

# EL EFECTO DE LA DISTRIBUCIÓN DEL INGRESO SOBRE LA CUENTA CORRIENTE

*Jorge Eduardo Carrera  
Esteban Rodríguez  
Mariano Sardi*

---

## 1. INTRODUCCIÓN

---

**D**esde que el origen de la economía como objeto independiente de estudio, la distribución del ingreso siempre ha sido un tema central de la teoría y la política económica. Pero, en los últimos decenios, los problemas de la distribución han acaparado mucha más atención, debido a varias razones. La primera es que la desigualdad del ingreso, medida por distintos indicadores, ha aumentado en casi todas las economías avanzadas y también en la mayoría de las emergentes y en desarrollo. Este fenómeno, de por sí importante, también está relacionado con varios problemas micro y macroeconómicos que influyen en el crecimiento y el desarrollo (Stiglitz, 2013; OCDE, 2014).

Otra razón por la que la desigualdad está siendo objeto de más debates es que muchos autores la consideran causa subyacente, junto con los desequilibrios mundiales en la cuenta corriente y la desregulación financiera, de la crisis internacional que inició en 2008 (Rajan, 2010). Además se está discutiendo también, entre académicos, en las organizaciones internacionales y en foros mundiales como el G20, el papel de

---

Traduce y publica el CEMLA con la autorización de los autores, el artículo original "The Impact of Income Distribution on the Current Account", publicado en el *Journal of Globalization and Development*. J. Carrera <jorge.carrera@econo.unlp.edu.ar>, Departamento de Economía, Universidad de La Plata (autor para correspondencia); E. Rodríguez <esteban.rgz@gmail.com> y M. Sardi <mjsardi@yahoo.com.ar>, Universidad de Buenos Aires. Una primera versión de este artículo se presentó en la I Reunión Anual de la Asociación Argentina de Economía Política (2015) y en las II Jornadas Nacionales de Econometría (2015). También fue presentada en seminarios en las universidades de Pavía, de Siena y Autónoma de Madrid. Los autores agradecen a Fernando Toledo, Pablo Bortz, Damian Pierri, Daniel Heymann, Saul Keifman y a otros dictaminadores anónimos por sus pertinentes comentarios respecto a este estudio.

la distribución del ingreso en las perspectivas de crecimiento mundial.<sup>1</sup> De hecho, algunas teorías sobre el estancamiento secular que destacan la carencia de una demanda efectiva mundial hacen mucho hincapié en la desigualdad (Palley, 2015).

Todos estos debates e investigaciones ponen en la palestra el papel de la desigualdad macroeconómica en un determinado país y las interacciones de este con la economía mundial. En este estudio abordamos un aspecto de la relación entre los desequilibrios y la desigualdad, al investigar cómo las distintas configuraciones de distribución del ingreso, en su interacción con otras variables macroeconómicas internas, afectan al resto del mundo mediante la cuenta corriente del país.

Nuestro objetivo es comprobar si la distribución del ingreso ha tenido algún efecto en la cuenta corriente y cómo actúa dicho efecto mediante el ahorro y la inversión. La estrategia empírica consiste en ampliar las investigaciones previas de Chinn y Prasad (2003), Chinn e Ito (2007), Chinn *et al.* (2012), y Phillips *et al.* (2014), ninguna de las cuales incluye las variables de distribución del ingreso y de desigualdad entre los factores determinantes tradicionales de la cuenta corriente.

Varias estrategias distintas son pertinentes para medir la desigualdad del ingreso. En nuestro análisis, medimos la desigualdad con la distribución funcional del ingreso, de la que hay datos disponibles para una mayor cantidad de países. Lo hicimos de

una manera diferente a la señalada en las publicaciones recientes sobre la crisis financiera, que se centran en el hecho consabido de que quienes se ubican en la punta de la pirámide de la distribución del ingreso están apropiándose de una mayor proporción del ingreso total. Aunque no queremos restar importancia a la aportación de los artículos empíricos recientes que se basan en la inclusión de los ingresos altos, destacamos que esta manera de medir la desigualdad tiene limitaciones cuando es necesario extrapolar resultados para los países emergentes y en desarrollo. Primero, el fenómeno de los llamados *supersalarios*—por ejemplo, los altos sueldos y jugosos bonos de los directores ejecutivos— no parece ser tan relevante fuera de los principales centros financieros del mundo. Segundo, la falta de comparabilidad o de información fiscal limita enormemente la cantidad de países que pueden incluirse en el análisis. La distribución funcional del ingreso ayuda a solucionar ambos problemas y nos permite incluir una mayor cantidad de países en nuestro análisis.

La hipótesis de nuestro estudio, de que un aumento en la participación del salario en el ingreso ocasiona una disminución de la cuenta corriente, es compatible con la mayor parte de la tradición keynesiana y en particular con la teoría kaleckiana: los trabajadores consumen casi todo lo que ganan; los capitalistas, sólo una parte de sus ganancias (Kalecki, 1971). Esto equivale a decir que, dada una menor propensión marginal de los asalariados a ahorrar, una distribución del ingreso a su favor ocasiona un incremento en el consumo. Aunque este mecanismo se ha visto complicado porque, mediante el sector financiero, la deuda—en vez del ingreso— puede alimentar el consumo, argumentaremos que lo segundo sigue teniendo prevalencia, por lo menos en la mayoría de los países. Por lo tanto, si un aumento en la participación del salario implica un aumento en el consumo agregado que no se ve compensado totalmente por una disminución en la

<sup>1</sup> “[Una] participación decreciente del ingreso del trabajo también puede limitar el consumo de los hogares y reducir la demanda agregada general si la redistribución del ingreso al capital no aumenta la inversión en grado suficiente o si los salarios más bajos no aumentan las exportaciones netas en suficiente medida para compensar una demanda interna más reducida. Estos efectos negativos del consumo pueden, a su vez, debilitar la inversión porque las empresas no ven nuevas fuentes vigorosas de demanda. El efecto negativo resultante sobre la demanda mundial pudiera limitar las exportaciones y reducir el crecimiento económico general” (OIT, FMI y OCDE, “Income Inequality and Labour Income Share in G20 Countries: Trends, Impacts and Causes”, informe elaborado para el Labour and Employment Ministers Meeting and Joint Meeting del G20 y su Joint Meeting with the G20 Finance Ministers, 3 y 4 de septiembre de 2015, Ankara, Turquía).

inversión, entonces una mayor participación del salario implica un empeoramiento de la cuenta corriente.<sup>2</sup>

Los autores poskeynesianos desde siempre han considerado el efecto de la distribución funcional del ingreso sobre la demanda agregada. En particular, han discutido ampliamente de qué manera el crecimiento puede ser inducido por los salarios o por las ganancias (Hein y Vogel, 2008; Stockhammer, Onaran y Ederer, 2009; Blecker, 2016) y cuál es la interacción de la demanda agregada con el principio acelerador (Blecker, 1999; Bortz, 2016). Estas publicaciones aportan entendimientos teóricos y empíricos relevantes respecto a la manera como la participación del salario está relacionada con los componentes principales de la cuenta corriente (el ahorro y la inversión) y, más específicamente, con los componentes individuales de la demanda agregada. En particular, analizan también la relación entre la participación del salario y la balanza comercial. La presente investigación amplía ese análisis para abarcar la cuenta corriente.

En la segunda sección se reseñan las publicaciones sobre los factores determinantes de la cuenta corriente, en las cuales casi no se hace mención de la distribución del ingreso salvo en algunas obras recientes sobre la crisis financiera internacional. La tercera sección está dedicada al análisis de la participación del salario y su relación con los indicadores de la distribución del ingreso personal. En la cuarta sección analizamos cómo se relaciona la participación del salario con la cuenta corriente mediante los componentes individuales de la demanda agregada. En la quinta sección planteamos la estrategia econométrica para comprobar nuestra hipótesis principal: que la distribución funcional del ingreso es un factor determinante del saldo en cuenta corriente. Los resultados se muestran en la sexta sección y, las conclusiones principales, en la séptima. Este estudio también incluye varios anexos con revisiones de robustez y detalles de nuestro trabajo empírico.

Las distintas configuraciones de distribución del ingreso, en su interacción con otras variables macroeconómicas internas, afectan al resto del mundo mediante la cuenta corriente del país

<sup>2</sup> La cuenta corriente puede verse como el excedente del ahorro sobre la inversión ( $CC=A-I$ ). Si un incremento en el consumo significa una disminución del ahorro sin afectar el nivel de inversión, hay una reducción en la cuenta corriente.

---

## 2. FACTORES QUE DETERMINAN LA CUENTA CORRIENTE. ¿ES LA DESIGUALDAD UNO DE ELLOS?

---

Distintos modelos empíricos se emplean para identificar los factores determinantes de la cuenta corriente. Sin embargo, nos interesan particularmente los que analizan los factores determinantes del ahorro y la inversión. Por ejemplo, Chinn y Prasad (2003), en su influyente obra sobre el tema, realizan regresiones con datos de panel y transversales que incluyen variables explicativas como el balance presupuestario, los activos externos netos, el ingreso relativo, los coeficientes de población activa/inactiva, una medida de la profundidad financiera e indicadores de los términos de intercambio, apertura y controles de capital. Esta serie de variables no ha sufrido prácticamente ningún cambio en publicaciones más recientes (Chinn e Ito, 2007; Chinn *et al.* 2012), salvo por la mayor atención a los marcos institucionales y el balance presupuestario con el fin de comprobar la hipótesis del *exceso de ahorro* frente a los *déficits gemelos*. El FMI persistió en esta línea de investigación y, en su evaluación de la balanza externa, la adopta como metodología estándar para estimar multilateralmente la cuenta corriente (Phillips *et al.*, 2014).

Como podemos ver, en esta publicación no se considera la distribución del ingreso como un factor determinante de la cuenta corriente. Esto cambió en fechas recientes cuando algunos economistas empezaron a aseverar que la desigualdad era una de las causas de la crisis financiera internacional. Rajan (2010), uno de los autores más reconocidos que propusieron esta idea, argumentó que la crisis se derivó de las presiones sociales causadas por la creciente desigualdad en Estados Unidos. Según él, el gobierno encaró esta situación promoviendo las hipotecas en vez de buscar soluciones de largo plazo, que habrían implicado invertir más en educación. En un sentido más amplio, la principal pregunta es si, de haber funcionado mejor, las instituciones democráticas habrían impedido que una mayor desigualdad desencadenara una burbuja financiera (Stiglitz, 2012; Palley, 2015).

Basándose en la obra de Rajan, otros autores han analizado el papel de la desigualdad en la crisis financiera y sugerido que, ante el empeoramiento de la distribución del ingreso en los años previos a la crisis financiera, los sectores de ingresos medio y bajo se endeudaron para mantener sus niveles de consumo. En consecuencia, la evolución de una tendencia prolongada de desigualdad creciente está correlacionada con un periodo de endeudamiento en aumento que, a la larga, se volvió insostenible y desencadenó la crisis de hipotecas de alto riesgo. La contraparte de este mayor endeudamiento es un consumo agregado más elevado, un ahorro agregado más bajo y, si no hay una reacción compensatoria por el lado de la inversión, un menor saldo en cuenta corriente. Esta línea de

pensamiento apunta a una relación negativa entre la desigualdad y el saldo en cuenta corriente, y encuentra sustento empírico en algunas publicaciones (Al-Hussami y Remesal, 2012; Kumhof *et al.*, 2012; Behringer y van Treeck, 2013).

En nuestra opinión, la contribución más importante de estos trabajos empíricos es que incorpora la distribución del ingreso como factor determinante de la cuenta corriente. Y nuestro estudio continúa esa misma línea de investigación. Sin embargo, no nos convence del todo la relación negativa que se ha sugerido entre la desigualdad y la cuenta corriente. Tal posibilidad encara incluso ciertas dificultades teóricas y empíricas.

En el campo de la teoría económica, el supuesto de que el sistema financiero permite desvincular las decisiones sobre ahorro/consumo del ingreso actual o futuro constituye un reto para las teorías del consumo basadas en un ingreso permanente. Varios autores han propuesto otras hipótesis distintas de la del ingreso permanente que incorporan los elementos psicológicos sugeridos por la economía conductual. Por ejemplo, Barba y Pivetti (2009) argumentan que el consumo individual se relaciona con los niveles de consumo que se haya adquirido previamente. Esto significa entonces que una persona que vea disminuir su ingreso no ajustará su monto de consumo. De igual modo, conforme a las teorías de consumo relacional (Duesenberry, 1949; Schor, 2005), el consumo individual depende del grado de consumo de sus iguales. Estas teorías constituyen la base de las llamadas *cascadas de gasto* (Frank, 2005; Frank y Levine, 2007), que ocurren cuando aumenta el ingreso apropiado por los fractiles superiores. Cuando el consumo de los sectores de ingreso elevado se incrementa, los hogares con ingreso medio y bajo tratan de imitar este comportamiento, incluso si su ingreso no ha variado o si ha disminuido, como ocurrió en la mayoría de los hogares estadounidenses desde los años noventa.

Entre los modelos formales de cómo las cascadas de gasto permiten que la desigualdad creciente se traduzca en un mayor endeudamiento y un saldo

menor en cuenta corriente están dos estudios recientes del FMI (Kumhof y Ranciè, 2010; Kumhof *et al.*, 2012) que incorporan elementos keynesianos para explicar que un empeoramiento de la distribución del ingreso se deriva de un debilitamiento del poder de negociación de los trabajadores. Sin embargo, estos modelos incluyen la idea de que, como los trabajadores están en capacidad de endeudarse, entonces pueden mantener su consumo o incluso aumentarlo. Consideramos que dicho modelo puede ser válido en las economías avanzadas con un sistema financiero bien desarrollado. Sin embargo, en las economías emergentes,<sup>3</sup> el ingreso sigue siendo una restricción para el consumo y no es intercambiable por deuda. Por otro lado, Stockhammer y Wildauer (2016) no encuentran evidencia de las cascadas de gasto en su evaluación de 18 países de la OCDE.

