

Desigualdad, profundidad financiera e impacto en la cuenta corriente. El rol de las diferencias estructurales.¹

Jorge Carrera (BCRA, UNLP)

Esteban Rodríguez (BCRA)

Mariano Sardi (BCRA)

Julio 2014

Resumen

En este trabajo se analiza si el aumento de la desigualdad está asociado con un deterioro, *caeteris paribus*, de la cuenta corriente, discutiendo el rol del sistema financiero en la interacción entre estas variables. Al mismo tiempo, se intenta determinar si estas relaciones se hallan condicionadas por las características estructurales y el estadio de desarrollo de la economía. Utilizando un panel de datos de 28 países para el período 1970-2011, nuestros resultados confirman la necesidad de distinguir entre distribución funcional y personal del ingreso. Una mayor participación del salario en el ingreso total está asociada a un deterioro de la cuenta corriente, tanto en países avanzados como en economías en desarrollo. Por otro lado, el impacto que tiene la distribución personal del ingreso en las cuentas externas no es homogéneo y depende del conjunto de países incluidos en la muestra. La concentración del ingreso en el extremo superior de la pirámide, tiene una fuerte relación negativa con la cuenta corriente para un grupo particular de economías avanzadas, aunque este vínculo no es uniforme para las economías en desarrollo. Gran parte de estas diferencias pueden ser explicadas por cuestiones estructurales de cada economía. En particular, aquellas con una mayor profundidad financiera, poseen los indicadores más robustos en la relación negativa entre el nivel de crédito, la participación del salario y la concentración del ingreso, respecto de la cuenta corriente.

Keywords: desigualdad, cuenta corriente, intermediación financiera, desbalances globales, crisis financiera.

Clasificación JEL: C23, D31, D33, E44, F32, F41.

¹ Las opiniones vertidas en este estudio son las de los autores y de ninguna forma representan las del Banco Central de la República Argentina (BCRA). E-mail de los autores: jorgecarrera@bcra.gob.ar, esteban.rodriguez@bcra.gob.ar, mariano.sardi@bcra.gob.ar

Desigualdad, profundidad financiera e impacto en la cuenta corriente. El rol de las diferencias estructurales.

Jorge Carrera, Esteban Rodríguez y Mariano Sardi

1. Introducción

La crisis financiera internacional iniciada en 2007 mostró su primera erupción en EEUU en el mercado de crédito hipotecario que, hasta ese momento, era percibido como el paradigma de una innovación financiera muy original y agresiva destinada a dar acceso al crédito a un porcentaje más amplio de la población, especialmente en los sectores de ingresos medios y bajos. Con la profundización de la crisis volvió a cobrar relevancia la discusión sobre el rol de la desigualdad en los ingresos (particularmente su deterioro) como factor crucial en la toma de decisiones de los agentes económicos, con un consecuente fuerte impacto macroeconómico. Asimismo, entre los principales determinantes de la llamada crisis *subprime* aparecen otros factores que no son independientes y que podrían haber interactuado activamente con el aumento en la desigualdad. Nos referimos, en particular, a la mencionada profundización del sector financiero y al persistente deterioro de la cuenta corriente, el cual es parte necesaria de la discusión acerca de los desbalance globales. Como consecuencia de esto, la crisis puso en debate el triángulo causal entre el deterioro en la distribución, la fuerte expansión del crédito a nuevos sectores y el impacto negativo en las cuentas externas. Esta discusión política y académica cobra relevancia en EEUU por ser el país en el cual se origina la crisis y la principal economía mundial, expandiéndose luego internacionalmente. Por supuesto, es de gran relevancia indagar cuánto de estos fenómenos descriptos son particulares de algunas economías o, por el contrario, son generalizables a la mayoría de las economías avanzadas y emergentes.

Este trabajo se inserta dentro de un proyecto de investigación más amplio en el cual se indaga cómo las cuestiones distributivas se relacionan con las principales variables macroeconómicas y, en especial, con el sector externo de una economía abierta. En particular, analizaremos si el aumento de la desigualdad, junto con una intermediación financiera más amplia (representada por un aumento en el nivel de crédito) está asociado con un deterioro, *caeteris paribus*, de la cuenta corriente. Al mismo tiempo,

intentaremos determinar si la interacción entre esas variables está condicionada por las características estructurales y el estadio de desarrollo de la economía.

Utilizando un panel de datos de 28 países para el período 1970-2011, nuestros resultados confirman la necesidad de distinguir entre distribución funcional y personal del ingreso. Es decir, al analizar el impacto en el sector externo hay que considerar tanto la forma en que se distribuye el ingreso -salario versus beneficio y rentas- como su grado de concentración. Encontramos que una mayor participación del salario en el ingreso total está asociada a un deterioro de la cuenta corriente, tanto en países avanzados como en economías en desarrollo. Por otro lado, el impacto que tiene la distribución personal del ingreso en las cuentas externas no es homogéneo y depende del conjunto de países incluidos en la muestra. El ingreso apropiado por los individuos ubicados en el extremo superior de la pirámide –los top incomes-, tiene una fuerte relación negativa con la cuenta corriente para un grupo particular de economías avanzadas. Por otra parte, encontramos que este vínculo no es uniforme en las economías en desarrollo e incluso no sería generalizable para el conjunto de las economías avanzadas que conforman nuestra muestra. Más aún, en algunas regresiones los coeficientes estimados adquieren el signo opuesto, sugiriendo que un incremento de la desigualdad está asociado a una mejora del saldo de cuenta corriente, no a una reducción del mismo. Gran parte de estas diferencias pueden ser explicadas por la profundidad del sector financiero de cada país y también por otros factores idiosincrásicos, como las cuestiones estructurales y del modelo de crecimiento que afectan la relación entre estas variables.

En la siguiente sección revisaremos los argumentos teóricos por los cuales se sugiere que la distribución del ingreso puede afectar la cuenta corriente, repasando la literatura reciente más relevante. En la tercera sección describiremos nuestro panel de datos y la metodología econométrica empleada. La cuarta sección está dedicada al análisis de los resultados obtenidos, presentando en la quinta sección las conclusiones alcanzadas.

2. El vínculo entre Desigualdad, Cuenta Corriente y Sistema Financiero

La reciente crisis financiera internacional se dio en el contexto de una creciente concentración del ingreso en las principales economías avanzadas, lo que condujo a numerosos economistas a investigar el rol que desempeñan las cuestiones distributivas en estos episodios de inestabilidad sistémica. Es así que en los últimos años la

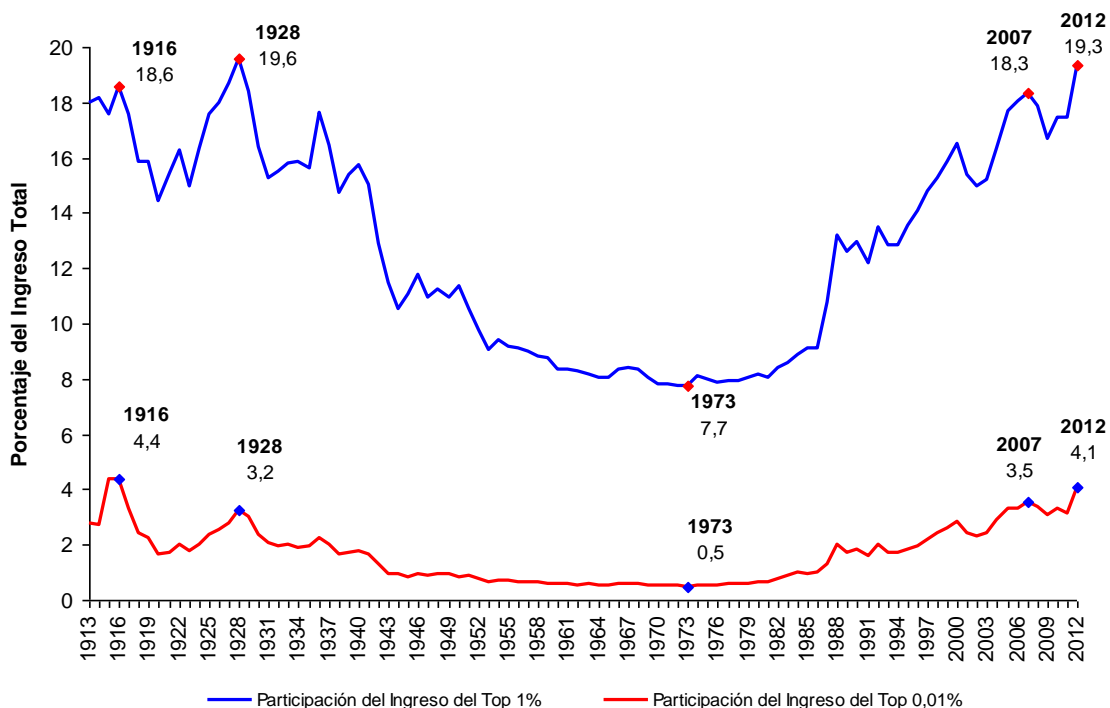
problemática de la desigualdad ha ganado un importante espacio en el debate académico, lo cual consideramos sumamente positivo. Sin embargo, nos interesa resaltar que gran parte de la literatura actual está fuertemente influenciada por la realidad económica y política de los EEUU, lo que significa que algunos de los impactos y mecanismos de transmisión sugeridos tienen una validez acotada, debido a ciertas características presentes en la economía norteamericana y probablemente otros países avanzados, pero difícilmente generalizables a los países en desarrollo. En este sentido, nuestro trabajo intenta enriquecer el debate actual considerando cómo las diferencias estructurales y el estadio de desarrollo influyen en la interrelación entre distribución del ingreso y cuentas externas de una economía.

