://topincomes.g-mond.parisschoolofeconomics.eu/>.

“World Development Indicators”, Banco Mundial, último acceso VI/2015, <http://data.worldbank.org/data-catalog/world-development-indicators>.

“World Economic Outlook Database”, Fondo Monetario Internacional, edición de abril 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, EEUU, México, Panamá, Perú y Venezuela.

Asia (10): China, Filipinas, Irán, Israel, Japón, Mongolia, República de Corea, Singapur, Sri Lanka y 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, Rumanía, Suecia, Suiza y Turquía.

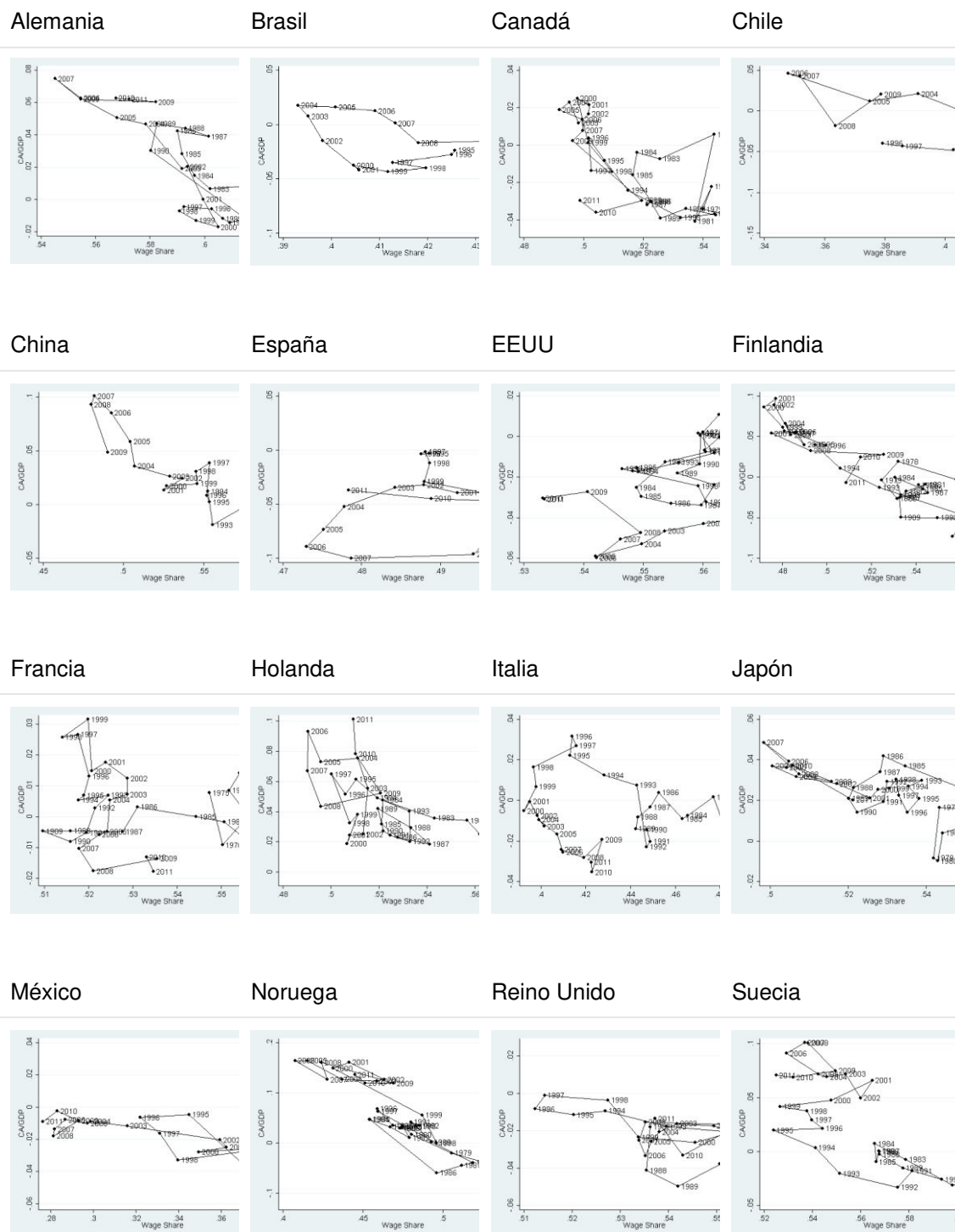
Oceanía (3): Australia, Nueva Zelanda y Papúa Nueva Guinea.