También hay ciertas dificultades empíricas porque la evidencia proporcionada en las publicaciones apunta a una relación negativa entre el ingreso acaparado por los percentiles superiores y el saldo en cuenta corriente. En primer lugar, estos estudios se basaron en una pequeña muestra de países (entre 18 y 22), la mayoría de ellos economías avanzadas, porque el argumento básico de los autores se basó de modo predominante en la hipótesis de cascadas de gasto. Para los estudios basados en esta teoría, la participación del ingreso más alto es preferible como indicador de la desigualdad al coeficiente de Gini, dada la insensibilidad de este a los cambios en las colas de la distribución. Así, la muestra de países se limitó a los datos disponibles en The World Top Incomes Database, compilada por Atkinson, Piketty, Saez y Alvaredo, entre otros. Aunque esta base de datos ya se ha ampliado con la inclusión de algunos países más, la muestra sigue siendo limitada. Carrera *et al.* (2015) comprobaron la hipótesis con un número más elevado de países (29) y encontraron que la relación negativa

<sup>3</sup> Para simplificar, en este estudio hemos considerado a los países emergentes y a las economías en desarrollo como *países emergentes*.

entre los ingresos más altos y el saldo en cuenta corriente no era robusta.

En segundo lugar, los indicadores del ingreso más alto se construyeron partiendo de información fiscal, lo que significa que sólo son comparables cuando las definiciones jurídicas de ingreso tributable son más o menos similares y cuando los sistemas tributarios son suficientemente eficientes (Galbraith, 2014; Amarante, 2015). Tales indicadores se basan en las declaraciones de ingreso y, en varios países, las presenta únicamente una pequeña parte de la población. La evasión y elusión fiscal son problemas graves en algunos países emergentes, y la población que declara su ingreso pocas veces es representativa de la población total: menos del 10% —y a veces tan sólo el 5%— de la población activa, y ese porcentaje tal vez no incluye a los individuos más ricos. Otro problema grave es que los ingresos más elevados son un coeficiente cuyo numerador y denominador provienen de fuentes diferentes (declaraciones del ingreso y cuentas nacionales). Los cambios o modificaciones metodológicas a las cuentas nacionales, algo común

en los países emergentes, alteran ese coeficiente y no siempre es posible reconstruir toda la serie.

La decisión de enfocar este estudio en la distribución funcional del ingreso, más que en la proporción del ingreso más alto, no sólo nos permite incrementar de manera considerable el número de países en la muestra, sino que también nos ayuda a no concentrar la discusión teórica en argumentos cuya evidencia empírica sigue siendo oscura, sobre todo cuando se trata de países distintos de Estados Unidos. De hecho, si los salarios tuvieran un mayor peso en el ingreso de los sectores de ingreso medio y bajo, una mayor participación del salario debería estar correlacionada con una disminución en la desigualdad conforme a otros indicadores, como Gini o los ingresos más altos. Lo anterior significa que el análisis de esta correlación entre indicadores de desigualdad es crucial para comparar nuestros resultados con los obtenidos en publicaciones previas. Este análisis se lleva a cabo en la siguiente sección.

---

### 3. LA PARTICIPACIÓN DEL SALARIO Y SU RELACIÓN CON LA DISTRIBUCIÓN PERSONAL DEL INGRESO

---

La distribución funcional del ingreso se refiere a la división del ingreso nacional entre capital y trabajo, mientras que la participación del salario es esa parte del ingreso nacional que se dedica a remunerar el trabajo (OIT, FMI y OCDE, 2015). La medición de esta variable entraña algunos problemas metodológicos relacionados con qué se incluye como ingreso por trabajo. Gollin (2002) explica que, por varias razones, el ingreso por trabajo de los trabajadores por cuenta propia suele tratarse incorrectamente como un ingreso derivado del capital, cuando debería considerarse derivado del trabajo o una combinación de ambos. Una manera de subsanar este problema consiste en ajustar la proporción del salario que se calcula con las cuentas nacionales mediante las tasas de los trabajadores por cuenta propia. Una alternativa es la propuesta de Karabounis y Neiman (2013), quienes construyeron un conjunto de datos de la participación del salario en el ingreso de 112 países entre 1975 y 2012,

con base en el sector empresarial. Como explican los autores, la participación del trabajo que se mide en el sector empresarial no resulta afectada por la imputación estadística de salarios proveniente de los ingresos combinados por capital y trabajo de los trabajadores independientes y las empresas no constituidas en sociedad, que Gollin (2002) señala como un problema para una medida sólida de la proporción del trabajo. En nuestra opinión, la base de datos de Karabarbounis y Neiman es la más grande disponible con información estandarizada sobre la distribución funcional del ingreso y, por ende, es la que utilizamos en este estudio.

Las variaciones en la participación del salario suelen interpretarse como un cambio en los salarios reales. Sin embargo, como apuntan Saint-Paul y Bentolila (2003), este supuesto pudiera estar equivocado: algunos países han experimentado una disminución significativa en la participación del salario sin que hayan caído los salarios reales. En su estudio de 13 sectores de 12 países de la OCDE, encontraron pruebas de una relación empírica entre la participación del trabajo y el coeficiente capital-producto, el avance tecnológico que aumenta el capital y los factores que crean una discrepancia entre el costo marginal oculto del trabajo y el salario, como los costos por ajustes laborales y, marginalmente, el poder de negociación de los sindicatos. De igual modo, Checchi y García-Peñalosa (2005) encuentran que las instituciones del mercado laboral, como la densidad sindical, el salario mínimo y la tasa de desempleo, repercuten en la participación del salario.

Durante mucho tiempo, por la evidencia empírica se planteó que había estabilidad en la participación del salario en el ingreso, por lo menos durante periodos prolongados. Tan es así que fue uno de los consabidos hechos estilizados proporcionados por Kaldor (1961) en sus estudios sobre crecimiento económico, cuando encontró que la distribución funcional del ingreso se mantenía estable por años y ello se traducía en un incremento de los salarios reales proporcional a la tasa de crecimiento promedio de la productividad. Sin embargo, estudios

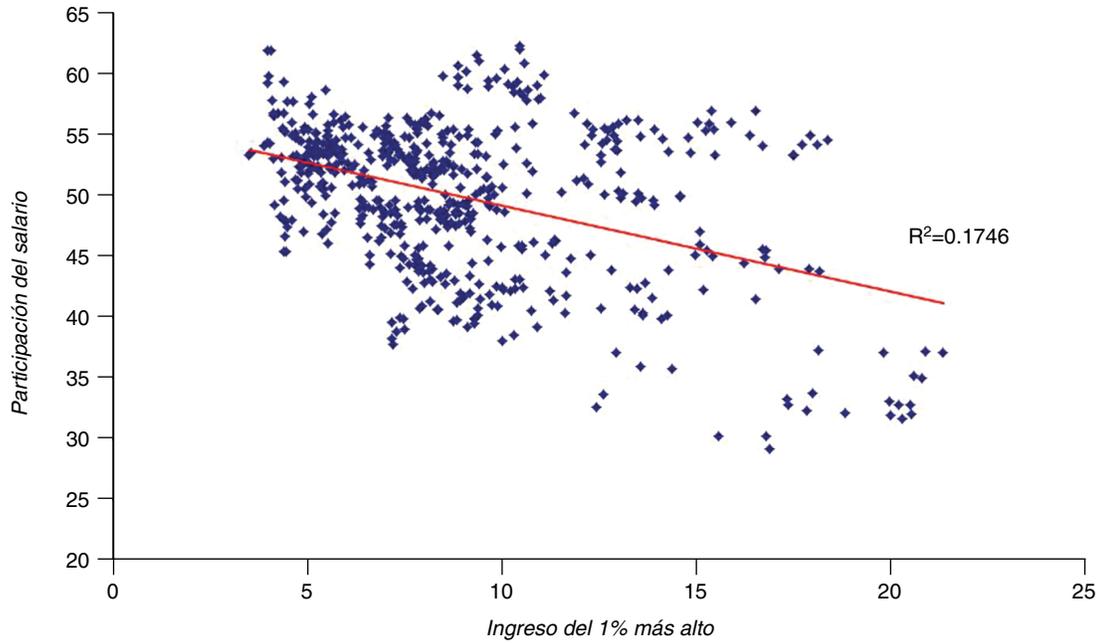
recientes han indicado que el hecho estilizado actual es que la participación del ingreso derivado del capital ha aumentado en vez de mantenerse constante (Rodríguez y Jayadev, 2010; Kanbur y Stiglitz, 2015). Asimismo, en el estudio ya señalado de Karabarbounis y Neiman (2013) se argumenta que, por lo menos desde principios del decenio de los ochenta, se ha observado una tendencia mundial a la participación decreciente del salario en el ingreso que pudiera deberse a una disminución en el precio relativo de los bienes de inversión. En consecuencia, las ganancias en eficiencia de los sectores productivos, atribuidas usualmente a los avances en la tecnología de la información (TI), conducen a un uso más intensivo del capital y a un desplazamiento del trabajo humano en términos relativos.

Una pregunta relevante para este estudio es si la disminución reciente de la participación del salario está relacionada de alguna manera con el aumento en la desigualdad del ingreso personal. Checchi y García-Peñalosa (2005) modelan el coeficiente de Gini como una función de las proporciones poblacionales, el número de propietarios del capital, la participación del salario, el diferencial salarial y el subsidio por desempleo. Argumentan que una participación del salario más baja incrementará la desigualdad al aumentar las utilidades y, por ende, el ingreso de los individuos más ricos, y encontraron evidencia de que el cambio de la tendencia en la desigualdad del ingreso observado en la mayoría de los países europeos a finales de los años setenta se debe en gran medida a la disminución contemporánea de la participación del salario.

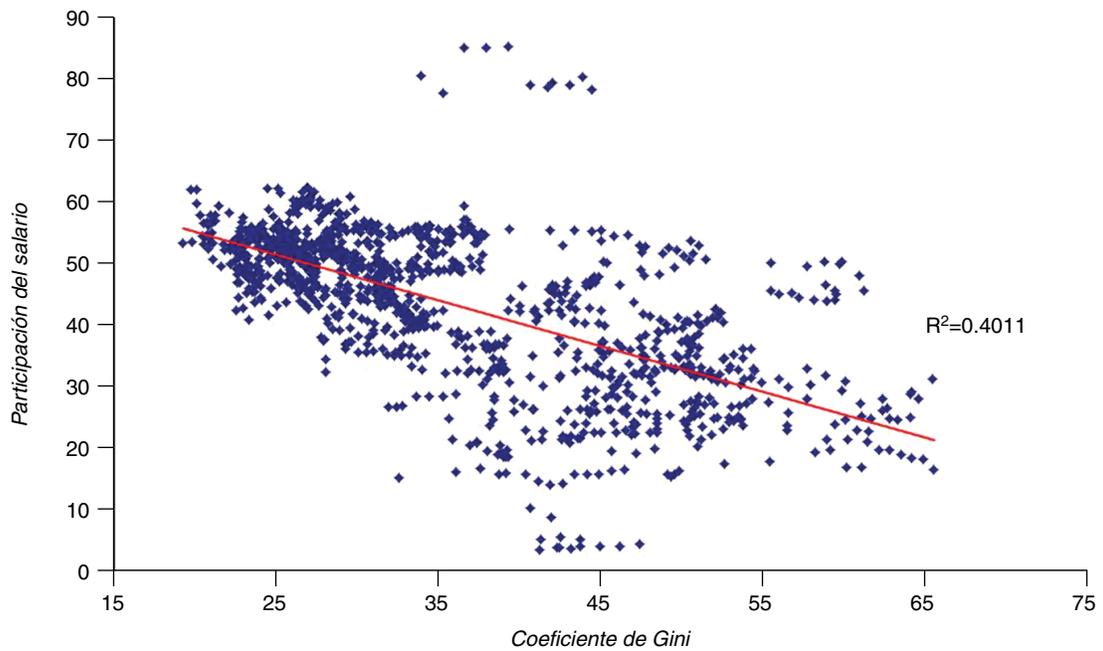
Esto es muy relevante para la interpretación de nuestros resultados. Si una disminución de la participación del salario puede vincularse a una mayor desigualdad en el ingreso personal, nuestra hipótesis va en dirección contraria a los resultados de Al-Hussami y Remesal (2012), Behringer y van Treeck (2013), y Kumhof *et al.* (2012). Es decir, una mayor desigualdad está relacionada con una mejora –no un empeoramiento– de la cuenta corriente. Con el fin de comprobar lo anterior, pudimos analizar la

Gráfica 1

PANEL A. DISPERSIÓN ENTRE EL SALARIO Y EL INGRESO DEL 1% MÁS ALTO (24 PAÍSES)



PANEL B. DISPERSIÓN ENTRE LA PARTICIPACIÓN DEL SALARIO Y EL COEFICIENTE DE GINI (60 PAÍSES)



Cuadro 1

**DISTINTAS CORRELACIONES ENTRE LA PARTICIPACIÓN DEL SALARIO, EL 1% MÁS RICO Y EL COEFICIENTE DE GINI**

	<i>Participación del salario / 1% más rico</i>	<i>Participación del salario / coeficiente de Gini</i>
<b>Países con correlaciones &lt;-0.5</b>	12	20
<b>Países con correlaciones de -0.5 a 0</b>	7	21
<b>Países con correlaciones de 0 a 0.5</b>	3	6
<b>Países con correlaciones &gt;0.5</b>	2	13

Fuente: cálculos de los autores utilizando series de datos tomadas de Karabarbounis y Neiman (2013), de la World Income Inequality Database y de The Standardized World Income Inequality Database.

correlación entre la participación del salario y el ingreso acaparado por el 1% más rico en 24 países,<sup>4</sup> mientras que un análisis de la correlación utilizando el coeficiente de Gini<sup>5</sup> podría extenderse a 60 países, que a la larga incluimos en nuestro trabajo empírico. Para la muestra total se observa una correlación negativa, aunque poco significativa. Esto se muestra en la gráfica 1.