La idea de que pueda existir algún vínculo entre un aumento de la concentración del ingreso y la crisis financiera surge de trabajos empíricos como el de David Moss (2009), quien encuentra una notable correlación entre quiebras bancarias, desregulación financiera y desigualdad del ingreso a lo largo de la historia de los EEUU. Según este autor, las crisis financieras fueron comunes antes de 1933 y no hubo prácticamente ninguna desde ese momento hasta la década de 1980. La desigualdad del ingreso habría seguido un patrón similar: un fuerte incremento antes de la gran depresión, valores mínimos entre las décadas del 40 y del 70, y un nuevo aumento a partir de los 80's. La forma más usual de analizar esto es con el gráfico de la porción del ingreso total absorbida por el Top 1% en los EEUU, el cual presenta máximos locales en 1928 y 2007, justo antes de las mayores crisis financieras del Siglo XX. Aunque como se observa en el Gráfico 1, los últimos datos disponibles muestran que el pico de 2007 ha sido superado por la desigualdad registrada en 2012. Vale la pena mencionar que, a partir de la traducción al inglés del libro '*Capital in the Twenty-First Century*', del economista francés Thomas Piketty, existe un intenso debate respecto de si la creciente desigualdad reflejada en el siguiente gráfico es una tendencia inherente del sistema capitalista o sólo una particularidad de la economía norteamericana. Si bien escapa a los objetivos de este trabajo intervenir en ese debate, recomendamos las intervenciones de Krugman (2014), Solow (2014), Summers (2014), Galbraith (2014) y Rogoff (2014), entre otros.

Numerosos autores han planteado que altos niveles de desigualdad están asociados con una mayor frecuencia y gravedad de los ciclos de auge y caída, haciendo que la economía se torne más volátil y vulnerable (Stiglitz (2013), Ostry et al. (2011),

Krugman (2013)). Los canales sugeridos para explicar esto son básicamente dos, el primero de los cuales plantea que la desigualdad, en combinación con los procesos de desregulación e innovación financiera, fomenta el endeudamiento. El segundo canal, más enfocado en la última crisis, esgrime que a través de sus efectos en la cuenta corriente la desigualdad contribuyó a la generación de los desbalances globales. Ambos mecanismos están íntimamente relacionados, razón por la cual, si bien nuestro análisis empírico se centrará en el segundo de ellos, el primero también será considerado.

Gráfico 1. Top Incomes, Estados Unidos (1913-2012)



Fuente: Elaboración propia en base a la World Top Incomes Database

Raghuram Rajan (2010a y 2010b) afirma que tanto en los años previos a la última crisis como en la de 1929, la creciente desigualdad generó fuertes demandas en los sectores medios y bajos. Sostiene que, dadas las limitaciones del sistema político norteamericano, la única respuesta que se pudo dar a este problema fue fomentar masivamente los créditos, lo cual si bien fue efectivo para sostener el consumo y el empleo, llevó el endeudamiento privado a niveles insostenibles. Comparte con Stiglitz (2012) la visión de que esto fue facilitado por la fuerte desregulación financiera impulsada por los sectores de alto poder adquisitivo en busca de mayor rentabilidad, pero aceptada por el resto de la sociedad ya que permitía canalizar fondos a aquellos cuyos ingresos quedaban rezagados. En efecto, nunca antes el acceso a la vivienda había sido tan amplio en la economía norteamericana y, de acuerdo a datos del Bureau of The

Census de los EEUU, la tasa de propietarios alcanzó un nivel record del 69% de los hogares en el año 2004, gracias a la fuerte expansión de los créditos hipotecarios.

Algunos autores postkeynesianos (Palley (2010), Goda (2013)) sostienen que la idea del crédito para aliviar presiones distributivas es complementaria a la de los ciclos *minskyanos*, donde la estabilidad genera un período de optimismo en el que se toman excesivos riesgos y se forman burbujas en los precios de los activos (Kregel (2008), Wray (2011)). En particular, Palley sostiene que, si bien el canal financiero *a lo Minsky* jugó un rol fundamental para sostener la demanda agregada, enfocarse exclusivamente en el mismo puede llevar a que la respuesta de política sea simplemente mayor regulación financiera, persistiendo los factores que contribuyeron a debilitar la demanda: estancamiento salarial y empeoramiento de la distribución del ingreso.

Una modelización sobre cómo la desigualdad puede desencadenar una crisis se encuentra en Kumhof y Ranciere (2010), quienes suponen una economía conformada por un 95% de trabajadores y un 5% de inversores, donde la distribución del ingreso entre ambas clases depende del poder de negociación relativo, el cual varía estocásticamente. Ante una caída en el poder de negociación, los salarios reales se reducen y los trabajadores necesitan endeudarse para evitar que su consumo caiga por debajo de cierto nivel. Los inversores son los encargados de otorgar los préstamos a cambio de una tasa de interés, lo que inicialmente tiene efectos expansivos en términos de inversión y producción agregada, pero eleva el nivel de endeudamiento general de la economía y la fragilidad total del sistema.

Como puede observarse, el mecanismo anterior depende de ciertas particularidades que pueden no estar presentes en todos los países: la existencia de un sistema financiero lo suficientemente desarrollado como para que los ricos financien el consumo de los demás sectores y un sistema político que permita la expansión sin límites de los préstamos y demás productos financieros. Pero adicionalmente, presenta algunos desafíos a las teorías tradicionales sobre el consumo y el ahorro basadas en el ingreso permanente. El supuesto de que la propensión marginal al ahorro crece con el nivel de ingreso implica que una transferencia regresiva del ingreso reduce los niveles de consumo agregados, por lo que la mayor desigualdad no podría explicar el boom del consumo y la espiral de endeudamiento para financiarlo. Pero en los últimos años han surgido una serie de argumentos basados en la *behavioral economics* que permiten explicar esta relación contraintuitiva entre ingreso y consumo. A continuación se

describen las dos teorías principales, la del consumo inercial y la de cascadas de consumo.

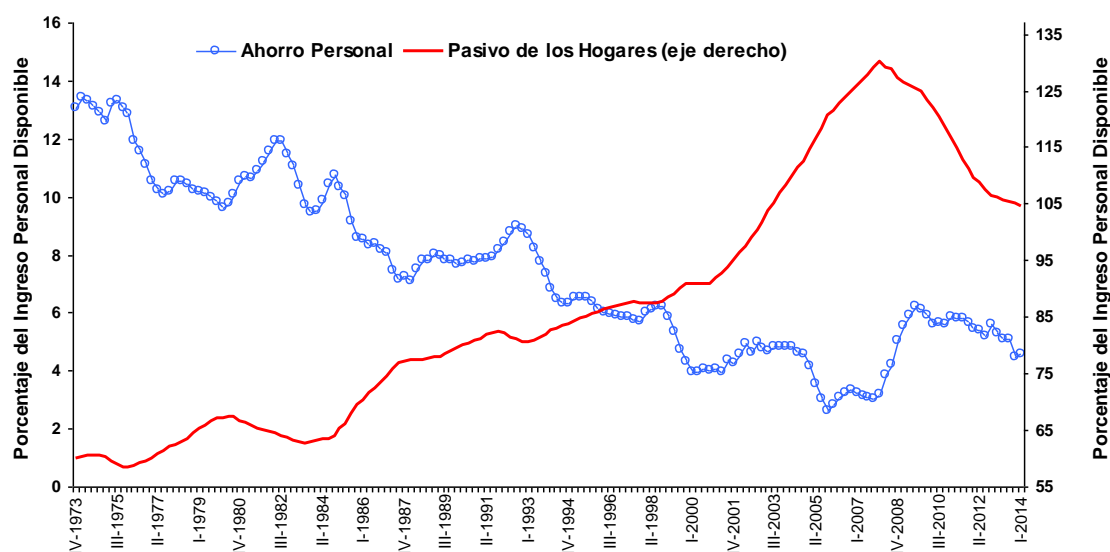
Algunos autores, como Barva y Pivetti (2009), rechazan la idea de que el consumo individual dependa del ingreso permanente y sostienen que guarda relación con los niveles de consumo adquiridos previamente. Es decir, cuando se produce una pérdida de ingresos, los individuos tratan de mantener el nivel de consumo previo y, de no disponer de ahorros, recurren al crédito. Esta idea explica el surgimiento de la demanda que, tal como sostienen Rajan y Stiglitz, presiona al sector político para que estimule la oferta de créditos a los sectores medios y bajos. El resultado final es que, si la creciente desigualdad incrementa el ingreso de los ricos a expensas del resto de la sociedad, las clases altas consumirán más pero no se producirá una baja en el consumo de los demás sectores, por lo que el consumo agregado será más elevado.