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, EEUU, 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, Papúa Nueva Guinea, Perú, Polonia, República de Corea, Rumanía, Senegal, Sierra Leona, Sri Lanka, Sudáfrica, Tailandia, Túnez, Turquía y Venezuela.

Figura 8. Secuencia temporal de participación del trabajo en el ingreso (eje horizontal) y balanza por cuenta corriente (eje vertical)



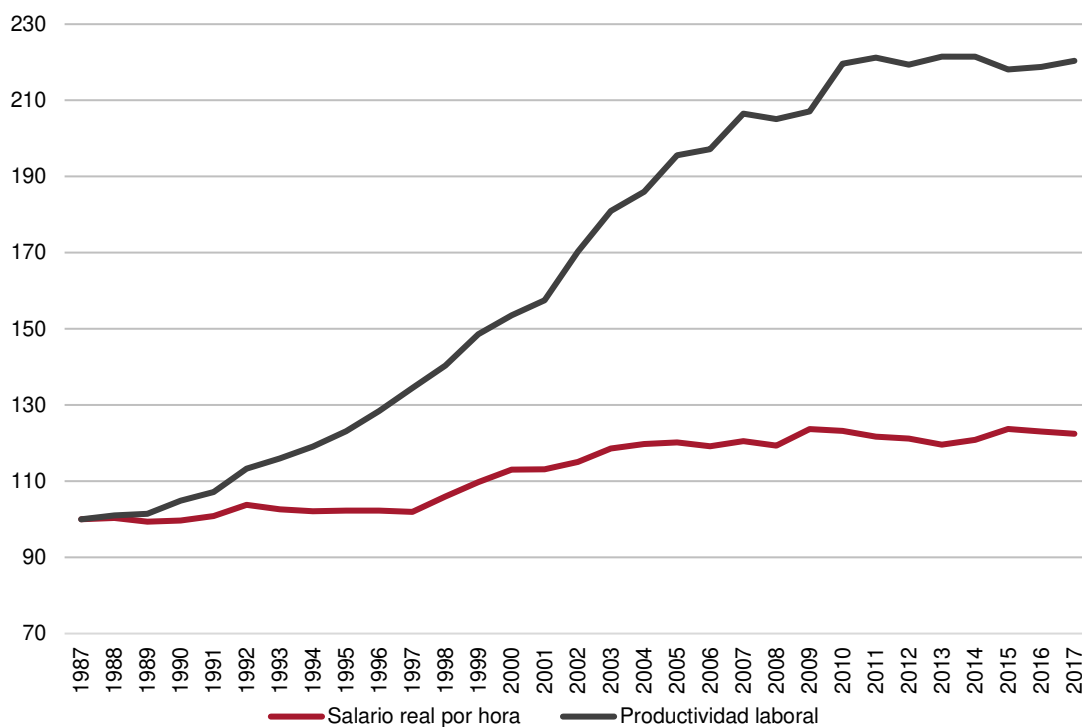
Fuente: elaboración propia sobre la base de “The Standardized World Income Inequality Database”, “The World Top Income”, “World Development Indicators” y “World Economic Outlook Database”.

Figura 9. Resultados regresiones para la muestra completa (modelos 1-3) y para países avanzados y emergentes (modelos 4 y 5)

	(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** (-20.9)	-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 5 años	-0.495*** (-3.47)	-0.389*** (-3.31)	-0.493*** (-3.42)	0.043 (0.21)	-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 raíz cuadrada del error cuadrático medio.

Figura 10. Salario real en EEUU y productividad, 1987-2017



Fuente: elaboración propia sobre la base de datos del Bureau of Labor Statistics, sector manufacturero.