Esta correlación negativa para la muestra total es de hecho relativa porque la situación puede diferir considerablemente entre países. Aunque las correlaciones negativas prevalecen, un análisis caso por caso muestra que hay países para los que la correlación es nula o incluso positiva, como se muestra en el cuadro 1. En el anexo 1 se describen las correlaciones estimadas para cada país analizado, mientras que el anexo 2 muestra que estas correlaciones se mantienen estables cuando se consideran los valores contemporáneos de cada indicador y cuando se incluye un rezago o un adelanto en cualquiera de las variables.

Este análisis muestra que, en general, una mayor participación del salario se relaciona con una mejora en la distribución del ingreso, medida mediante el coeficiente de Gini o mediante el 1% más rico. Sin embargo, debemos ser extremadamente cuidadosos con esta interpretación. Es necesario analizar más a fondo cómo se relacionan los distintos indicadores de desigualdad. En particular, necesitamos estudiar también el papel de los *super-salarios* en las colas superiores de la distribución, ya que parecen tener relevancia en algunas economías avanzadas.

Una mayor  
desigualdad  
está relacionada  
con una  
mejora –no un  
empeoramiento–  
de la cuenta  
corriente

<sup>4</sup> Utilizamos los datos de The World Top Income Database.

<sup>5</sup> Utilizamos los datos de la Standardized World Income Inequality Database, preparada por Solt (2016) en las bases de datos de diferentes fuentes compiladas por el Luxembourg Income Study (LIS).

---

#### 4. EL PAPEL DE LA PARTICIPACIÓN DEL SALARIO EN LOS COMPONENTES PRINCIPALES DE LA DEMANDA AGREGADA

---

Habiendo descrito las tendencias recientes de la participación del salario y cómo se relaciona con la distribución del ingreso personal, resulta útil repasar la relación entre la participación del salario y los componentes principales de la cuenta corriente. En este sentido, necesitamos recordar que hay dos maneras de ver la cuenta corriente: 1) como un excedente del ahorro sobre la inversión, o 2) como la suma de la balanza comercial, el ingreso neto de los factores y las transferencias netas, donde por lo general predomina la balanza comercial. Como resultado, y considerando que las decisiones sobre el ahorro están inversamente relacionadas con las decisiones de consumo, el análisis de los componentes de la cuenta corriente está muy relacionado con el análisis de los componentes individuales de la demanda agregada.

Los estudios más profundos sobre cómo se relaciona la participación del salario con los componentes individuales de la demanda agregada provienen de la literatura poskeynesiana. Como ya dijimos, dejamos fuera del ámbito de este estudio la discusión amplia respecto a cómo el crecimiento puede ser impulsado por el salario o por las ganancias. Sin embargo, las publicaciones empíricas que siguen un enfoque *estructural* —el cual consiste en analizar la relación entre la participación del salario y los componentes individuales de la demanda agregada— es muy relevante para nuestro trabajo.

El resultado más robusto de estos estudios es que la participación del salario tiene un efecto positivo sobre el consumo (Hein *et al.*, 2008; Stokhammer *et al.*, 2009; Blecker, 2016), gracias a una mayor propensión marginal a consumir (PMC) inducida por el ingreso derivado del trabajo en comparación con el que se deriva del capital. Los trabajadores típicamente gastan todo o casi todo su ingreso salarial en el consumo corriente, pero las empresas conservan una parte de sus ganancias para invertir, realizar adquisiciones y otras cosas. De acuerdo con Blecker (2016), dado que la mayoría de los consumidores dependen básicamente del ingreso por trabajo, la PMC inducida por ese ingreso por trabajo también probablemente será más elevada en el largo plazo que en el corto plazo. En contraste, el consumo de los hogares de la clase más alta con una tasa de ahorro muy elevada no está estrechamente vinculado a su ingreso en ningún horizonte temporal determinado. No obstante, esta conclusión pudiera no ser válida en los países donde los consumidores tienen menos acceso al crédito, de manera que sus gastos de consumo están más limitados por su ingreso disponible incluso en el corto plazo (como ocurre en los países en desarrollo o las economías emergentes).

La relación esperada entre la participación del salario y la inversión total es menos clara. Aunque la inversión de las empresas dependerá negativamente de la participación del salario, la inversión de los hogares pudiera ser neutra o incluso reaccionar positivamente a los cambios en la participación del salario mediante la construcción de vivienda (Stockhammer y Wildauer, 2016). Esto significa que cuando no hay diferencia entre la inversión de las empresas y la de los hogares, la participación del salario pudiera ser insignificante para la inversión o tener signo positivo o negativo. Incluso cuando es posible distinguir entre ambos tipos de inversión, el efecto negativo de la participación del salario en la inversión empresarial pudiera ser predominantemente de corto plazo (Blecker, 2016) o cambiar con el tiempo debido al efecto de la globalización sobre los flujos de inversión (Stockhammer *et al.*, 2011).

Por último, en los estudios publicados se muestra una relación negativa entre la participación del salario y la balanza comercial (Stockhammer *et al.*, 2009). Si reordenamos la definición de participación del salario ( $w$ ), podemos llegar a la siguiente expresión:

$$w = \frac{WL}{PY} = \frac{W/P}{Y/L},$$

donde  $W$  es la tasa de salario nominal,  $L$  es el trabajo empleado,  $P$  es el nivel de precios y  $Y$  es el producto real. Como podemos observar en la expresión a la derecha, la participación del salario

puede verse como el cociente del salario real entre la productividad laboral. Por ende, la participación del salario está muy relacionada con el costo laboral unitario real (Blecker, 1989; Stockhammer y Wildauer, 2016), lo que implica que un alza salarial produce una pérdida de competitividad de los productos nacionales. De esta manera, la participación del salario también está muy relacionada con el tipo de cambio efectivo real (TCER). Este *efecto de costo/tipo de cambio* es la principal explicación en la bibliografía poskeynesiana respecto de la relación negativa entre la participación del salario y la balanza comercial. Sin embargo, el *efecto de ingreso* es otro canal posible cuando un alza salarial ocasiona un aumento en las importaciones y su efecto es el mismo sobre la balanza comercial que el efecto de costo/tipo de cambio.

Como la balanza comercial es el principal componente de la cuenta corriente, es natural suponer que la relación entre la participación del salario y la cuenta corriente será similar a la relación entre la participación del salario y la balanza comercial. Sin embargo, esta cuestión necesita comprobarse de manera empírica, sobre todo después de que algunos estudios recientes han sugerido que un aumento en la desigualdad personal está asociada a un menor saldo en cuenta corriente (Al-Hussami y Remesal, 2012; Kumhof *et al.*, 2012; Behringer y van Treeck, 2013).

---

## 5. METODOLOGÍA Y ESTRATEGIA ECONOMETRICA

---

**E**n esta sección describimos nuestra estrategia para estimar la relación entre la cuenta corriente y la distribución funcional del ingreso. En particular, intentaremos mostrar que una mayor participación del salario está asociada a un menor saldo en cuenta corriente. Asimismo, analizaremos de qué manera la relación entre la participación del salario y la cuenta corriente pueden descomponerse en inversión y ahorro.

Para ello, realizamos regresiones por separado utilizando como variables dependientes a la cuenta corriente, la inversión total y el ahorro,<sup>6</sup> todas ellas como coeficientes del PIB. Este es el mismo procedimiento utilizado en otras publicaciones (Chinn y Prasad, 2003; Chinn e Ito, 2007; Chinn *et al.*, 2012; Phillips *et al.*, 2014). Sin embargo, dado que estos estudios no incluyeron la participación del salario como factor determinante de la cuenta corriente, deberemos comparar nuestros resultados con los indicados en la bibliografía poskeynesiana descrita en la sección anterior.

Asimismo, intentaremos determinar si la relación negativa entre la participación del salario y la cuenta corriente se debe a un canal del ingreso, a un canal de la tasa de costo/tipo de cambio o a ambos, realizando regresiones que incluyan el TCER. Sin embargo, como señalan Phillips *et al.* (2014), estimar la cuenta corriente como una función del TCER sería inapropiado porque ambos son endógenos y simultáneamente determinados como una función de las mismas variables. En consideración de lo anterior, sólo incluimos como verificación de la robustez las regresiones principales de la cuenta corriente con rezagos del TCER.

La metodología de la estimación sigue la mayoría de las recomendaciones de las notas técnicas del FMI (Phillips *et al.*, 2014) y utiliza mínimos cuadrados generalizados (MCG) agrupados como una corrección AR (1) autorregresiva de primer orden, dada la fuerte autocorrelación que muestran las series de la cuenta corriente. Aplicamos esta metodología a un conjunto de datos con ciertas omisiones de 60 países con observaciones anuales de diferentes variables entre 1975 y 2011. Intentamos identificar las fuentes cíclicas del comportamiento de la cuenta corriente y, por este motivo, descartamos el uso de promedios de cuatro o cinco años que no se traslapan.

Muchos estudios de panel multinacional utilizan efectos fijos con el fin de asimilar todos los efectos

específicos de cada país. Aunque compartimos la opinión de Chinn y Prasad (2003) respecto a que incluir los efectos fijos le restaría valor a muchas de las partes del análisis económicamente significativas, como verificación de la robustez también incluimos la regresión principal con efectos fijos.

Además de la participación del salario, incluimos las variables usuales de control recomendadas en las publicaciones para los factores determinantes de la cuenta corriente. A continuación, una descripción de esas variables junto con el signo esperado para las regresiones con base en la teoría económica. El anexo 3 contiene una descripción completa de las fuentes de dichas variables.

Participación del salario en el ingreso total (*participación\_salario*). Esperamos un signo negativo para el coeficiente estimado en la regresión del ahorro, debido a su efecto positivo en el consumo. Como señalamos en la sección 4, el signo esperado en la regresión de la inversión total sigue siendo incierto. En general, un signo negativo en el coeficiente de la participación del salario en la regresión de la cuenta corriente. Para verificar la robustez, analizamos la existencia de no linealidades y la inclusión de rezagos en la participación del salario en su relación con la cuenta corriente.

Coefficiente de Gini (*Gini*). Incluimos el Gini como otro control de la desigualdad. Las publicaciones previas son ambiguas respecto a su signo. Mientras que Carrera *et al.*, (2015) sugieren que no es una variable significativa para determinar la cuenta corriente, Behringer y van Treeck (2013) encontraron una relación negativa.

Posición neta de activos externos (como porcentaje del PIB) (*aen*). Esta variable se incluye en las regresiones con un rezago; se espera que su coeficiente tenga un signo positivo en la regresión de la cuenta corriente porque una mayor acumulación de activos en el exterior en  $t$  genera un flujo de rentas en  $t+1$ . Los estudios previos confirman que esta variable se correlaciona con mayores ahorros y un saldo en cuenta corriente más elevado, sin un papel significativo para la inversión (Chinn *et al.* 2012). De acuerdo con Phillips *et al.* (2014),

<sup>6</sup> Para el coeficiente de ahorro/PIB utilizamos (cuenta corriente+inversión)/PIB.

esta relación positiva entre el rezago de la posición externa neta y el valor actual de la cuenta corriente pudiera desaparecer cuando la posición externa neta adopta valores muy negativos debido al surgimiento de problemas de sostenibilidad. Por lo tanto, siguiendo sus recomendaciones, incluimos una variable ficticia (*aen\_60*), que toma un valor de 1 cuando la posición externa neta es inferior al 60% del PIB (negativa) y un valor de cero en todos los demás casos.

Coeficientes de dependencia de la población (*dep\_jóvenes* y *dep\_mayores*). De acuerdo con la hipótesis del ciclo de vida, una proporción más elevada de la población joven y mayor reduce el ahorro porque son consumidores netos y, por ende, afectan negativamente la cuenta corriente. Sin embargo, varios factores pueden inducir el ahorro de los mayores: el deseo de dejar una herencia o la incertidumbre respecto a la esperanza de vida y los gastos futuros. Por esta razón, y para consignar dichos efectos de manera adecuada, se utilizaron dos coeficientes de dependencia distintos: entre 0 y 14 años de edad y más de 65 años de edad. En ambos coeficientes, el denominador es la población de 15 a 64 años de edad. Chinn *et al.* (2012) encontraron que el coeficiente de dependencia de los más jóvenes es negativo para el ahorro y la inversión en cada grupo de países. El efecto total sobre la cuenta corriente es negativo en los países menos desarrollados, pero no significativo sobre la cuenta corriente de los países industrializados y emergentes. Asimismo, descubrieron que el coeficiente de dependencia de los mayores está relacionado negativamente con el ahorro en los países emergentes e industrializados, pero es sólo en los países industrializados donde se relaciona negativamente con la inversión. Para la cuenta corriente, encontraron que este coeficiente es significativo y negativo para los países emergentes y menos desarrollados, pero no para los industrializados.

Crédito al sector privado (como porcentaje del PIB) (*cred\_spriv*). Los efectos del tamaño del sector financiero sobre la cuenta corriente también son ambiguos. Por un lado, pudieran aumentar

las oportunidades de ahorro y conducir a un mayor saldo en cuenta corriente. Por el otro lado, permiten acceso a financiamiento para incrementar el consumo, lo que afecta de modo adverso a la cuenta corriente. Chinn *et al.* (2012) encontraron que esta variable no es significativa para la cuenta corriente, pero está relacionada positivamente con la inversión y el ahorro.