Otro autor que cuestiona los modelos tradicionales de consumo basados en la hipótesis del ingreso permanente es Robert Frank (2005), quien afirma que la utilidad individual no depende solamente del consumo absoluto sino también del consumo relativo respecto a algún grupo de referencia. Juliet Schor (2005) coincide al afirmar que el gasto en consumo se ajusta a las situaciones sociales del individuo: si alguien se relaciona y compara con personas de mayor ingreso, gastará más y ahorrará menos. Estas externalidades desde los sectores altos a los medios y bajos dan lugar a las llamadas cascada de consumo: cuando se incrementa el consumo en el extremo superior de la pirámide, se elevan las aspiraciones de consumo en todos los estratos sociales ubicados debajo de ella. Es así que un individuo desea elevar su nivel de consumo sin que se hayan modificado sus ingresos, sólo como respuesta al mayor consumo de los sectores altos. Y si puede acceder al crédito, el nivel de ingreso individual pierde relevancia a la hora de explicar el consumo de los sectores medios y bajos ya que se lo puede reemplazar o al menos complementar con endeudamiento. La desregulación financiera potencia estas denominadas cascadas de consumo, las cuales a su vez se vuelven más importantes cuánto más arriba de la pirámide se comience a producir el contagio de los patrones de consumo. Es por eso que cuando el aumento de la desigualdad se refleja en el ingreso apropiado por los primeros percentiles de la pirámide, el resultado final puede ser un mayor nivel de endeudamiento y de consumo agregado.

Las teorías respecto a las cascadas de consumo tienen una implicancia relevante en el terreno empírico ya que, para captar su efecto, la utilización de indicadores de concentración del ingreso en los top incomes es más apropiada que la de indicadores de desigualdad más globales. En este sentido, Behringer y van Treeck (2013) afirman que el coeficiente Gini es relativamente insensible a cambios en las colas de la distribución, por lo que los *top incomes* son claramente preferibles para detectar los efectos de la desigualdad en el ahorro o en la cuenta corriente. Es decir que los trabajos que desde hace años vienen realizando Piketty, Atkinson, Saez y Alvaredo para la construcción de la *World Top Incomes Database* han tenido y tendrán un gran impacto en la literatura empírica al permitir analizar ciertas cuestiones que permanecen ocultas cuando se utilizan otros indicadores de desigualdad.

Para el caso de EEUU, Frank y Levine (2010) presentan evidencia de la existencia de las cascadas de consumo, mientras que Bertrand y Morse (2013) estiman que durante los 2000 los hogares de ingresos medios norteamericanos hubieran ahorrado entre 2,6 y 3,2 puntos porcentuales adicionales si no se hubiese acelerado el ingreso en los estratos más altos. Pero la evidencia para otros países no es tan concluyente. Leigh y Posso (2009) estudian 11 países desarrollados encontrando una relación negativa entre ahorro nacional y concentración del ingreso en los Top 1% y Top 10% cuando estiman sus regresiones mediante POLS, pero esta relación deja de ser significativa cuando se cambia la metodología econométrica y se opta por la de efectos fijos.

Gráfico 2. Endeudamiento y Ahorro de las familias, Estados Unidos. Promedios móviles de cuatro trimestres (1973-2014)



Fuente: Elaboración propia en base a datos de la Reserva Federal de Saint Louis, EEUU.

En resumen, tanto las teorías acerca del consumo inercial como las cascadas de consumo identifican a la creciente desigualdad de ingresos como la causa de una tendencia declinante en la tasa de ahorro en los hogares que se hallaría compensada por un mayor endeudamiento. Estas tendencias han sido particularmente marcadas en los EEUU hasta el momento en que se desencadenó la crisis financiera, tal como se observa en el Gráfico 2.

Respecto a la discusión sobre si la desigualdad contribuyó a la gestación de la última crisis financiera, algunos autores sugieren que facilitó la aparición de grandes desequilibrios en la cuenta corriente de las economías más relevantes a nivel global. En este sentido, existe una extensa literatura que discute la relación entre estos desbalances globales y las vulnerabilidades que desencadenaron la crisis financiera internacional (Obstfeld y Rogoff (2009), Gros (2009), Borio y Disyatat (2011)). Esta cuestión no está desvinculada de la relación desigualdad-ahorro ya que la cuenta corriente se puede considerar como la diferencia entre ahorro doméstico y tasa de inversión.

La modelización propuesta por Kumhof *et al.* (2012) es una extensión para economías abiertas de la descrita previamente. Entonces, la secuencia se inicia con que la mayor desigualdad incrementa el ingreso de las clases altas, el cual se vuelca en orden decreciente hacia mayores préstamos a los sectores medios y bajos, consumo e inversión en capital físico. Los autores añaden que los trabajadores también pueden obtener financiamiento externo, tal vez no de manera directa pero sí mediante la intermediación de los inversores domésticos. Aquí nos interesa resaltar que la presencia de inversores externos en el sistema financiero doméstico es el canal más directo por el cual el resto del mundo puede financiar a los consumidores locales. Es así que la demanda de los trabajadores no disminuye o lo hace en menor medida que lo que aumenta la demanda de los sectores altos. El resultado neto es una mayor demanda agregada, mayores niveles de deuda, mayores servicios de deuda y un empeoramiento del saldo de cuenta corriente. En este sentido, Kumhof *et al.* (2012) coinciden con Rajan (2010a) y Stiglitz (2012) respecto a que la respuesta política suele ser no enfrentar las causas de la desigualdad sino atenuar temporalmente sus consecuencias a través del crédito con condiciones muy favorables y la desregulación financiera, respuesta que puede ser eficiente desde la racionalidad del político sujeto a los ciclos electorales de corto plazo. Más aun, la desregulación financiera genera un estímulo adicional al endeudamiento de los trabajadores y a la demanda agregada, al mismo tiempo que

reduce la acumulación de capital, la oferta agregada y el PIB potencial, dado que los inversores se inclinan por activos financieros en lugar de activos reales. Todo esto resulta en una presión adicional sobre la cuenta corriente.

Kumhof *et al.* (2012) encuentran evidencia a favor de sus hipótesis para una muestra de 18 países miembros de la OECD durante el período 1968-2006. Afirman que la magnitud del efecto de la concentración del ingreso en los top incomes en la cuenta corriente es muy grande, al punto de poder explicar prácticamente todo el deterioro de la cuenta corriente del Reino Unido en el período de análisis. Si bien la muestra de estos autores no incluye países emergentes, en su modelización sostienen que los grandes superávits de algunas economías en desarrollo también pueden explicarse por el aumento de la desigualdad, dado que los mercados financieros domésticos no permiten que el mayor ahorro de los sectores altos se canalice hacia el financiamiento de los sectores medios y bajos, quienes se ven obligados a ajustar sus niveles de consumo. Es así que recomiendan reducir la desigualdad de ingresos, lo cual ayudaría a equilibrar tanto los déficits de las economías avanzadas como los superávits de los emergentes.