Saldo fiscal (porcentaje del PIB) (*saldo\_fiscal*). Se espera que esté relacionado de manera positiva con el ahorro y la inversión, pero con un efecto más débil sobre la segunda, que produce un signo positivo en la regresión de la cuenta corriente. Estos resultados se han confirmado en otras publicaciones (Chinn *et al.*, 2012; Phillips *et al.*, 2014).

Brecha del producto (porcentaje del PIB) (*brecha\_y*). Esta variable se incluye con el fin de considerar los efectos del ciclo económico sobre la cuenta corriente. Como un producto cíclicamente más bajo suele asociarse con un ahorro más elevado y una inversión más reducida (Phillips *et al.* 2014), es decir, un saldo en cuenta corriente más alto, esperamos un signo negativo para el coeficiente de esta variable. Phillips *et al.* (2014) encontraron que esta variable se relaciona positivamente con el ahorro y la inversión, pero más firmemente con la segunda, lo que produce un coeficiente de signo negativo en la regresión de la cuenta corriente.

Previsión de crecimiento a cinco años (*p\_pib\_5a*). Las expectativas de crecimiento futuro tienden a promover la inversión y reducen el saldo en cuenta corriente; por lo tanto, se espera que el coeficiente tenga un signo negativo. Se considera una previsión de crecimiento para el año  $t+5$ —en vez de una previsión de crecimiento anualizado para los próximos cinco años— con el fin de enfocarnos en las perspectivas de crecimiento más que en las fluctuaciones del ciclo económico. Phillips *et al.* (2014) encontraron que esta variable se relaciona de manera positiva con el ahorro y la inversión, pero más de modo más firme con la segunda, lo que produce un coeficiente de signo negativo en la regresión de la cuenta corriente.

PIB per cápita convertido con PPC (*pibpc\_rel*). Esta variable se incluye como sustituta de la productividad o el grado de desarrollo y se toma en términos relativos al PIB per cápita del promedio de tres grandes economías: Estados Unidos, Alemania y Japón. Aunque la evidencia empírica es contradictoria en este sentido, la expectativa es que el capital fluya de los países con un ahorro excesivo a aquellos con más oportunidades de inversión; como resultado, el signo del coeficiente debería ser positivo. Para que esto ocurra, las políticas públicas deben permitir tales movimientos de capital. Así, la variable (con rezago) se incluye sola e interactuando con un índice de apertura de la cuenta de capital (*apertura\_k*), que también se incluye únicamente para una mejor interpretación de los coeficientes. Phillips *et al.* (2014) encontraron que esta variable por sí misma no es significativa para el ahorro, la inversión o la cuenta corriente, pero el término de interacción es positivo para los tres.

Variable ficticia del centro financiero (*centro\_financ*). Como en Phillips *et al.* (2014), esta variable adopta un valor igual a uno para las economías relativamente pequeñas con un sistema financiero desarrollado. La decisión de qué países entran en esta categoría es un tanto arbitraria; sin embargo, conforme a las recomendaciones de los autores citados, hemos decidido incluir a Bélgica, Luxemburgo, los Países Bajos, Singapur y Suiza. Para esta variable se espera un valor positivo.

Tipo de cambio efectivo real (*TCER*). Como verificación de la robustez, incluimos esta variable con rezagos para analizar si la relación entre la participación del salario y la cuenta corriente se debe a un efecto de ingreso o a un efecto cambiario, como ya explicamos. Un TCER más elevado implica que las exportaciones se encarecen y las importaciones se abaratan, y, por lo tanto, una pérdida de competitividad comercial.

Algunas de estas variables, como la posición neta de activos externos, no se determinan de modo independiente en cada país, sino que sus valores incorporan los factores comunes en la dimensión transversal. Como se recomienda en

otras publicaciones, las variables que no cumplen con este criterio se degradan utilizando el PIB para ponderar,<sup>7</sup> a saber: los coeficientes demográficos, la previsión de crecimiento del PIB, la brecha del producto, la relación crédito/PIB y el saldo presupuestario.

Para comprobar la robustez de nuestros resultados, se ejecutaron cinco especificaciones diferentes del modelo con distintas composiciones del conjuntos de datos: 1) con un indicador de la distribución funcional del ingreso; 2) con un indicador de la distribución personal del ingreso; 3) con ambos indicadores de distribución del ingreso (funcional y personal); 4) con un término lineal y un término al cuadrado del indicador de la distribución funcional del ingreso; y 5) con el valor contemporáneo y dos rezagos del indicador de distribución funcional del ingreso. Todas estas especificaciones se comprobaron para: 1) la muestra total de 60 países; 2) un conjunto de datos de países avanzados y otro de países emergentes. Estas distintas composiciones de los conjuntos de datos se utilizaron para identificar las diferencias estructurales entre países. En el anexo 4 incluimos una lista de los 60 países que conformaron nuestra muestra.

<sup>7</sup> Como en Al-Hussami y Remesal (2012), Behringer y van Treeck (2013), y Phillips *et al.* (2014), la rebaja se efectuó utilizando la fórmula siguiente:

$$\tilde{X}_t \equiv X_t - \frac{\sum_{i=1}^J PIB_{it} X_{it}}{\sum_{i=1}^J PIB_{it}}$$

donde  $X_{it}$  es la variable original,  $\tilde{X}_t$  es la variable degradada,  $PIB_{it}$  es el PIB a valores corrientes tomados del conjunto de datos External Wealth of Nations de Lane y Milesi-Ferretti (2007), el subíndice  $i$  se refiere al país y  $t$  al año.

En el cuadro 2 se muestran los resultados de la muestra total. Como puede observarse, el coeficiente asociado a la participación del salario es muy significativo en todos los casos y tiene signo negativo. Esto significa que una mayor participación de los salarios en el ingreso total está asociada a un menor saldo en cuenta corriente. Por otro lado, el coeficiente de Gini no es significativo cuando se incluye junto con la distribución funcional del indicador del ingreso, ni tampoco cuando no se incluye el indicador del salario. Los valores de los coeficientes de la participación del salario son similares en los modelos 1 y 3, y de casi el doble en los modelos que incluyen términos al cuadrado o rezagos. En el modelo 4, el signo positivo del término al cuadrado podría indicar que el efecto negativo de la participación del salario sobre la cuenta corriente disminuye para los valores elevados de la participación del salario, pero el coeficiente no es significativo. En el modelo 5, los términos de rezago son significativos y positivos, lo que indica una relación negativa pero no explosiva entre la participación del salario y la cuenta corriente.

Las variables de control son significativas y tienen los signos esperados. Una mayor cantidad de activos externos y un mayor saldo presupuestario están asociados a un mayor saldo en cuenta corriente. Por otro lado, una mayor brecha del producto y unas expectativas de crecimiento futuro más elevado tienen una relación negativa con la cuenta corriente. De igual modo, una mayor profundidad del sistema financiero medida como la relación entre el crédito total y el PIB está asociada a un saldo en cuenta corriente más reducido. En cuanto a las variables demográficas, una mayor proporción de población con menos de 15 años o con más de 64 años está correlacionada con un saldo en cuenta corriente más reducido. Las variables ficticias también son significativas y tienen el signo esperado: los centros financieros tienen un saldo en cuenta corriente más elevado, mientras que el efecto positivo de la acumulación de activos externos disminuye cuando la posición neta de activos externos se vuelve muy negativa.

El PIB per cápita relativo y la apertura de la cuenta de capital requieren un análisis diferente porque estas variables se introducen de forma interactiva en las regresiones. Las ecuaciones a continuación ayudarán a mostrar la interpretación de los coeficientes relacionados.

$$CC_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \times pibpc\_rel_{i,t-1} + \beta_2 \times apertura\_k_{i,t} + \beta_3 \times pibpc\_rel_{i,t-1} \times apertura\_k_{i,t} + BX_{it};$$

Cuadro 2

## RESULTADOS DE LA MUESTRA TOTAL

	<u>1</u>	<u>2</u>	<u>3</u>	<u>4</u>	<u>5</u>
	<u>CC</u>	<u>CC</u>	<u>CC</u>	<u>CC</u>	<u>CC</u>
<b>participación_salario</b>	-0.229 <sup>c</sup> (-6.50)		-0.234 <sup>c</sup> (-6.51)	-0.424 <sup>c</sup> (-3.26)	-0.494 <sup>c</sup> (-7.47)
<b>gini</b>		0.025 (0.51)	-0.030 (-0.59)		
<b>participación_salario<sup>2</sup></b>				0.221 (1.54)	
<b>participación_salario(-1)</b>					0.132 <sup>a</sup> (1.90)
<b>participación_salario(-2)</b>					0.182 <sup>c</sup> (2.84)
<b>brecha_y</b>	-0.003 <sup>c</sup> (-7.16)	-0.001 <sup>c</sup> (-3.06)	-0.003 <sup>c</sup> (-7.20)	-0.003 <sup>c</sup> (-7.13)	-0.003 <sup>c</sup> (-6.62)
<b>apertura_k</b>	-0.006 <sup>a</sup> (-1.86)	-0.006 <sup>b</sup> (-2.09)	-0.007 <sup>b</sup> (-2.02)	-0.005 <sup>a</sup> (-1.66)	-0.007 <sup>a</sup> (-1.92)
<b>pibpc_rel(-1)</b>	0.023 <sup>a</sup> (1.66)	0.003 (0.19)	0.013 (0.78)	0.024 <sup>a</sup> (1.70)	0.023 (1.63)
<b>pibpc_rel(-1)*apertura_k</b>	0.013 <sup>b</sup> (2.49)	0.016 <sup>c</sup> (2.79)	0.016 <sup>c</sup> (2.74)	0.012 <sup>b</sup> (2.31)	0.014 <sup>c</sup> (2.72)
<b>p_pib_5a</b>	-0.495 <sup>c</sup> (-3.47)	-0.389 <sup>c</sup> (-3.31)	-0.493 <sup>c</sup> (-3.42)	-0.485 <sup>c</sup> (-3.41)	-0.092 (-0.58)
<b>aen(-1)</b>	0.028 <sup>c</sup> (3.89)	0.020 <sup>c</sup> (2.68)	0.028 <sup>c</sup> (3.78)	0.027 <sup>c</sup> (3.67)	0.029 <sup>c</sup> (3.95)
<b>aen_60(-1)</b>	-0.029 <sup>c</sup> (-3.96)	-0.021 <sup>c</sup> (-2.87)	-0.029 <sup>c</sup> (-3.90)	-0.028 <sup>c</sup> (-3.85)	-0.028 <sup>c</sup> (-3.84)
<b>dep_jóvenes</b>	-0.195 <sup>c</sup> (-6.47)	-0.102 <sup>c</sup> (-3.69)	-0.202 <sup>c</sup> (-6.51)	-0.218 <sup>c</sup> (-6.44)	-0.178 <sup>c</sup> (-5.71)
<b>dep_mayores</b>	-0.244 <sup>c</sup> (-3.06)	-0.187 <sup>b</sup> (-2.28)	-0.264 <sup>c</sup> (-3.07)	-0.260 <sup>c</sup> (-3.18)	-0.198 <sup>b</sup> (-2.42)
<b>cred_spriv</b>	-0.013 <sup>a</sup> (-1.85)	-0.022 <sup>c</sup> (-3.19)	-0.012 <sup>a</sup> (-1.66)	-0.013 <sup>a</sup> (-1.81)	-0.013 <sup>a</sup> (-1.80)
<b>saldo-fiscal</b>	0.183 <sup>c</sup> (5.80)	0.157 <sup>c</sup> (4.95)	0.181 <sup>c</sup> (5.68)	0.177 <sup>c</sup> (5.61)	0.181 <sup>c</sup> (5.72)
<b>centro-financ</b>	0.046 <sup>c</sup> (3.26)	0.051 <sup>c</sup> (3.58)	0.046 <sup>c</sup> (3.25)	0.047 <sup>c</sup> (3.28)	0.046 <sup>c</sup> (3.18)
<b>Constante</b>	0.072 <sup>c</sup> (3.69)	-0.037 (-1.64)	0.088 <sup>c</sup> (3.04)	0.112 <sup>c</sup> (3.44)	0.047 <sup>b</sup> (2.31)
<b>Países</b>	60	60	60	60	60
<b>Observaciones</b>	1,051	1,298	1,033	1,051	973
<b>RECM</b>	0.044	0.035	0.044	0.045	0.043

Las medidas estadísticas *t* se presentan entre paréntesis. <sup>a</sup>, <sup>b</sup> y <sup>c</sup> indican el rechazo de la hipótesis nula en los niveles de significancia estadística del 10%, 5% y 1%, respectivamente. RECM significa raíz cuadrada del error cuadrático medio.

$$\frac{dCC_{i,t}}{dpibpc\_rel_{i,t-1}} = \beta_1 + \beta_3 \times apertura\_k_{i,t};$$

$$\frac{dCC_{i,t}}{dapertura\_k_{i,t}} = \beta_2 + \beta_3 \times pibpc\_rel_{i,t-1};$$

donde CC es la cuenta corriente, *pibpc\_rel* es el PIB per cápita relativo, *apertura\_k* es el indicador de la apertura de la cuenta de capital y *X* es el vector de los otros factores determinantes de la cuenta corriente incluidos en las regresiones. Las derivadas parciales muestran de qué manera la relación entre la cuenta corriente y una de estas variables depende de la otra variable. En particular, si tomamos como referencia los resultados del modelo 3, las derivadas parciales toman esta forma:

$$\frac{dCC_{i,t}}{dpibpc\_rel_{i,t-1}} = 0.016 \times apertura\_k_{i,t};$$

$$\frac{dCC_{i,t}}{dapertura\_k_{i,t}} = -0.007 \times pibpc\_rel_{i,t-1}.$$

Como el índice de apertura de la cuenta de capital construido por Chinn e Ito (2006) toma valores positivos y negativos, la primera derivada parcial puede tener ambos signos. Esto significa que en los países cerrados o menos abiertos un PIB per cápita más elevado se corresponde con un saldo en cuenta corriente más reducido, mientras que en las economías más abiertas encontramos la relación opuesta. De igual modo, la segunda derivada parcial muestra que el efecto de la apertura de la cuenta de capital sobre la cuenta corriente puede ser positivo o negativo, dependiendo del PIB per cápita. En los países avanzados, el signo de esta relación es positivo; en los países con un PIB per cápita más bajo, la relación es negativa. En nuestra muestra, aproximadamente la mitad de los países tiene un PIB per cápita promedio donde la relación se vuelve negativa.