La profundidad del sistema financiero es muy relevante para explicar el impacto de la desigualdad en la cuenta corriente pero esto todavía no se halla correctamente reflejado en la literatura empírica. Un intento de avanzar en esta dirección es el trabajo de Al-Hussami y Remesal (2012), quienes incluyen en sus regresiones, además de una serie de variables de control, tres variables principales: desigualdad, una medida de liberalización financiera y un término de interacción entre ambas. De esta forma, esperan obtener evidencia para su hipótesis respecto a que el deterioro de la cuenta corriente está asociado con una mayor desigualdad de ingresos sólo cuando la liberalización financiera es relativamente alta, pero no cuando es relativamente baja. A tal efecto, construyen un panel desbalanceado de 22 países para el período 1970-2007 y realizan estimaciones tanto mediante POLS como con Efectos Fijos. En el primer caso, encuentran que el coeficiente asociado al Top 1% es altamente significativo y de signo negativo, indicando que un aumento de la concentración del ingreso repercute negativamente en el saldo de cuenta corriente. Adicionalmente, el término de interacción también es significativo, aunque deja de serlo en cuanto se modifica la muestra de países seleccionados. Pero al repetir las estimaciones utilizando Efectos Fijos, el Top 1% deja de ser significativo, incluso cuando no se incluye el término de interacción, y en algunas regresiones hasta cambia de signo. Los autores argumentan

que esta falta de robustez en los resultados puede estar indicando que la especificación utilizada no ha sido capaz de captar la interacción entre desigualdad y sistema financiero.

Un importante aporte en esta línea de estudio es el que realizan Behringer y van Treeck (2013), quienes resaltan la necesidad de incorporar en el análisis a la distribución funcional del ingreso además de los indicadores de top incomes. Rechazan los supuestos de los modelos de equilibrio general en los que, dado que las firmas son finalmente propiedad de los individuos, con mercados de capitales perfectos y en ausencia de problemas de principal-agente, la distribución del ingreso entre hogares y firmas no tiene influencia en los niveles de consumo e inversión. Por el contrario, sostienen que el llamado *velo corporativo* juega un rol importante en las decisiones financieras y de consumo de firmas y hogares. La diferencia entre las ganancias de capital realizadas y las devengadas es relevante para estos autores, lo cual introduce gran volatilidad en el ingreso personal esperado. Afirman que el modelo de cascadas de consumo predice que el ahorro personal cae mucho más fuerte cuando las firmas distribuyen el excedente productivo entre individuos ricos por medio de salarios, bonus o dividendos, que cuando estos mismos individuos acumulan activos financieros. Entonces, concluyen que un mayor ingreso corporativo a expensas del ingreso de los hogares afecta negativamente a la demanda, dado que la propensión marginal a gastar es mayor en los hogares que en las firmas. Es así que para estos autores, la concentración del ingreso en los top incomes puede contribuir al deterioro de la cuenta corriente, pero la caída de la participación del salario en el ingreso total puede explicar los abultados superávits de algunos países, particularmente China y Alemania, aunque por distintos motivos.

Los autores realizan estimaciones tanto para los miembros del G7 como para un panel desbalanceado de 20 países en el período 1972-2007, utilizando distintos indicadores de distribución personal y funcional del ingreso. Encuentran un fuerte vínculo negativo entre los top incomes y el saldo de cuenta corriente, siendo mucho más débil este efecto cuando se utiliza el coeficiente Gini. Sus resultados también sugieren que una caída de la participación salarial en el ingreso nacional está asociada con una mejora en la cuenta corriente, aunque la magnitud del efecto depende del indicador de distribución funcional utilizado.

Nuestro trabajo continúa las líneas de investigación de Kumhof *et al.* (2012), Al-Hussami y Remesal (2012) y Behringer y van Treeck (2013). Nos interesa determinar

Nuestra segunda hipótesis consiste en resaltar la centralidad del sistema financiero como intermediario entre las cuestiones distributivas y las decisiones de ahorro-consumo. En especial, sostenemos que la desregulación e innovación financiera explica gran parte del crédito al consumo destinado a satisfacer las demandas de los sectores menos favorecidos, por lo que es necesario diferenciar entre los préstamos provenientes del sistema bancario de aquel ofrecido por otras instituciones financieras. Pero el nivel de crédito no es el único factor que puede afectar la relación entre desigualdad y sector externo. Los determinantes tradicionales de la cuenta corriente tales como la estructura demográfica, el stock de riqueza acumulada, el grado de desarrollo económico y otros factores idiosincrásicos, también poseen un efecto en las decisiones de ahorro/consumo y en su impacto en la balanza de pagos.

3. Descripción de las Variables y Estrategia Econométrica.

Consideramos que el tamaño del sector financiero, medido a través del ratio crédito/PIB es determinante a la hora de explicar el vínculo entre desigualdad y saldo de cuenta corriente, aunque también suponemos la existencia de otros factores adicionales que afectan esta relación. Esto ya estaba implícito en la argumentación que realizan Behringer y van Treeck (2013) para explicar los superávits de cuenta corriente en China y Alemania. En efecto, en su explicación recurren a elementos propios del proceso histórico de China, como las distorsiones surgidas del proceso de transición desde una economía planificada a una de mercado, o a la idiosincrasia propia de las relaciones laborales y estructura de propiedad de las empresas alemanas. Entendemos que diversos factores institucionales y hasta culturales pueden tener una influencia relevante en, por ejemplo, la propensión a ahorrar en activos externos en lugar de domésticos o en la tendencia a replicar el consumo de otros estratos sociales, repercutiendo en las tasas de inversión y en el saldo de cuenta corriente. Gran parte de estos factores son inobservables o difíciles de asociar a una variable en particular, como podría ser el tamaño del sistema financiero. Dado que contamos con una muestra de países más grande que la utilizada previamente en la literatura, nos inclinamos por analizar el vínculo entre desigualdad y cuenta corriente para grupos de países con distintas características estructurales. En particular, nos centraremos en el análisis de economías avanzadas versus economías en desarrollo, aunque también analizaremos si la relación entre estas variables es igual en todos los países avanzados. Es verdad que las economías desarrolladas suelen tener sistemas financieros más sofisticados y profundos

que las emergentes, pero esta no es la única diferencia entre ambos grupos de países. Consideramos que dividir el panel en dos grupos es una mejor manera de captar estas diferencias estructurales que introducir una gran cantidad de variables adicionales en el modelo econométrico.

Nuestro punto de partida es un panel de datos desbalanceado de 28 países avanzados y emergentes² para el período 1970-2011, el cual incluye y amplía las muestras utilizadas por estudios previos. La selección de estos países obedece a que para todos ellos existen datos de desigualdad en la *World Top Income Database*, los cuales son claves a la hora de identificar el efecto del contagio de los patrones y niveles de consumo de los sectores altos a los medios y bajos, tal como sugiere la literatura reciente.

El modelo de Cuenta Corriente a estimar es el siguiente:

$$CC_{it} = \alpha + \beta_1 dist_personal_{it} + \beta_2 dist_funcional_{it} + \beta_3 credito_bancario_{it} + \beta_4 credito_oif_{it} + \beta_5 X_{it} + \varepsilon_{it}$$

Donde CC_{it} es el saldo de cuenta corriente en porcentaje del PBI, $dist_personal_{it}$ es un indicador de desigualdad personal de ingresos, $dist_funcional_{it}$ es la participación salarial en el ingreso total de la economía, $credito_bancario_{it}$ y $credito_oif_{it}$ son los ratios de crédito otorgado al sector privado por bancos y otras instituciones financieras, respectivamente, sobre PBI. Entre las variables de control representadas por X_{it} , se encuentran los principales determinantes tradicionales de la cuenta corriente mencionados en la literatura: balance fiscal (% PBI), posición neta de activos externos (% PBI), PBI per cápita relativo y variables demográficas. A continuación, se describen todas estas variables y se señala el efecto esperado en el saldo de cuenta corriente de acuerdo a la teoría económica.

Balance Fiscal (% PBI). Esta variable usualmente se considera como un determinante de la cuenta corriente, aunque el signo de su coeficiente asociado puede ir en uno u otro sentido. Como señalan Behringer y van Treeck (2013), un mayor saldo fiscal como resultado de un menor gasto o mayores impuestos reduce el ingreso disponible y el consumo agregado, impactando positivamente en la cuenta corriente. Pero los autores advierten que si los agentes privados respetan la *equivalencia Ricardiana*, un mayor

² Los 28 países incluidos son: Alemania, Argentina, Australia, Canadá, China, Colombia, Dinamarca, España, Estados Unidos, Finlandia, Francia, India, Indonesia, Irlanda, Italia, Japón, Malasia, Mauricio, Noruega, Nueva Zelanda, Países Bajos, Portugal, Reino Unido, Singapur, Sudáfrica, Suecia, Suiza y Uruguay.

déficit fiscal es acompañado por un mayor ahorro privado y por lo tanto es neutro. Los datos aquí utilizados provienen de distintas fuentes: World Economic Outlook Database (IMF), OECD Economic Outlook Database y de la Annual Macro-Economic Database de la Comisión Europea (AMECO).