Como ya señalamos en las secciones anteriores, la participación del salario pudiera estar relacionada con la cuenta corriente por el lado del ahorro o de la inversión. Con el fin de analizar esto,

presentamos regresiones separadas para el ahorro y para la inversión. Los resultados se muestran en los cuadros 3 y 4. Podemos ver que la participación del salario es muy significativa y tiene signo negativo en las regresiones del ahorro, pero no es un factor determinante significativo de la inversión. Sin embargo, como ya dijimos en la sección 4, esto podría deberse a la relación negativa entre la participación del salario y la inversión empresarial, y a la positiva con la inversión residencial.

Cuando incluimos la participación del salario y el coeficiente de Gini juntos, este último es significativo tanto para la regresión de la inversión como la del ahorro. Esto es congruente con el resultado de que el Gini es neutral para la cuenta corriente, pero entraña algunos problemas de interpretación de la relación entre la desigualdad y el ahorro. De hecho, ambos indicadores de la desigualdad tienen coeficientes significativos y negativos, pero se suponen correlacionados negativamente. Esto revela la importancia de ser precisos cuando hablamos acerca de *desigualdad* y destaca la necesidad de un análisis exhaustivo de la manera como se relacionan los diferentes indicadores de la desigualdad.

Respecto a las variables de control, encontramos algunas diferencias entre los factores determinantes de la inversión y los del ahorro. La brecha del producto, el crecimiento previsto y el coeficiente de crédito/PIB son más relevantes para la inversión, mientras que los activos externos netos, la apertura de la cuenta de capital y el saldo presupuestario son más relevantes en las regresiones del ahorro. Los coeficientes de dependencia parecen ser muy relevantes incluso para la inversión y el ahorro.

Considerando las diferencias estructurales entre las economías avanzadas y las emergentes, comprobamos la validez de los resultados anteriores dividiendo la muestra en estos dos grupos.

El cuadro 5 muestra<sup>8</sup> que la participación del salario es significativa y tiene signo negativo en

<sup>8</sup> Presentamos únicamente los resultados del tercer modelo. Las regresiones para el resto de los modelos pueden proporcionarse previa solicitud.

Cuadro 3

## REGRESIÓN DE LA INVERSIÓN. MUESTRA TOTAL

	1	2	3	4	5
	<i>Inversión</i>	<i>Inversión</i>	<i>Inversión</i>	<i>Inversión</i>	<i>Inversión</i>
<b>participación_salario</b>	-0.018 (-0.58)		-0.022 (-0.71)	0.017 (0.15)	0.076 (1.34)
<b>gini</b>		-0.003 (-0.07)	-0.099 <sup>b</sup> (-2.23)		
<b>participación_salario<sup>2</sup></b>				-0.040 (-0.32)	
<b>participación_salario(-1)</b>					-0.067 (-1.14)
<b>participación_salario(-2)</b>					-0.045 (-0.82)
<b>brecha_y</b>	0.003 <sup>c</sup> (8.91)	0.001 <sup>c</sup> (6.12)	0.003 <sup>c</sup> (8.90)	0.003 <sup>c</sup> (8.87)	0.003 <sup>c</sup> (7.92)
<b>apertura_k</b>	-0.001 (-0.44)	-0.001 (-0.41)	-0.001 (-0.43)	-0.001 (-0.50)	-0.000 (-0.05)
<b>pibpc_rel(-1)</b>	-0.016 (-1.29)	-0.022 (-1.43)	-0.026 <sup>a</sup> (-1.74)	-0.016 (-1.31)	-0.013 (-1.01)
<b>pibpc_rel(-1)*apertura_k</b>	-0.002 (-0.48)	-0.005 (-0.97)	-0.001 (-0.26)	-0.002 (-0.43)	-0.003 (-0.70)
<b>p_pib_5a</b>	0.799 <sup>c</sup> (6.52)	0.724 <sup>c</sup> (7.48)	0.806 <sup>c</sup> (6.47)	0.804 <sup>c</sup> (6.55)	0.450 <sup>c</sup> (3.29)
<b>aen(-1)</b>	0.002 (0.37)	0.008 (1.33)	0.004 (0.70)	0.003 (0.40)	0.002 (0.31)
<b>aen_60(-1)</b>	0.014 <sup>b</sup> (2.26)	0.010 <sup>a</sup> (1.75)	0.012 <sup>a</sup> (1.92)	0.014 <sup>b</sup> (2.23)	0.012 <sup>a</sup> (1.82)
<b>dep_jóvenes</b>	-0.167 <sup>c</sup> (-6.15)	-0.095 <sup>c</sup> (-3.71)	-0.165 <sup>c</sup> (-6.08)	-0.163 <sup>c</sup> (-5.48)	-0.191 <sup>c</sup> (-6.73)
<b>dep_mayores</b>	-0.207 <sup>c</sup> (-2.89)	-0.105 (-1.38)	-0.262 <sup>c</sup> (-3.48)	-0.203 <sup>c</sup> (-2.82)	-0.286 <sup>c</sup> (-3.86)
<b>cred_spriv</b>	0.015 <sup>b</sup> (2.40)	0.022 <sup>c</sup> (3.48)	0.016 <sup>b</sup> (2.56)	0.015 <sup>b</sup> (2.41)	0.013 <sup>b</sup> (2.00)
<b>saldo_fiscal</b>	0.065 <sup>b</sup> (2.39)	0.078 <sup>c</sup> (3.02)	0.067 <sup>b</sup> (2.44)	0.066 <sup>b</sup> (2.44)	0.038 (1.40)
<b>centro_financ</b>	0.001 (0.06)	0.006 (0.45)	-0.000 (-0.03)	0.001 (0.05)	0.002 (0.19)
<b>Constante</b>	0.270 <sup>c</sup> (15.56)	0.274 <sup>c</sup> (13.45)	0.310 <sup>c</sup> (12.22)	0.263 <sup>c</sup> (9.26)	0.275 <sup>c</sup> (14.83)
<b>Países</b>	60	60	60	60	60
<b>Observaciones</b>	1,051	1,298	1,033	1,051	973
<b>RECM</b>	0.247	0.249	0.247	0.247	0.247

Las medidas estadísticas *t* se presentan entre paréntesis. <sup>a</sup>, <sup>b</sup> y <sup>c</sup> indican el rechazo de la hipótesis nula en los niveles de significancia estadística del 10%, 5% y 1%, respectivamente. RECM significa raíz cuadrada del error cuadrático medio.

Cuadro 4

## REGRESIÓN DEL AHORRO. MUESTRA TOTAL

	1	2	3	4	5
	Ahorro	Ahorro	Ahorro	Ahorro	Ahorro
<b>participación_salario</b>	-0.282 <sup>c</sup> (-7.39)		-0.288 <sup>c</sup> (-7.56)	-0.391 <sup>c</sup> (-2.91)	-0.421 <sup>c</sup> (-7.06)
<b>gini</b>		0.012 (0.22)	-0.117 <sup>b</sup> (-2.15)		
<b>participación_salario<sup>2</sup></b>				0.126 (0.85)	
<b>participación_salario(-1)</b>					0.065 (1.05)
<b>participación_salario(-2)</b>					0.128 <sup>b</sup> (2.23)
<b>brecha_y</b>	0.000 (0.73)	0.001 <sup>b</sup> (2.19)	0.000 (0.67)	0.000 (0.75)	0.000 (0.43)
<b>apertura_k</b>	-0.007 <sup>b</sup> (-2.12)	-0.007 <sup>b</sup> (-2.20)	-0.008 <sup>b</sup> (-2.38)	-0.007 <sup>b</sup> (-2.03)	-0.007 <sup>a</sup> (-1.92)
<b>pibpc_rel(-1)</b>	0.012 (0.76)	-0.019 (-0.98)	-0.008 (-0.46)	0.012 (0.77)	0.013 (0.85)
<b>pibpc_rel(-1)*apertura_k</b>	0.012 <sup>b</sup> (2.27)	0.012 <sup>b</sup> (2.04)	0.016 <sup>c</sup> (2.79)	0.011 <sup>b</sup> (2.18)	0.013 <sup>b</sup> (2.35)
<b>p_pib_5a</b>	0.255 <sup>a</sup> (1.95)	0.326 <sup>c</sup> (2.89)	0.260 <sup>a</sup> (1.95)	0.257 <sup>b</sup> (1.96)	0.280 <sup>a</sup> (1.90)
<b>aen(-1)</b>	0.019 <sup>c</sup> (2.75)	0.016 <sup>b</sup> (2.17)	0.022 <sup>c</sup> (3.07)	0.019 <sup>c</sup> (2.73)	0.020 <sup>c</sup> (2.91)
<b>aen_60(-1)</b>	-0.009 (-1.27)	-0.005 (-0.71)	-0.010 (-1.49)	-0.009 (-1.26)	-0.011 (-1.64)
<b>dep_jóvenes</b>	-0.371 <sup>c</sup> (-10.79)	-0.197 <sup>c</sup> (-5.95)	-0.376 <sup>c</sup> (-11.04)	-0.383 <sup>c</sup> (-10.28)	-0.379 <sup>c</sup> (-10.77)
<b>dep_mayores</b>	-0.457 <sup>c</sup> (-5.03)	-0.291 <sup>c</sup> (-2.96)	-0.526 <sup>c</sup> (-5.57)	-0.465 <sup>c</sup> (-5.10)	-0.514 <sup>c</sup> (-5.59)
<b>cred_spriv</b>	-0.001 (-0.11)	-0.003 (-0.44)	0.002 (0.24)	-0.001 (-0.09)	-0.002 (-0.32)
<b>saldo_fiscal</b>	0.215 <sup>c</sup> (7.59)	0.211 <sup>c</sup> (7.00)	0.217 <sup>c</sup> (7.52)	0.213 <sup>c</sup> (7.49)	0.189 <sup>c</sup> (6.60)
<b>centro_financ</b>	0.054 <sup>c</sup> (3.32)	0.067 <sup>c</sup> (3.83)	0.053 <sup>c</sup> (3.33)	0.054 <sup>c</sup> (3.33)	0.055 <sup>c</sup> (3.34)
<b>Constante</b>	0.349 <sup>c</sup> (16.47)	0.234 <sup>c</sup> (9.10)	0.401 <sup>c</sup> (12.99)	0.372 <sup>c</sup> (10.94)	0.320 <sup>c</sup> (14.11)
<b>Países</b>	60	60	60	60	60
<b>Observaciones</b>	1,051	1,298	1,033	1,051	973
<b>RECM</b>	0.243	0.241	0.244	0.243	0.244

Las medidas estadísticas *t* se presentan entre paréntesis. <sup>a</sup>, <sup>b</sup> y <sup>c</sup> indican el rechazo de la hipótesis nula en los niveles de significancia estadística del 10%, 5% y 1%, respectivamente. RECM significa raíz cuadrada del error cuadrático medio.

las regresiones de la cuenta corriente y del ahorro para cada grupo de países, y no es significativa en la regresión de la inversión. Sin embargo, en el caso de los países emergentes, este coeficiente es más del doble que el de las economías avanzadas. Respecto al coeficiente de Gini, lo encontramos significativo en las regresiones de la inversión y del ahorro únicamente para el grupo de las economías avanzadas. Este resultado justifica nuestra decisión de enfocarnos en la distribución funcional del ingreso cuando utilizamos una muestra que incluye economías no avanzadas.

Las otras variables se comportan de manera similar a como lo hicieron previamente, pero con ciertas diferencias importantes entre cada grupo de países. El crecimiento previsto es muy significativo y positivo para el ahorro y la inversión en los países emergentes, lo que produce una relación negativa con la cuenta corriente, mientras que los activos externos netos sólo son significativos y positivos en las regresiones del ahorro y de la cuenta corriente de las economías avanzadas. Como era de esperarse, el crédito respecto al PIB es importante y negativo para la cuenta corriente principalmente por su efecto sobre la inversión en las economías avanzadas. El saldo presupuestario es positivo y significativo para el ahorro en los países avanzados y emergentes. Sin embargo, es relevante y positivo sólo para la inversión en las economías avanzadas.