Posición Neta de Activos Externos (% PBI). El signo asociado al coeficiente de esta variable también puede ser positivo o negativo. Por un lado, países con un nivel de activos externos relativamente alto pueden sostener déficits comerciales por períodos prolongados. Pero, al mismo tiempo, estos países obtienen mayores flujos de ingresos primarios desde el exterior, por lo que la mejora en la cuenta de rentas puede compensar o no un deterioro en la balanza comercial, siendo incierto el resultado total en la cuenta corriente. Las series aquí utilizadas provienen de la *External Wealth of Nations Dataset*, calculadas por Lane y Milesi-Ferretti (2007), cuya versión online está actualizada hasta el año 2012.

PBI a Paridad de Poder Adquisitivo (PPA) per cápita relativo a EEUU. Esta variable intenta captar los efectos de los procesos de desarrollo económico. Si se anticipa una convergencia, los agentes privados de países poco desarrollados pueden elevar el endeudamiento externo para suavizar su consumo de largo plazo, impactando negativamente en la cuenta corriente. Del mismo modo, se espera que la productividad del capital sea mayor en los países con menor stock de capital, por lo que los países menos avanzados deberían ser importadores netos de capital e incurrir en déficits de cuenta corriente. Para esta variable, se utilizaron datos de la Penn World Table.

Variabes Demográficas. De acuerdo a las hipótesis del ciclo de vida, una mayor proporción de población económicamente inactiva reduce los ahorros impactando negativamente en la cuenta corriente, dado que los jóvenes y ancianos son consumidores netos. De todas formas, diversos factores pueden influir para que la población mayor continúe ahorrando: deseo de dejar herencia, incertidumbre respecto a la expectativa de vida y a los gastos en los que se tendrá que incurrir. Es por eso que para captar mejor estos efectos se utilizaron dos ratios de dependencia distintos, ambos provenientes de la base World Development Indicators del Banco Mundial. Por un lado, se consideró la población joven, de entre 0 y 14 años, mientras que el segundo ratio corresponde a la población de más de 65 años. Para ambos ratios, el denominador es la población de entre 15 y 64 años.

Crédito al Sector Privado (% PBI). Los efectos del tamaño del sector financiero en la cuenta corriente también son ambiguos. Por un lado, pueden permitir que el financiamiento de la inversión sea más eficiente, induciendo un mayor ahorro y un mayor saldo de cuenta corriente. Por otro lado, como se ha descrito en secciones anteriores, la relajación de las restricciones crediticias permite que sectores de ingresos medios y bajos eleven sus niveles de consumo, impactando negativamente en la cuenta corriente. De todas formas, este impacto debería ser temporal ya que en un determinado momento se necesitará reducir el consumo para pagar las deudas contraídas. Para que el mayor consumo se sostenga en el tiempo es necesario que se sigan incorporando nuevos sectores de la población al sistema financiero. El proceso de desregulación financiera suele estar asociado con un crecimiento del crédito proveniente de instituciones no bancarias, tales como sociedades de inversión, instituciones de seguros, fondos de pensiones, cooperativas de ahorro y préstamos, entre otras. Es por eso que el rol del sector financiero se intentará medir mediante dos ratios: crédito privado proveniente de Bancos y crédito privado proveniente de Otras Instituciones Financieras, ambos en porcentaje del PBI. La fuente de las series ha sido el Financial Development and Structure Dataset del Banco Mundial.

Distribución Funcional del Ingreso. Si suponemos que los trabajadores tienen una propensión marginal a gastar mayor que la de las firmas y la de sus propietarios, la participación del salario en el ingreso debería hallarse asociada negativamente con la cuenta corriente. Aquí se utilizaron las series estimadas por Karabarbounis, L y Neiman, B. (2013).

Distribución Personal del Ingreso. La idea tradicional keynesiana sugiere que si empeora la distribución del ingreso, se produce un mayor ahorro agregado y mejora el saldo de cuenta corriente, dada la mayor propensión al consumo de los sectores medios y bajos. Pero la literatura reciente sugiere que el consumo de estos últimos no se reduce ante una caída de sus ingresos, pudiendo incluso elevarse ante un mayor consumo de las clases altas, por lo que el ahorro y el saldo de cuenta corriente disminuirían ante una peor distribución del ingreso. Se utilizaron estimaciones de concentración del ingreso recopilados en la World Top Incomes Database: Top 1%, Top 0,1% y Top 0,01%. Para Argentina, las estimaciones publicadas en la citada base sólo llegan hasta 2004, por lo que se replicó la metodología empleada por Alvaredo (2007 y 2010), autor de las mismas, para extender las series hasta 2011. También se utilizó el Coeficiente de Gini

como indicador de desigualdad, cuyas series fueron obtenidas de The Standardized World Income Inequality Database.

Cuenta Corriente (%PBI). Las series de la variable dependiente provienen de la *External Wealth of Nations* Dataset, calculadas por Lane y Milesi-Ferretti (2007) y actualizadas por los mismos autores hasta 2011.

Antes de incluir en la misma regresión indicadores de distribución funcional y personal del ingreso, realizamos un análisis de las correlaciones entre ellas, las cuales se muestran en la Tabla 1.

Tabla 1. Análisis de Correlación entre las variables de desigualdad

	Participación Salarial	Top 1%	Top 0,1%	Top 0,01%	Gini
Participación Salarial	1				
Top 1%	-0,045	1			
Top 0,1%	0,005	0,947	1		
Top 0,01%	0,047	0,875	0,976	1	
Gini	-0,375	0,754	0,625	0,509	1

Observamos que la participación del salario en el ingreso no correlaciona con los top incomes y sólo correlaciona levemente con el coeficiente de Gini, por lo que al incluir simultáneamente estas variables en las regresiones no estaríamos repitiendo información. Sí existe una alta correlación entre los top incomes y el coeficiente de Gini, por lo que se utilizarán de manera alternativa. Por último, vemos que los tres indicadores de top incomes considerados se comportan de manera muy similar, por lo que sólo utilizamos los dos extremos: Top 1% y Top 0,01%.

Tal como se recomienda en la literatura, de forma tal de eliminar los factores comunes en la dimensión de corte transversal, todas las variables fueron descentradas utilizando el PBI como ponderador³. Las estimaciones que se presentan en la próxima sección

³ Al igual que en Al-Hussami y Remesal (2012) y Behringer y van Treeck (2013), el descentrado se realizó mediante la siguiente fórmula:

$$\tilde{X}_{it} \equiv X_{it} - \frac{\sum_{i=1}^J PBI_{it} X_{it}}{\sum_{i=1}^J PBI_{it}}$$

Donde X_{it} es la variable original, \tilde{X}_{it} es la variable descentrada, PBI_{it} es el PBI a valores corrientes extraído de la *External Wealth of Nations* Dataset de Lane y Milesi-Ferretti (2007), el subíndice i hace referencia al país y t al año.

fueron estimadas por Pooled OLS (POLS), aunque en el anexo se realiza un análisis de robustez repitiendo las regresiones con Efectos Fijos. Estas metodologías fueron utilizadas en la literatura previa, por lo que los resultados son comparables.

4. Resultados.

En primer lugar, estimamos el modelo para el panel completo de 28 países. Como se observa en la Tabla 2, la distribución funcional del ingreso es un determinante muy significativo de la cuenta corriente: una mayor participación del salario en el ingreso total de la economía está asociada con un deterioro del saldo de cuenta corriente. El valor del coeficiente y su significatividad prácticamente no se modifican si se incluyen o no indicadores de distribución funcional del ingreso en las regresiones.