La interacción del PIB per cápita con la apertura de la cuenta de capital es significativa en los países emergentes sólo por el lado de la inversión. De acuerdo con los coeficientes estimados, en aproximadamente dos tercios de los países emergentes incluidos en nuestra muestra,<sup>9</sup> la apertura de la cuenta de capital está relacionada con una disminución en la inversión. Por otro lado, esta interacción es significativa en las economías avanzadas

sólo por el lado del ahorro. La apertura de la cuenta de capital se relaciona con un incremento del ahorro en aproximadamente dos tercios de las economías avanzadas consideradas.<sup>10</sup> En estas, un mayor PIB per cápita siempre está relacionado con una disminución del ahorro.<sup>11</sup>

Como mencionamos en la sección 5, muchos estudios de conjuntos de datos multinacionales utilizan efectos fijos con el fin de asimilar todos los efectos específicos de cada país. Creemos que la inclusión de los efectos fijos eliminaría del análisis muchas de las partes económicamente significativas, razón por la cual la mayoría de los estudios anteriores (Chinn y Prasad, 2003; Chinn e Ito, 2007; Chinn *et al.*, 2012; Phillips *et al.*, 2014) no incluyen efectos fijos en sus principales regresiones. Sin embargo, con el fin de comprobar la robustez de nuestros resultados, incluimos la regresión principal con efectos fijos de cada país. En las primeras tres columnas del cuadro 6 podemos ver que la participación del salario sigue siendo muy significativa y de signo negativo en las regresiones de la cuenta corriente y del ahorro, mientras que no es significativa en la regresión de la inversión. Las otras variables se comportan de manera muy parecida a nuestros resultados previos.

También quisimos verificar si la relación negativa entre la participación del salario y la cuenta corriente se debe a un efecto de ingreso o a un efecto cambiario, como ya explicamos en la sección 4. Considerando que la cuenta corriente y el tipo de cambio efectivo real (TCER) son endógenos y determinados simultáneamente, incluimos dos rezagos del TCER en las regresiones con el fin de consignar la presencia del efecto cambiario. Como podemos ver en las últimas tres columnas del cuadro 6, el primer rezago del TCER es significativo en las regresiones de la cuenta corriente y de la inversión. Sin embargo, la importancia y la magnitud del

<sup>9</sup> De los 35 países, 22 tienen un PIB promedio per cápita relativo inferior al 0.22 requerido para volver positiva la derivada parcial

$$\frac{d(\text{inversión})}{d(\text{apertura}_k)} = -0.015 + 0.069 + \text{rel\_pcgdp}.$$

<sup>10</sup> De los 25 países, 16 tienen un PIB per cápita mayor que el 0.91 requerido para volver positiva la derivada parcial

$$\frac{d(\text{ahorro})}{d(\text{apertura}_k)} = -0.039 + 0.043 + \text{rel\_pcgdp}.$$

<sup>11</sup> Para cualquier país considerado, el signo de la derivada parcial

$$\frac{d(\text{ahorro})}{d(\text{rel\_pcgdp})} = -0.078 + 0.043 + \text{apertura}_k \text{ es negativo.}$$

Cuadro 5

## PAÍSES AVANZADOS CONTRA PAÍSES EMERGENTES

	<i>Cuenta corriente</i>		<i>Inversión</i>		<i>Ahorro</i>	
	<i>Avanzados</i>	<i>Emergentes</i>	<i>Avanzados</i>	<i>Emergentes</i>	<i>Avanzados</i>	<i>Emergentes</i>
<b>participación_salario</b>	-0.121 <sup>b</sup> (-2.00)	-0.270 <sup>c</sup> (-5.84)	-0.016 (-0.42)	-0.042 (-0.87)	-0.121 <sup>b</sup> (-2.23)	-0.334 <sup>c</sup> (-6.31)
<b>gini</b>	-0.048 (-0.64)	-0.032 (-0.47)	-0.103 <sup>b</sup> (-2.17)	-0.072 (-1.00)	-0.131 <sup>a</sup> (-1.94)	-0.123 (-1.54)
<b>brecha_y</b>	-0.003 <sup>c</sup> (-5.21)	-0.003 <sup>c</sup> (-4.40)	0.004 <sup>c</sup> (8.65)	0.003 <sup>c</sup> (5.07)	0.001 (1.30)	-0.000 (-0.03)
<b>apertura_k</b>	-0.031 <sup>a</sup> (-1.66)	0.003 (0.55)	-0.001 (-0.10)	-0.015 <sup>b</sup> (-2.41)	-0.039 <sup>b</sup> (-2.34)	-0.012 <sup>a</sup> (-1.84)
<b>pibpc_rel(-1)</b>	-0.035 (-0.82)	-0.029 (-0.54)	-0.030 (-1.01)	-0.079 (-1.39)	-0.078 <sup>b</sup> (-2.01)	-0.102 (-1.60)
<b>pibpc_rel(-1)*apertura_k</b>	0.043 <sup>b</sup> (2.29)	-0.033 (-1.32)	-0.007 (-0.53)	0.069 <sup>c</sup> (2.90)	0.043 <sup>b</sup> (2.57)	0.040 (1.59)
<b>p_pib_5a</b>	0.043 (0.21)	-0.656 <sup>c</sup> (-3.09)	0.218 (1.44)	1.045 <sup>c</sup> (5.37)	0.146 (0.79)	0.398 <sup>b</sup> (1.96)
<b>aen(-1)</b>	0.025 <sup>c</sup> (3.82)	0.032 (1.59)	0.003 (0.62)	-0.003 (-0.18)	0.028 <sup>c</sup> (4.83)	0.008 (0.43)
<b>aen_60(-1)</b>	-0.029 <sup>c</sup> (-4.17)	-0.036 <sup>b</sup> (-2.30)	0.013 <sup>c</sup> (2.65)	0.027 <sup>a</sup> (1.84)	-0.016 <sup>c</sup> (-2.65)	0.001 (0.06)
<b>dep_jóvenes</b>	-0.014 (-0.16)	-0.284 <sup>c</sup> (-6.14)	-0.322 <sup>c</sup> (-5.94)	-0.199 <sup>c</sup> (-4.08)	-0.367 <sup>c</sup> (-4.56)	-0.489 <sup>c</sup> (-9.00)
<b>dep_mayores</b>	0.080 (0.76)	-0.661 <sup>c</sup> (-3.46)	-0.441 <sup>c</sup> (-6.91)	-0.386 <sup>a</sup> (-1.90)	-0.388 <sup>c</sup> (-4.15)	-1.053 <sup>c</sup> (-4.64)
<b>cred_spriv</b>	-0.021 <sup>c</sup> (-2.89)	-0.002 (-0.13)	0.015 <sup>c</sup> (3.21)	0.020 (1.48)	-0.008 (-1.20)	0.016 (1.07)
<b>saldo_fiscal</b>	0.223 <sup>c</sup> (5.11)	0.173 <sup>c</sup> (3.52)	0.178 <sup>c</sup> (5.67)	0.007 (0.15)	0.377 <sup>c</sup> (9.61)	0.161 <sup>c</sup> (3.62)
<b>centro_financ</b>	0.052 <sup>c</sup> (4.44)		-0.002 (-0.26)		0.048 <sup>c</sup> (4.55)	
<b>Constante</b>	0.078 (1.25)	0.100 <sup>b</sup> (2.27)	0.320 <sup>c</sup> (7.54)	0.303 <sup>c</sup> (6.59)	0.395 <sup>c</sup> (7.05)	0.410 <sup>c</sup> (8.02)
<b>Países</b>	25	35	25	35	25	35
<b>Observaciones</b>	580	453	580	453	580	453
<b>RECM</b>	0.045	0.047	0.241	0.255	0.250	0.239

Las medidas estadísticas *t* se presentan entre paréntesis. <sup>a</sup>, <sup>b</sup> y <sup>c</sup> indican el rechazo de la hipótesis nula en los niveles de significancia estadística del 10%, 5% y 1%, respectivamente. RECM denota la raíz cuadrada del error cuadrático medio.

Cuadro 6

## REGRESIÓN CON EFECTOS FIJOS Y CONSIDERANDO EL TCER

	<i>Efectos fijos</i>			<i>Considerando el TCER</i>		
	<i>Cuenta corriente</i>	<i>Inversión</i>	<i>Ahorros</i>	<i>Cuenta corriente</i>	<i>Inversión</i>	<i>Ahorros</i>
<b>participación_salario</b>	-0.279 <sup>c</sup> (-4.74)	0.014 (0.25)	-0.265 <sup>c</sup> (-5.00)	-0.237 <sup>c</sup> (-6.43)	-0.019 (-0.60)	-0.275 <sup>c</sup> (-7.04)
<b>gini</b>	-0.046 (-0.82)	-0.084 (-1.60)	-0.130 <sup>b</sup> (-2.55)	-0.088 (-1.55)	-0.032 (-0.66)	-0.096 (-1.58)
<b>tcer(-1)</b>				-0.041 <sup>c</sup> (-3.25)	0.041 <sup>c</sup> (3.75)	-0.005 (-0.43)
<b>tcer(-2)</b>				0.009 (0.90)	0.010 (1.17)	0.016 <sup>a</sup> (1.86)
<b>brecha_y</b>	-0.003 <sup>c</sup> (-7.48)	0.003 <sup>c</sup> (8.61)	0.000 (0.54)	-0.003 <sup>c</sup> (-5.61)	0.003 <sup>c</sup> (7.09)	0.000 (0.87)
<b>apertura_k</b>	-0.005 (-1.38)	0.010 <sup>c</sup> (3.21)	0.005 <sup>a</sup> (1.76)	-0.001 (-0.21)	-0.007 <sup>b</sup> (-2.03)	-0.005 (-1.32)
<b>pibpc_rel(-1)</b>	0.037 <sup>a</sup> (1.73)	0.038 <sup>a</sup> (1.92)	0.076 <sup>c</sup> (3.88)	0.021 (1.24)	-0.039 <sup>c</sup> (-2.74)	-0.010 (-0.57)
<b>pibpc_rel(-1)*apertura_k</b>	0.010 <sup>b</sup> (2.17)	-0.017 <sup>c</sup> (-3.92)	-0.007 (-1.62)	0.010 (1.61)	0.005 (0.86)	0.012 <sup>b</sup> (2.04)
<b>p_pib_5a</b>	-1.022 <sup>c</sup> (-6.74)	0.972 <sup>c</sup> (6.92)	-0.050 (-0.37)	-0.365 <sup>b</sup> (-2.21)	0.768 <sup>c</sup> (5.34)	0.311 <sup>b</sup> (2.03)
<b>aen(-1)</b>	0.029 <sup>c</sup> (4.44)	-0.016 <sup>c</sup> (-2.68)	0.013 <sup>b</sup> (2.17)	0.023 <sup>c</sup> (3.04)	0.005 (0.69)	0.017 <sup>b</sup> (2.31)
<b>aen_60(-1)</b>	-0.034 <sup>c</sup> (-5.44)	0.040 <sup>c</sup> (6.80)	0.005 (0.94)	-0.019 <sup>b</sup> (-2.52)	0.010 (1.43)	-0.003 (-0.46)
<b>dep_jóvenes</b>	-0.064 (-1.56)	-0.107 <sup>c</sup> (-2.80)	-0.172 <sup>c</sup> (-4.60)	-0.063 (-1.52)	-0.215 <sup>c</sup> (-6.04)	-0.284 <sup>c</sup> (-6.28)
<b>dep_mayores</b>	-0.235 <sup>c</sup> (-2.65)	-0.300 <sup>c</sup> (-3.66)	-0.535 <sup>c</sup> (-6.70)	-0.172 <sup>a</sup> (-1.82)	-0.176 <sup>b</sup> (-2.19)	-0.361 <sup>c</sup> (-3.52)
<b>cred_spriv</b>	-0.044 <sup>c</sup> (-7.54)	0.018 <sup>c</sup> (3.42)	-0.025 <sup>c</sup> (-4.86)	-0.006 (-0.88)	0.010 (1.59)	0.001 (0.16)
<b>saldo_fiscal</b>	0.150 <sup>c</sup> (4.24)	0.176 <sup>c</sup> (5.38)	0.326 <sup>c</sup> (10.22)	0.276 <sup>c</sup> (6.62)	0.112 <sup>c</sup> (3.10)	0.350 <sup>c</sup> (9.11)
<b>centro-financ</b>				0.051 <sup>c</sup> (3.80)	0.004 (0.33)	0.063 <sup>c</sup> (4.21)
<b>Constante</b>	0.087 <sup>b</sup> (2.21)	0.245 <sup>c</sup> (6.74)	0.332 <sup>c</sup> (9.36)	0.132 <sup>c</sup> (3.96)	0.244 <sup>c</sup> (8.52)	0.375 <sup>c</sup> (10.68)
<b>Países</b>	60	60	60	47	47	47
<b>Observaciones</b>	1,033	1,033	1,033	837	837	837
<b>RECM</b>	0.044	0.247	0.242	0.045	0.244	0.244

Las medidas estadísticas *t* se presentan entre paréntesis. <sup>a</sup>, <sup>b</sup> y <sup>c</sup> indican el rechazo de la hipótesis nula en los niveles de significancia estadística del 10%, 5% y 1%, respectivamente. RECM significa raíz cuadrada del error cuadrático medio.

coeficiente de la participación del salario son más o menos iguales a las de los cuadros 2, 3 y 4. Interpretamos este resultado como evidencia de la presencia de efectos tanto de ingreso como cambiario, aunque se requiere un análisis más profundo. El número de países con datos del TCER es un poco más bajo; sin embargo, la comparación muestra resultados muy similares en signo y coeficientes para la mayoría de las variables de control.

Todos estos enfoques diferentes aplicados en nuestro análisis confirman la hipótesis principal de este estudio: que la participación del salario es

un factor determinante de la cuenta corriente. Una participación del salario más elevada corresponde a un menor saldo en cuenta corriente. Aunque se requiere un análisis más profundo para llegar a conclusiones contundentes, los resultados de las regresiones separadas del ahorro y de la inversión, así como las restricciones mediante la presencia de efectos cambiarios, sustentan la idea de un efecto de ingreso: una mayor participación del salario se asocia a un mayor consumo, un menor ahorro y una disminución del saldo en cuenta corriente, pero no a una disminución de la inversión total.