Tabla 2. Resultados para el Panel de 28 países (POLS)

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
	cc	cc	cc	cc	cc	cc	cc
saldo_fiscal	0.272*** (5.80)	0.183*** (3.92)	0.096* (1.76)	0.220*** (4.92)	0.226*** (4.69)	0.158*** (2.68)	0.263*** (5.62)
dep_mayor	0.002 (0.05)	-0.098* (-1.70)	0.091 (1.49)	-0.122** (-2.03)	-0.089 (-1.58)	-0.012 (-0.18)	-0.074 (-1.18)
dep_joven	-0.167** (-2.56)	-0.042 (-0.75)	-0.111* (-1.73)	-0.023 (-0.43)	-0.194** (-2.53)	-0.356*** (-3.23)	-0.131* (-1.93)
pib_relativo	0.428 (0.29)	2.153 (1.62)	-2.223 (-1.24)	-0.477 (-0.35)	1.284 (0.85)	-4.170 (-1.47)	-0.497 (-0.33)
pnae	0.067*** (15.79)	0.076*** (18.68)	0.050*** (5.18)	0.081*** (18.25)	0.066*** (15.71)	0.042*** (4.07)	0.071*** (14.45)
cred_ban	-0.009 (-1.35)	-0.017** (-2.56)	-0.002 (-0.30)	-0.014** (-2.19)	-0.018** (-2.60)	-0.011 (-1.25)	-0.012* (-1.75)
cred_oif	-0.033*** (-4.24)	-0.045*** (-5.86)	-0.043*** (-5.13)	-0.035*** (-4.61)	-0.032*** (-4.00)	-0.026*** (-2.72)	-0.028*** (-3.36)
part_salarial	-0.096*** (-3.01)				-0.122*** (-3.92)	-0.104*** (-3.49)	-0.086*** (-2.66)
top1		-0.338*** (-3.70)			-0.260** (-2.59)		
top0_01			0.158 (0.36)			0.082 (0.16)	
gini				-0.178*** (-3.37)			-0.106* (-1.85)
_cons	1.216*** (5.31)	0.922*** (4.35)	0.580*** (2.78)	0.525*** (2.69)	1.534*** (6.49)	1.025*** (3.59)	1.096*** (4.63)
N	233	256	184	271	221	158	233
adj. R ²	0.821	0.800	0.454	0.791	0.842	0.539	0.823

Estadístico *t* se reporta entre paréntesis. *, ** y *** indican el rechazo de la hipótesis nula con un nivel de significatividad del 10%, 5% y 1%, respectivamente.

Los parámetros estimados para el Top 1% y el coeficiente de Gini resultan negativos y muy significativos, pero la relación se invierte para el Top 0,01%, aunque sus coeficientes son no significativos. Es decir, el vínculo entre distribución personal del ingreso y cuenta corriente es menos robusto que el existente entre esta última y la distribución funcional del ingreso.

Por otro lado, a mayor nivel de crédito menor es el saldo de cuenta corriente, en especial cuando el crédito proviene de otras instituciones financieras. En cuanto a las variables de control, el saldo fiscal y los activos netos externos están asociados de manera positiva con la cuenta corriente. Cuando se incluyen ambas variables distributivas (modelos 5 a 7), los ratios demográficos tienen un coeficiente negativo, en línea con las hipótesis del ciclo de vida, aunque sólo el asociado a la población joven resulta ser significativo. Por último, el PBI per cápita relativo no tiene signo definido y no es significativo en ningún caso.

La falta de robustez de los resultados para la distribución personal del ingreso coincide con nuestra hipótesis respecto a que su vínculo con la cuenta corriente depende de factores estructurales. Por lo tanto, es probable que en nuestra muestra de 28 países se mezclen aquellos donde existe una relación positiva con aquellos en donde la relación es negativa. Es por este motivo que nos interesa saber cuánto difieren los resultados cuando dividimos el panel entre economías avanzadas y emergentes. Siguiendo la clasificación utilizada por el FMI, este último grupo queda conformado por los siguientes 9 países: Argentina, China, Colombia, India, Indonesia, Malasia, Mauricio, Sudáfrica y Uruguay. Los restantes 19 países constituyen las economías avanzadas, para las cuales se presentan las estimaciones del modelo en la Tabla 3.

Nuevamente, la participación del salario en el ingreso total está asociada de forma negativa y significativa con la cuenta corriente. Adicionalmente, el valor del coeficiente estimado para esta variable se mantiene estable cuando se incluyen los indicadores de top incomes, lo cual indica la robustez de este resultado. El valor del parámetro sólo disminuye levemente en las regresiones que incluyen el coeficiente de Gini, seguramente como consecuencia de la leve correlación detectada entre estas variables en la sección anterior. Por otro lado, a diferencia de lo que ocurría con el panel completo, aquí sí resulta posible identificar una relación negativa entre concentración del ingreso y saldo de cuenta corriente. Tanto para los top incomes como para el Gini, los coeficientes estimados son negativos y tienen una significatividad que en cinco de

las seis regresiones alcanza el 99%. En particular, los coeficientes asociados al Top 0,01% son de una magnitud muy superior a los del Top 1%, los cuales son similares a los estimados para el Gini. Este resultado es compatible con la hipótesis de la existencia de cascadas de consumo, en el sentido de que un mayor ingreso y consumo en el extremo superior de la pirámide desencadena un aumento del consumo en los estratos inferiores. Aunque también puede plantearse como hipótesis alternativa la existencia de consumo suntuario y de alto componente importado en los sectores de mayor ingreso.

Tabla 3. Resultados para el Panel de 19 economías avanzadas (POLS)

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
	cc	cc	cc	cc	cc	cc	cc
saldo_fiscal	0.345*** (7.46)	0.289*** (6.00)	0.205*** (5.09)	0.287*** (6.41)	0.320*** (6.56)	0.222*** (5.08)	0.330*** (7.42)
dep_mayor	0.024 (0.52)	-0.110* (-1.67)	-0.180*** (-3.14)	-0.218*** (-3.30)	-0.057 (-0.92)	-0.168*** (-2.88)	-0.188*** (-2.79)
dep_joven	-0.119 (-1.13)	0.057 (0.70)	0.004 (0.07)	0.021 (0.27)	-0.069 (-0.63)	-0.030 (-0.32)	-0.157 (-1.54)
pib_relativo	-1.922 (-0.99)	-1.614 (-0.77)	-6.556*** (-3.64)	-2.402 (-1.24)	-0.832 (-0.41)	-4.110* (-1.77)	-1.553 (-0.83)
pnae	0.067*** (17.10)	0.077*** (19.66)	0.066*** (8.95)	0.088*** (19.52)	0.069*** (17.19)	0.056*** (7.33)	0.078*** (17.12)
cred_ban	-0.010 (-1.43)	-0.011 (-1.48)	-0.013** (-2.19)	-0.018** (-2.53)	-0.010 (-1.39)	-0.009 (-1.42)	-0.019*** (-2.65)
cred_oif	-0.033*** (-4.14)	-0.029*** (-3.01)	-0.004 (-0.46)	-0.023*** (-2.61)	-0.024** (-2.59)	0.000 (0.03)	-0.017** (-1.99)
part_salarial	-0.096*** (-2.99)				-0.092*** (-2.86)	-0.097*** (-4.13)	-0.075** (-2.39)
top1		-0.364*** (-2.92)			-0.247** (-2.08)		
top0_01			-2.275*** (-4.65)			-2.357*** (-4.36)	
gini				-0.320*** (-4.83)			-0.268*** (-4.17)
_cons	1.164*** (5.48)	0.697*** (3.35)	0.714*** (4.03)	0.216 (0.95)	1.115*** (5.25)	1.048*** (5.25)	0.655*** (2.76)
N	188	216	157	217	187	136	188
adj. R ²	0.881	0.847	0.698	0.858	0.882	0.751	0.891

Estadístico *t* se reporta entre paréntesis. *, ** y *** indican el rechazo de la hipótesis nula con un nivel de significatividad del 10%, 5% y 1%, respectivamente.

Conservan el signo negativo los indicadores del sector financiero, siendo más significativo el crédito proveniente de otras instituciones financieras, el cual se hallaría más vinculado a los procesos de liberalización financiera que el crédito bancario. Para las variables de control, persiste la asociación positiva de la cuenta corriente con los

activos netos externos y el saldo fiscal, siendo mayor el coeficiente de esta última variable para las economías avanzadas que para el panel de 28 países. También conservan el signo negativo los ratios de dependencia poblacional, aunque para los países avanzados es más significativo el coeficiente asociado a la población mayor que el de la población joven. Este resultado justifica nuestra decisión de separar las muestras ya que estaría reflejando el hecho de que son países con población relativamente más envejecida que la de los países emergentes. El PBI per cápita relativo tiene un coeficiente negativo en todas las regresiones, aunque sólo es significativo al 95% en una de ellas.

Los resultados cambian notablemente cuando estimamos el modelo para el panel de economías emergentes, tal como se resume en la Tabla 4. Se observa que la relación entre variables distributivas y cuenta corriente no es tan directa para este conjunto de países. La participación del salario conserva siempre el signo negativo, aunque sólo es altamente significativa cuando se incluye al Top 0,01% en la regresión. Este resultado convalida la idea de que los trabajadores ahorran menos que el sector empresario a la vez que confirma la necesidad de incluir en las regresiones tanto indicadores de distribución funcional como personal del ingreso. Aunque en el caso de esta última, en ninguna regresión los coeficientes alcanzan una significatividad del 95% y en una de ellas el signo es positivo. Aquí se confirma lo que habíamos hallado para el panel completo de 28 países: el vínculo entre distribución funcional del ingreso y cuenta corriente es mucho más robusto que el existente entre esta última y la distribución personal del ingreso.

El crédito bancario al sector privado es altamente significativo y con coeficiente negativo, tal como se observaba en las Tablas 2 y 3. Por otro lado, sorprende el signo positivo en los coeficientes asociados al crédito proveniente de otras instituciones financieras, tal vez sugiriendo que el desarrollo del sector financiero en los países emergentes está asociado con una inversión más eficiente y una mayor oferta de instrumentos de ahorro, no con el financiamiento del consumo como sí parece ocurrir en las economías avanzadas. Respecto al resto de las variables, observamos que el signo de los coeficientes asociados al balance fiscal cambia, sugiriendo una relación negativa con la cuenta corriente. Los activos netos externos siguen mostrando una asociación positiva con la cuenta corriente, aunque con un menor grado de significatividad. En cuanto a las variables demográficas, los coeficientes son negativos pero aquí el ratio de dependencia

asociado a la población joven es el más significativo, a diferencia de lo que ocurría con los países avanzados, reflejando poblaciones relativamente más jóvenes. El PIB per cápita relativo también resulta negativo y significativo.

Tabla 4. Resultados para el Panel de 9 economías emergentes (POLS)

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
	cc	cc	cc	cc	cc	cc	cc
saldo_fiscal	-0.893*** (-4.83)	-0.830*** (-3.73)	-0.504** (-2.25)	-0.683*** (-3.94)	-0.857*** (-3.43)	-0.465** (-2.73)	-0.888*** (-4.66)
dep_mayor	-0.392* (-2.01)	-0.588* (-2.01)	-0.051 (-0.14)	-0.491** (-2.62)	-0.102 (-0.16)	0.184 (0.37)	-0.406* (-1.83)
dep_joven	-1.175*** (-4.32)	-0.519 (-1.27)	-1.254*** (-4.14)	-0.782*** (-3.49)	-1.184* (-1.76)	-1.537*** (-4.37)	-1.190*** (-4.01)
pib_relativo	-93.195*** (-3.38)	-8.692 (-0.29)	-102.009*** (-3.22)	-34.560** (-2.40)	-108.513 (-1.26)	-169.313** (-2.31)	-94.470*** (-3.22)
pnae	0.097** (2.64)	0.052 (1.28)	0.009 (0.18)	0.079** (2.47)	0.102 (1.68)	0.046 (0.90)	0.093** (2.15)
cred_ban	-0.200*** (-4.53)	-0.156** (-2.69)	-0.379*** (-5.46)	-0.155*** (-3.72)	-0.208** (-2.66)	-0.505*** (-8.34)	-0.202*** (-4.35)
cred_oif	0.079** (2.54)	0.005 (0.12)	0.199*** (3.22)	0.032 (1.10)	0.080 (1.13)	0.316*** (5.80)	0.080** (2.51)
part_salarial	-0.072 (-1.36)				-0.085 (-1.20)	-0.192*** (-3.77)	-0.053 (-0.38)
top1		-0.072 (-0.34)			0.148 (0.42)		
top0_01			-2.470 (-1.56)			-3.241* (-2.01)	
gini				-0.011 (-0.28)			-0.018 (-0.14)
_cons	4.249 (1.63)	-3.455* (-1.72)	-3.562* (-1.85)	-0.088 (-0.06)	3.030 (0.37)	-1.551 (-0.22)	4.311 (1.61)
<i>N</i>	45	40	27	54	34	22	45
adj. <i>R</i> ²	0.575	0.605	0.789	0.431	0.616	0.898	0.563

Estadístico *t* se reporta entre paréntesis. *, ** y *** indican el rechazo de la hipótesis nula con un nivel de significatividad del 10%, 5% y 1%, respectivamente.

Estos resultados confirman nuestra hipótesis respecto a que el vínculo entre desigualdad y cuenta corriente no es el mismo para cualquier grupo de países. También muestran que la relación negativa entre participación salarial y saldo de cuenta corriente es robusta a las distintas composiciones del panel de datos. De todas maneras, es preciso discutir dos cuestiones relevantes respecto a las estimaciones anteriores.

En primer lugar, la cantidad de datos de top incomes disponibles para países emergentes es escasa, lo cual se refleja en que los resultados de la Tabla 4 se obtuvieron con muchas

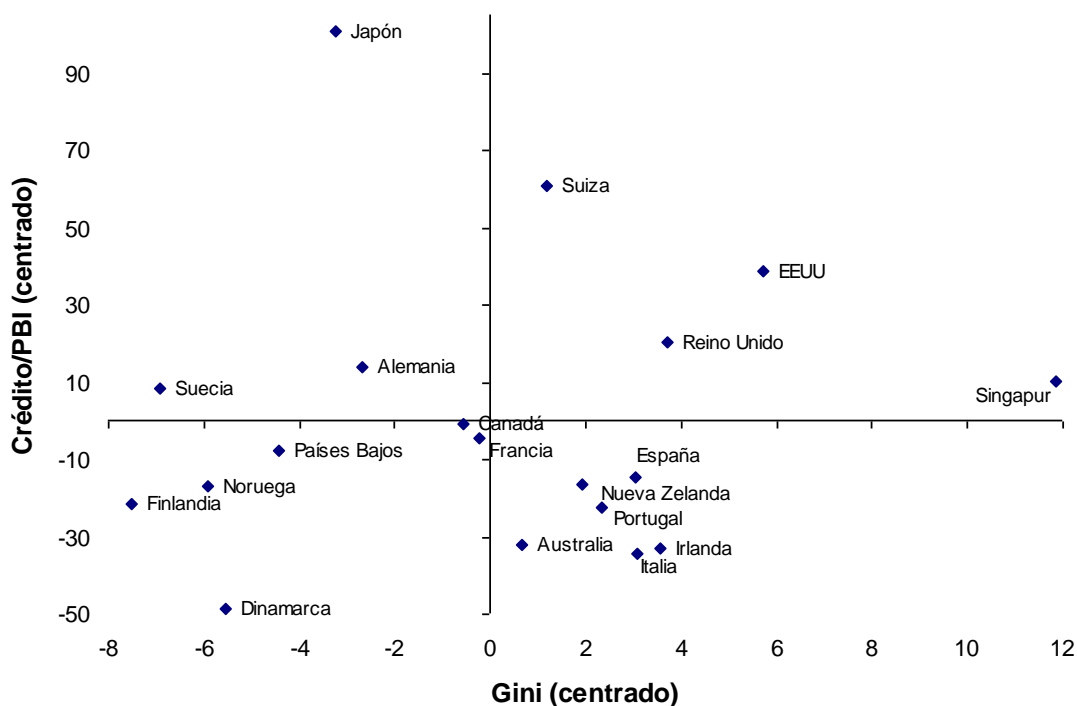
menos observaciones que los de la Tabla 3. Por otro lado, el cálculo de estos indicadores se basa en las declaraciones de ingresos personales que se utilizan para determinar los impuestos al ingreso o a las ganancias, siendo que la cantidad de personas que efectivamente declara sus ingresos varía mucho de un país a otro. Por ejemplo, Atkinson (2007) señala que en Canadá el 97% de la población de más de 20 años declaró sus ingresos en el año 2000. Para ese mismo año, en Argentina poco más del 3% de la población mayor de 20 años presentó declaración de ingresos (Alvaredo, 2010). Esto afecta la calidad del cálculo de concentración del ingreso por lo que es esperable que con la aparición de una mayor cantidad y mejor calidad de estimaciones de los top incomes para los países emergentes sea posible realizar regresiones con una muestra más amplia. Mientras tanto, la inclusión de indicadores de distribución funcional del ingreso puede ser una mejor manera de captar los efectos de las cuestiones distributivas en la cuenta corriente de los países emergentes.