---

## 7. CONCLUSIONES

---

**E**l incremento en la desigualdad del ingreso en los últimos decenios es un fenómeno observado en casi todos los países, trate-se de economías avanzadas o emergentes. En este marco, las publicaciones sobre economía han mostrado un interés renovado en los problemas de distribución, aunque la investigación empírica trata de modo predominante sobre las economías avanzadas. El uso de la distribución funcional del ingreso, más que los otros conjuntos de datos prevalentes en estudios recientes, nos ha permitido ampliar nuestro análisis a un grupo más grande e incluyente de países.

Los resultados de este estudio muestran que la participación del salario en el ingreso total es un factor determinante de las cuentas externas: a mayor coeficiente salario/PIB, menor el saldo en cuenta corriente. Este resultado es sólido ante las distintas especificaciones del modelo y composiciones del conjunto de datos. Lo consideramos una mejora en comparación con otros trabajos sobre los factores determinantes de la cuenta corriente (Chinn y Prasad, 2003; Chinn e Ito, 2007; Chinn *et al.*, 2012; Phillips *et al.*, 2014) porque estamos demostrando la importancia de una covariante adicional y muy significativa. También es un complemento de las publicaciones recientes que conectan la desigualdad con la cuenta corriente, pero utilizando la distribución del ingreso más elevado (Al-Hussami y Remesal, 2012; Behringer y van Treeck, 2013; Kumhof *et al.*, 2012).

Nuestro resultado es compatible con la bibliografía poskeynesiana que sugiere una relación negativa entre la participación del salario y la balanza comercial debido a un efecto de costos o cambiario que reduce

la competitividad de las exportaciones (Blecker, 1989; Stockhammer y Wildauer, 2016). Sin embargo, después de considerar el TCER, la relación negativa entre la participación del salario y la cuenta corriente no desapareció, lo que sugiere la presencia de un efecto de ingreso. Se requiere más investigación para desentrañar plenamente este resultado.

La participación del salario se relaciona de manera negativa con el ahorro, lo que confirma el resultado de otras publicaciones en cuanto a que la participación del salario tiene una relación positiva con el consumo (Hein y Vogel, 2008; Stockhammer *et al.*, 2009; Blecker, 2016). No encontramos ninguna relación significativa entre la participación del salario y la inversión total, pero ello podría deberse al papel diferenciado de la inversión de empresas y de hogares. El resto de las variables se comportan respecto del ahorro y la inversión como se esperaba, de manera similar a la descrita en obras previas. Al dividir la muestra en países avanzados y emergentes, observamos que la relación negativa entre la participación del salario y la cuenta corriente se debilita en el primer grupo y se fortalece en las economías menos desarrolladas. Esto pudiera deberse al ensanchamiento de la brecha salarial, lo que indicaría que en las economías avanzadas hay un grupo de asalariados con alta capacidad de ahorro, cuya propensión marginal a consumir se asemeja más al nivel que suele atribuirse a quienes obtienen su ingreso de rentas y capital. Alternativamente, esto pudiera deberse a la presencia de consumo propulsado por deuda, como se sugiere en las publicaciones recientes.

Al mismo tiempo, nuestro estudio saca a la luz la importancia de las diferencias estructurales entre las economías avanzadas y las emergentes. Las diferencias en la significancia e incluso la dirección encontradas en variables fundamentales como son el coeficiente de crédito/PIB, el PIB per cápita, la expectativa de crecimiento y los coeficientes demográficos, revelan a su vez las diferencias entre ambos grupos de países. Incluso,

el crédito, como representación de la intermediación financiera, es un factor determinante de la cuenta corriente sólo en las economías avanzadas. En cuanto a la variable de expectativas de crecimiento del PIB, no es significativa para las economías avanzadas, pero sí muy relevante para las emergentes.

Nuestros resultados aportan a distintos aspectos de las publicaciones. En primer lugar, el hecho de que la distribución del ingreso y, específicamente, la participación del salario repercutan de manera significativa en la cuenta corriente debe considerarse con mayor precisión al construir y probar modelos macroeconómicos. En segundo, los resultados ilustran la importancia de ser precisos al analizar la desigualdad, debido a los distintos resultados esperados para la participación del salario en comparación con el ingreso más alto o el coeficiente de Gini. En tercer lugar, hay una diferencia clara en los papeles del canal del ahorro y el de la inversión en estos resultados. Aunque la participación del salario podría relacionarse con distintos tipos de inversión, su relación con la cuenta corriente parece darse mayormente por medio del canal del ahorro. Cuarto, la apertura de la cuenta de capital y la intermediación del sector financiero parecen ser muy importantes y desempeñar una función distinta dependiendo con la etapa de desarrollo de un país. Por último, cualquier política económica nacional que busque de manera simultánea alcanzar un objetivo externo y mejorar la distribución del ingreso debería tomar en cuenta esta importante interacción.

## ANEXO I

Cuadro 7

**CORRELACIONES ENTRE LA PARTICIPACIÓN DEL SALARIO  
Y EL INGRESO ACAPARADO POR EL 1% MÁS RICO**

<i>País</i>	<i>Correlación</i>
<b>Alemania</b>	-0.781
<b>Argentina</b>	-0.735
<b>Australia</b>	-0.785
<b>Canadá</b>	-0.824
<b>China</b>	-0.819
<b>Colombia</b>	0.237
<b>Corea</b>	0.546
<b>Dinamarca</b>	0.395
<b>España</b>	-0.407
<b>Estados Unidos</b>	-0.256
<b>Finlandia</b>	-0.729
<b>Francia</b>	-0.434
<b>Irlanda</b>	-0.007
<b>Italia</b>	-0.907
<b>Japón</b>	-0.923
<b>Nueva Zelandia</b>	-0.697
<b>Noruega</b>	-0.634
<b>Países Bajos</b>	-0.477
<b>Portugal</b>	0.764
<b>Reino Unido</b>	-0.013
<b>Singapur</b>	0.118
<b>Sudáfrica</b>	-0.665
<b>Suecia</b>	-0.784
<b>Suiza</b>	-0.445

Cuadro 8

## CORRELACIONES ENTRE LA PARTICIPACIÓN DEL SALARIO Y EL COEFICIENTE DE GINI

<i>País</i>	<i>Correlación</i>	<i>País</i>	<i>Correlación</i>
<b>Alemania</b>	-0.713	<b>Japón</b>	-0.893
<b>Argentina</b>	-0.644	<b>Kenia</b>	-0.437
<b>Australia</b>	-0.844	<b>Lesoto</b>	0.689
<b>Austria</b>	-0.304	<b>Luxemburgo</b>	-0.219
<b>Bélgica</b>	-0.537	<b>México</b>	0.852
<b>Bolivia</b>	0.049	<b>Mongolia</b>	-0.545
<b>Brasil</b>	-0.097	<b>Marruecos</b>	0.760
<b>Burkina Faso</b>	0.880	<b>Nueva Zelanda</b>	-0.735
<b>Canadá</b>	-0.725	<b>Níger</b>	-0.208
<b>Chile</b>	0.771	<b>Nigeria</b>	-0.427
<b>China</b>	-0.733	<b>Noruega</b>	-0.312
<b>Colombia</b>	-0.257	<b>Panamá</b>	0.913
<b>Corea</b>	-0.929	<b>Países Bajos</b>	-0.335
<b>Costa de Marfil</b>	-0.602	<b>Papúa Nueva Guinea</b>	-0.896
<b>Costa Rica</b>	0.777	<b>Perú</b>	0.836
<b>Chipre</b>	0.322	<b>Polonia</b>	-0.425
<b>Dinamarca</b>	0.396	<b>Portugal</b>	-0.385
<b>Egipto</b>	-0.170	<b>Reino Unido</b>	-0.160
<b>España</b>	0.452	<b>Rumania</b>	0.537
<b>Estados Unidos</b>	-0.512	<b>Senegal</b>	-0.563
<b>Filipinas</b>	0.619	<b>Sierra Leone</b>	-0.344
<b>Finlandia</b>	-0.657	<b>Singapur</b>	-0.207
<b>Francia</b>	0.584	<b>Sudáfrica</b>	0.067
<b>Grecia</b>	-0.369	<b>Sri Lanka</b>	0.587
<b>Hungría</b>	-0.368	<b>Suecia</b>	-0.770
<b>Islandia</b>	0.720	<b>Suiza</b>	-0.389
<b>Irán</b>	0.469	<b>Tailandia</b>	-0.446
<b>Irlanda</b>	-0.770	<b>Túnez</b>	-0.087
<b>Israel</b>	-0.678	<b>Turquía</b>	-0.007
<b>Italia</b>	-0.891	<b>Venezuela</b>	-0.677

ANEXO 2

**Correlación entre la distribución funcional y personal del ingreso**

La correlación entre la participación del salario y los indicadores de la distribución personal del ingreso se mantiene sin cambios cuando se consideran los valores contemporáneos de cada indicador y cuando se incluye un rezago o un adelanto en cualquiera de las variables. Esto se observa en las gráficas 2A y 2B.<sup>12</sup>

Puede observarse que la media muestral adopta valores negativos en todos los casos. Asimismo, la mediana siempre es inferior a la media, lo que sugiere que hay una mayor concentración de correlaciones en la cola negativa. Esto se confirma porque los elementos atípicos, de haberlos, son positivos y porque el límite inferior de los recuadros siempre adopta un valor igual o inferior a 0.5, mientras que el límite superior rara vez se acerca al valor de 0.5 e incluso adopta valores negativos en algunos casos.

ANEXO 3

**Fuentes de las variables**

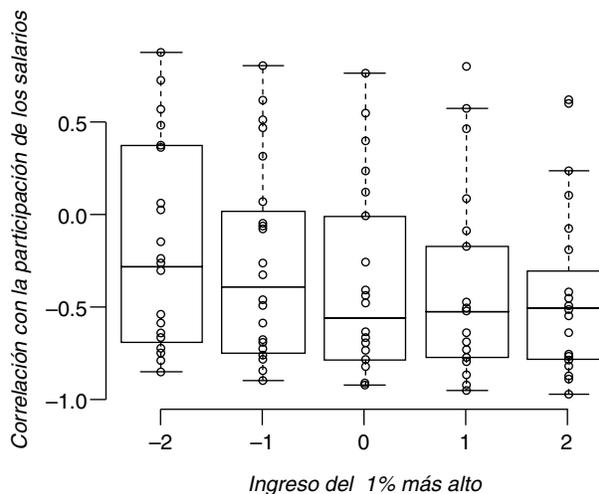
- Cuenta corriente (porcentaje del PIB) (*CC*). Lane y Milesi-Ferretti (2007), actualizado a 2011. Base de datos WEO del FMI para Bélgica (1980-1994) y Hungría (1980-1981).
- Inversión (porcentaje del PIB) (*inversión*). Base de datos WDI del Banco Mundial.

<sup>12</sup> El signo + representa la media de la muestra, mientras que la línea horizontal gruesa representa la mediana. Los recuadros representan el segundo y tercer cuartiles de la distribución, de 25% a 75%, es decir, contienen el 50% central de la muestra. La altura del recuadro representa el rango entre cuartiles, mientras que los brazos representan el último valor de la muestra entre el cuartil respectivo y una distancia entre cuartiles de 1.5. Los círculos blancos representan las correlaciones estimadas para cada país; cuando están fuera del alcance de los brazos, entonces se consideran elementos atípicos.

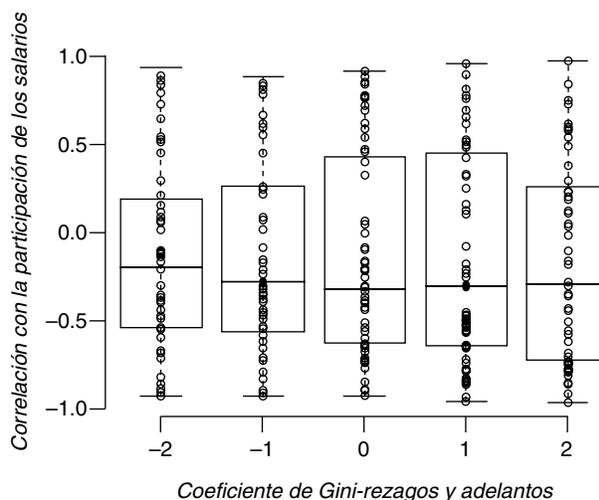
Gráfica 2

**DIAGRAMAS DE CAJA DE LAS CORRELACIONES DE LA PARTICIPACIÓN DE LOS SALARIOS Y EL INGRESO DEL 1% MÁS ALTO Y CON EL ÍNDICE DE GINI**

A. CORRELACIONES DE LA PARTICIPACIÓN DE LOS SALARIOS Y EL INGRESO DEL 1% MÁS ALTO



B. CORRELACIONES DE LA PARTICIPACIÓN DE LOS SALARIOS Y EL COEFICIENTE DE GINI



- Participación del salario en el ingreso total (*participación\_salario*). Karabarbounis y Neiman (2013).
- Coeficiente de Gini (*gini*). Standardized World Income Inequality Database, compilada por Solt (2016), versiones 4.0 y 5.0.
- Posición neta de activos externos (porcentaje del PIB) (*aen*). Lane y Milesi-Ferretti (2007). Base de datos WDI del Banco Mundial para China (1977-1980), Luxemburgo (1983-1998), Mongolia (1991) y Rumania (1981-1989).
- Coeficientes de dependencia de la población (*dep\_jóvenes* y *dep\_mayores*). Base de datos WDI del Banco Mundial.
- Crédito al sector privado (porcentaje del PIB) (*cred\_priv*). Financial Development and Structure
- Dataset del Banco Mundial; la medición comprende la suma del crédito privado de los bancos y de otras instituciones financieras.

Las series para Chile y Venezuela se han completado con datos sobre crédito interno al sector privado de la base de datos Indicadores de Desarrollo Mundial (WDI) del Banco Mundial.

- Saldo fiscal (porcentaje del PIB) (*saldo\_fiscal*). La base de datos WEO del FMI (financiamiento/deuda pública general neta), complementada con datos de la OCDE (préstamo neto/endeudamiento neto) para Australia (1975-1987), Finlandia (1975-1979), Israel (1995-1999), Corea (1975-1994), Estados Unidos (1975-2000) y Sudáfrica (1995-1999). También utilizamos datos de la Annual Macro-Economic Database (AMECO) de la Comisión Europea (financiamiento neto/deuda pública general neta) para Canadá (1975-1979), Francia (1975-1979), Rumania (1995-1999) y Turquía (2000-2001).

- Brecha del producto (porcentaje del PIB) (*brecha\_y*). Para 25 países, utilizamos datos de la base de datos WEO del FMI.

Para el resto de la muestra, realizamos estimaciones con un filtro Hodrick-Prescott.

- Previsión de crecimiento a cinco años (*p\_pib\_5a*). Base de datos WEO del FMI. Dado que estas series inician en 1988, para los años anteriores utilizamos como variable sustituta el crecimiento real promedio para los cinco años anteriores, empleando datos de crecimiento económicos tomados de los indicadores de desarrollo económico del Banco Mundial.
- PIB per cápita convertido con PPC (*pibpc\_rel*). Penn World cuadro 7.1 hasta 2010. Para 2011, los valores se estiman con base en el crecimiento relativo del PIB y el crecimiento de la población (datos de la base de datos de indicadores de desarrollo económico del Banco Mundial).
- Índice de apertura de la cuenta de capital (*apertura\_k*). Chinn e Ito (2006), versión en línea actualizada a 2013. Las series para Suiza y Luxemburgo se completaron con los niveles de apertura más altos posibles.
- Tipo de cambio efectivo real (*tcer*). Base de datos de estadísticas financieras internacionales del FMI.

#### ANEXO 4

##### **Países incluidos en la muestra**

- África (12): Burkina Faso, Costa de Marfil, Egipto, Kenia, Lesoto, Marruecos, Níger, Nigeria, Senegal, Sierra Leona, Sudáfrica y Túnez.
- América (12): Argentina, Bolivia, Brasil, Canadá, Chile, Colombia, Costa Rica, Estados Unidos, México, Panamá, Perú y Venezuela.

- Asia (10): China, Corea, Filipinas, Irán, Israel, Japón, Mongolia, Singapur, Sri Lanka y Tailandia.
  - Europa (23): Alemania, Austria, Bélgica, Chipre, Dinamarca, España, Finlandia, Francia, Grecia, Hungría, Islandia, Irlanda, Italia, Luxemburgo, Noruega, Países Bajos, Polonia, Portugal, Reino Unido, Rumania, Suecia, Suiza, y Turquía.
  - Oceanía (3): Australia, Nueva Zelanda y Papúa Nueva Guinea.
- De acuerdo con la clasificación utilizada por el FMI, la división entre países avanzados y países emergentes es la siguiente:
- Países avanzados (25): Alemania, Australia, Austria, Bélgica, Canadá, Dinamarca, España, Estados Unidos, Finlandia, Francia, Grecia, Irlanda, Israel, Islandia, Italia, Japón, Luxemburgo, Noruega, Nueva Zelanda, los Países Bajos, Portugal, Reino Unido, Singapur, Suecia y Suiza.
  - Países emergentes (35): Argentina, Bolivia, Brasil, Burkina Faso, Chile, China, Chipre, Colombia, Corea, Costa de Marfil, Costa Rica, Egipto, las Filipinas, Hungría, Irán, Kenia, Lesoto, Marruecos, México, Mongolia, Níger, Nigeria, Panamá, Papúa Nueva Guinea, Perú, Polonia, Rumania, Senegal, Sierra Leona, Sri Lanka, Sudáfrica, Tailandia, Túnez, Turquía y Venezuela.

#### BIBLIOGRAFÍA

- Al-Hussami, Fares, y Álvaro Martín Remesal (2012), *Current Account Imbalances and Income Inequality: Theory and Evidence*, Kiel Advanced Studies Working Papers, núm. 459, Kiel Institute.
- Amarante, Verónica (2015), “Desigualdad en el mundo y en América Latina”, presentación en Jornadas Monetarias y Bancarias 2015, Banco Central de la República Argentina, junio.
- Barba, Aldo, y Massimo Pivetti (2009), “Rising Household Debt: Its Causes and Macroeconomic Implications. A Long-period Analysis”, *Cambridge Journal of Economics*, vol. 33, núm. 1, enero, pp. 113-137, <<https://doi.org/10.1093/cje/ben030>>.
- Behringer, Jan, y Till van Treeck (2013), *Income Distribution and Current Account: A Sectoral Perspective*, IMK Working Paper, núm. 125-2013, IMK en la Hans Boeckler Foundation, Macroeconomic Policy Institute.
- Blecker, Robert A. (1989), “International Competition, Income Distribution and Economic Growth”, *Cambridge Journal of Economics*, vol. 13, núm. 3, pp. 395-412.
- Blecker, Robert A. (1999), “Kaleckian Macro Models for Open Economies”, en Johan Deprez y John T. Harvey (eds.), *Foundations of International Economics: Post Keynesian Perspectives*, cap. 5, pp. 116-149, Routledge, Londres.

- Blecker, Robert A. (2016), "Wage-led Versus Profit-led Demand Regimes: The Long and The Short of It", *Review of Keynesian Economics*, vol. 4, núm. 4, pp. 373-390.
- Bortz, P. G. (2016), "Financial Flows in a Kaleckian Framework", tesis de doctorado, Delft University of Technology, .
- Carrera, J., E. Rodríguez y M. Sardi (2015), *Desigualdad, profundidad financiera e impacto en la cuenta corriente*, Ensayos Económicos, núm. 72, Banco Central de la República Argentina, junio.
- Cecchi, D., y C. García-Peñalosa (2005), *Labour Market Institutions and The Personal Distribution of Income in the OCDE*.
- 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, núm. 1, pp. 47-76.
- Chinn, M. D., y H. Ito. (2006), "What Matters for Financial Development? Capital Controls, Institutions, y Interactions", *Journal of Development Economics*, vol. 81, núm. 1, pp. 163-192. Actualizado a 2013. <[http://web.pdx.edu/~ito/Chinn-Ito\\_website.htm](http://web.pdx.edu/~ito/Chinn-Ito_website.htm)>.
- 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, núm. 4, pp. 546-569.
- Chinn, M. D., B. Eichengreen y H. Ito (2012), "Rebalancing Global Growth", en O. Canuto y D. Leipziger (eds.), *Ascent After Descent: Regrowing Economic Growth after the Great Recession*, Banco Mundial, Washington DC, pp. 35-86.
- Duesenberry, J. S. (1949), *Income, Saving, and the Theory of Consumer Behavior*.
- Frank, R. H. (2005), "Positional Externalities Cause Large and Preventable Welfare Losses", *American Economic Review*, vol. 95, núm. 2, pp. 137-141.
- Frank, R. H., y A. S. Levine (2007), "Expenditure Cascades", en American Economic Association Conference.
- Galbraith, J. K. (2014), "Kapital for the Twenty-first Century?", *Dissent Magazine*, primavera, disponible en <<http://www.dissentmagazine.org/article/kapital-for-the-twenty-first-century>>.
- Gollin, D. (2002), "Getting Income Shares Right", *Journal of Political Economy*, vol. 110, núm. 2, pp. 458-474.
- Hein, E., y L. Vogel (2008), "Distribution and Growth Reconsidered: Empirical Results for Six OCDE Countries", *Cambridge Journal of Economics*, vol. 32, núm. 3, pp. 479-511.
- OIT, FMI y OCDE (2015), *Income Inequality and Labour Income Share in G20 Countries: Trends, Impacts and Causes*, informe elaborado para el encuentro de ministros de empleo y trabajo del G20 y su reunión con los ministros de finanzas, Angora, Turquía, 3 y 4 de septiembre.
- Kaldor, N. (1961), *Capital Accumulation and Economic Growth*, MacMillan, Londres, Reino Unido.
- Kalecki, M. (1971), *Selected Essays on the Dynamics of the Capitalist Economy, 1933-1970*, Cambridge University Press.
- Kanbur, R., y J. Stiglitz. (2015), "Wealth and Income Distribution: New Theories Needed for a New Era", VOX CEPR Policy Portal, disponible en: <<http://www.voxeu.org/article/wealth-and-income-distribution-new-theories-needed-new-era>>.
- Karabarbounis, L., y B. Neiman (2013), *The Global Decline of the Labor Share*, NBER Working Paper, núm. 19136.
- Kumhof, M., y R. Rancière (2010), *Inequality, Leverage and Crisis*, FMI Working Paper, núm. 10/268.
- Kumhof, M., C. Lebarz, R. Rancière, A. Richter y N. Throckmorton (2012), *Income Inequality and Current Account Imbalances*, FMI Working Paper, núm. 12/08.
- 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, núm. 2, pp. 223-250.
- OCDE (2014), “Does Income Inequality Hurt Economic Growth?”, en *Focus on Inequality and Growth*, Directorate for Employment, Labour and Social Affairs.
- Palley, T. I. (2015), *Inequality, the Financial Crisis and Stagnation: Competing Stories and Why They Matter*, Working Paper, núm. 151-2015, IMK en la Hans Boeckler Foundation, Macroeconomic Policy Institute.
- Phillips, S., L. Catão, L. A. Ricci, R. Bems, M. Das, J. Di Giovanni, M. Vargas, D. Filiz Unsal, M. Castillo, J. Lee y J. Rodríguez (2014), *The External Balance Assessment (EBA) Methodology*, IMF Working Paper, núm. 13-272.
- Rajan, R. (2010), *Fault Lines: How Hidden Fault Lines Still Threaten the World Economy*, Princeton University Press, Princeton, EUA.
- Rodríguez, F., y A. Jayadev. (2010), “The Declining Labor Share of Income”, *Journal of Globalization and Development*, vol. 3, núm. 2, pp. 1-18.
- Saint-Paul, G., y S. Bentolila. (2003), “Explaining Movements in the Labor Share”, *Contributions to Macroeconomics*, vol. 3, pp. 1-33.
- Schor, J. (2005), “What’s Hurting the Middle Class”, foro de debate en *Boston Review*. Disponible en: <<http://www.bostonreview.net/forum/what%E2%80%99s-hurting-middle-class/%E2%80%98-public-goods-decay-and-democracy-wanes-populace-offered-subs>>.
- Solt, F. (2016), “The Standardized World Income Inequality Database”, *Social Science Quarterly*, vol. 97 núm. 5, pp. 1267-1281.
- Stiglitz, J. (2012), *El precio de la desigualdad. El 1% de la población tiene lo que el 99% necesita*, Taurus, Alfaguara.
- Stiglitz, J. (2013), “Inequality is Holding Back the Recovery”, *The New York Times*, disponible en: <<http://opinionator.blogs.nytimes.com/2013/01/19/inequality-is-holding-back-the-recovery/>>.
- Stockhammer, E., Ö. Onaran y S. Ederer (2009), “Functional Income Distribution and Aggregate Demand in the Euro Area”, *Cambridge Journal of Economics*, vol. 33, núm. 1, pp. 139-159.
- Stockhammer, E., E. Hein y L. Grafll (2011), “Globalization and the Effects of Changes in Functional Income Distribution on Aggregate Demand in Germany”, *International Review of Applied Economics*, vol. 25, núm. 1, pp. 1-23.
- Stockhammer, E., y R. Wildauer (2016), “Debt-driven Growth? Wealth, Distribution and Demand in OECD Countries”, *Cambridge Journal of Economics*, vol. 40, núm. 6, pp. 1609-1634.

#### BASES DE DATOS CONSULTADAS

- Annual Macro-economic Database (AMECO), Comisión Europea, consultada en junio de 2015, <[http://ec.europa.eu/economy\\_finance/db\\_indicators/ameco/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/economy_finance/db_indicators/ameco/index_en.htm)>.
- External Wealth of Nations Dataset, recopilada por Philip R. Lane y Gian Maria Milesi-Ferretti, actualizada al periodo 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&the-SitePK=469382&contentMDK=20696167>>.
- International Financial Statistics, Fondo Monetario Internacional.
- OCDE Economic Outlook Database, núm. 97, junio de 2015, <<https://stats.OCDE.org/index.aspx?queryid=51396>>.
- Penn World Table, versión 7.1, <[https://pwt.sas.upenn.edu/php\\_site/pwt71/pwt71\\_form.php](https://pwt.sas.upenn.edu/php_site/pwt71/pwt71_form.php)>.
- Karabarbounis, L., y B. Neiman (2013), *The Global Decline of the Labor Share*, NBER Working Paper, núm. 19136, base de datos disponible en: <<http://faculty.chicagobooth.edu/brent.neiman/research/KN%20Labor%20Share%20Dataset.xlsx>>.

The Standardized World Income Inequality Database, Frederick Solt, versiones 4.0 y 5.0, <<http://myweb.uiowa.edu/fsolt/swiid/swiid.html>>.

The World Top Incomes Database, recopilada por F. Alvaredo, A. Atkinson, T. Piketty y E. Saez, consultada en junio de 2015, <<http://topincomes.g-mond.parisschoolofeconomics.eu/>>.

World Development Indicators, Banco Mundial, consultada en junio de 2015, <<http://data.worldbank.org/datacatalog/world-development-indicators>>.

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