La segunda cuestión que consideramos relevante discutir es si el fenómeno de las cascadas de consumo, sobre el cual existen evidencias en los EEUU, es generalizable al resto de las economías avanzadas. El hecho de que haya sectores de la población que intenten replicar el patrón de consumo de otros puede depender de múltiples factores, más allá del tamaño del sector financiero y del grado de desarrollo económico. Sin lugar a dudas, este parece ser un fenómeno donde los factores idiosincrásicos y culturales pueden jugar un rol relevante. Es por eso que sería apresurado generalizar que en todos los países incluidos en las regresiones de la Tabla 3 están presentes las cascadas de consumo que dan lugar a un vínculo negativo entre top incomes y saldo de cuenta corriente.

Estas dos cuestiones abren un espacio para futuras líneas de investigación. Por el momento, centraremos el análisis en las economías avanzadas. El Gráfico 4 muestra la relación entre el ratio de crédito al sector privado proveniente de bancos y otras instituciones financieras sobre PIB y el Coeficiente de Gini, para el promedio 1985-2000. La presencia de *outliers* como Japón impide sacar conclusiones claras del mismo, aunque se observa una relación positiva entre el nivel de crédito y la desigualdad. El gráfico nos brinda un criterio para dividir la muestra de países avanzados dependiendo de si el nivel de crédito promedio ha sido superior o inferior a la media, lo cual nos permite testear nuestra hipótesis respecto a que el vínculo entre distribución del ingreso y saldo de cuenta corriente está fuertemente mediado por el tamaño del sistema

financiero. Adicionalmente, las regresiones que a continuación se presentan sugieren que el fenómeno de cascadas de consumo no es universal pero tampoco exclusivo de los Estados Unidos.

Gráfico 4. Nivel de Crédito y Coeficiente de Gini (Promedio 1985-2000)



Fuente: Elaboración propia en base a datos del Banco Mundial y de The Standardized World Income Inequality Database

Los siguientes resultados aportan evidencia complementaria sobre los dos principales hallazgos de nuestro trabajo: 1) Existe una relación negativa entre participación del salario en el ingreso total y saldo de cuenta corriente; 2) La relación negativa entre top incomes y cuenta corriente está subordinada a otras relaciones estructurales que diferencian a los países.

La Tabla 5 presenta las estimaciones para los 7 países con un sistema financiero superior a la media: Alemania, EEUU, Japón, Reino Unido, Singapur, Suecia y Suiza. Como se observa en el gráfico anterior, en esta muestra de países se incluyen tanto economías muy desiguales como algunas muy equitativas.

La participación del salario es altamente significativa y está asociada negativamente con el saldo de cuenta corriente, tal como venían sugiriendo las regresiones anteriores. Más aun, se observa un alto grado de estabilidad en el valor del coeficiente estimado. La

distribución personal del ingreso también es negativa y significativa en todos los casos, sugiriendo que a mayor desigualdad menor es el saldo de cuenta corriente. El coeficiente de Gini también es negativo pero no resulta negativo, por lo que estos resultados confirman que los top incomes son una variable más apropiada para este tipo de estudios, como sugiere la literatura reciente. Los dos indicadores del sector financiero son negativos y altamente significativos, indicando que cuanto mayor es el nivel de crédito en la economía menor es el saldo de cuenta corriente.

**Tabla 5. 7 países avanzados con mayor Crédito/PBI promedio 1985-2000 (POLS)
Alemania, EEUU, Japón, Reino Unido, Singapur, Suecia y Suiza**

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
	cc	cc	cc	cc	cc	cc	cc
saldo_fiscal	0.138** (2.27)	0.109** (2.14)	0.047 (1.12)	0.157*** (2.93)	0.099* (1.69)	0.049 (1.13)	0.135** (2.22)
dep_mayor	-0.096 (-1.17)	-0.290*** (-3.96)	-0.245*** (-3.78)	-0.045 (-0.57)	-0.290*** (-3.17)	-0.234*** (-3.49)	-0.170* (-1.68)
dep_joven	-0.088 (-0.64)	0.025 (0.33)	0.032 (0.57)	0.070 (0.84)	-0.036 (-0.27)	-0.041 (-0.43)	-0.105 (-0.75)
pib_relativo	-2.806 (-1.28)	-1.468 (-0.81)	-1.952 (-1.08)	-3.841** (-1.98)	-0.718 (-0.33)	-1.881 (-0.91)	-2.166 (-0.96)
pnae	0.038*** (6.04)	0.055*** (9.49)	0.051*** (7.03)	0.046*** (6.69)	0.049*** (7.54)	0.036*** (4.76)	0.042*** (5.89)
cred_ban	-0.035*** (-3.83)	-0.033*** (-4.97)	-0.038*** (-6.54)	-0.035*** (-4.59)	-0.031*** (-3.55)	-0.036*** (-5.57)	-0.038*** (-4.03)
cred_oif	-0.105*** (-7.41)	-0.066*** (-4.12)	-0.074*** (-4.76)	-0.113*** (-7.68)	-0.065*** (-3.94)	-0.081*** (-5.44)	-0.097*** (-6.35)
part_salarial	-0.093** (-2.35)				-0.082** (-2.21)	-0.083*** (-3.50)	-0.098** (-2.48)
top1		-0.609*** (-4.85)			-0.557*** (-4.11)		
top0_01			-2.364*** (-4.07)			-1.760*** (-2.79)	
gini				-0.009 (-0.12)			-0.101 (-1.25)
_cons	1.762*** (7.46)	1.171*** (5.52)	1.246*** (6.23)	1.482*** (5.99)	1.424*** (6.04)	1.522*** (7.77)	1.607*** (6.03)
N	114	133	115	134	113	95	114
adj. R ²	0.936	0.937	0.822	0.925	0.944	0.872	0.936

Estadístico *t* se reporta entre paréntesis. *, ** y *** indican el rechazo de la hipótesis nula con un nivel de significatividad del 10%, 5% y 1%, respectivamente.

En cuanto a las variables de control, el coeficiente asociado a la posición de activos netos externos tiene signo positivo y es altamente significativo, reflejando la mejora en la cuenta corriente generada por el flujo de rentas. Al igual que para el total de los

países avanzados, se observa que la variable demográfica más relevante es el ratio de dependencia de la población mayor a 64 años, reflejando el proceso de envejecimiento poblacional en estos países. El PBI per cápita relativo tiene signo negativo aunque sólo resulta ser significativo en dos de las regresiones, mientras que el saldo fiscal es positivo y mayormente significativo.

La Tabla 6 muestra los resultados de las estimaciones para el grupo de países avanzados con menor nivel de crédito promedio para el período 1985-2000. Estos países son: Australia, Canadá, Dinamarca, España, Finlandia, Francia, Irlanda, Italia, Noruega, Nueva Zelanda, Países Bajos y Portugal. Se observa que existen algunas importantes diferencias con el anterior grupo de países avanzados.

**Tabla 6. 12 países avanzados con menor Crédito/PBI promedio 1985-2000 (POL5)
Australia, Canadá, Dinamarca, España, Finlandia, Francia, Irlanda, Italia, Noruega,
Nueva Zelanda, Países Bajos y Portugal**

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
	cc	cc	cc	cc	cc	cc	cc
saldo_fiscal	0.217 (1.48)	0.370** (2.32)	-0.062 (-0.36)	0.314** (2.04)	0.216 (1.45)	-0.277* (-1.90)	0.204 (1.41)
dep_mayor	-0.314*** (-3.06)	-0.490*** (-3.17)	0.001 (0.01)	-0.541*** (-4.49)	-0.312** (-2.23)	0.043 (0.27)	-0.386*** (-3.38)
dep_joven	-0.470*** (-2.67)	-0.273 (-1.52)	-0.560** (-2.18)	-0.403** (-2.16)	-0.470** (-2.63)	-0.770*** (-3.66)	-0.561*** (-3.01)
pib_relativo	2.879 (0.46)	4.504 (0.65)	-1.482 (-0.12)	3.247 (0.49)	2.902 (0.45)	-8.520 (-0.87)	2.370 (0.38)
pnae	0.109*** (9.66)	0.114*** (8.68)	0.053* (1.88)	0.118*** (9.33)	0.108*** (9.19)	0.057** (2.50)	0.112*** (9.78)
cred_ban	-0.104*** (-4.18)	-0.080*** (-2.86)	-0.014 (-0.51)	-0.076*** (-2.78)	-0.104*** (-4.14)	-0.027 (-1.23)	-0.097*** (-3.87)
cred_oif	-0.018 (-0.59)	-0.004 (-0.13)	0.004 (0.15)	-0.013 (-0.41)	-0.018 (-0.58)	0.006 (0.33)	-0.016 (-0.52)
part_salarial	-0.118** (-2.45)				-0.119** (-2.43)	-0.076*** (-2.75)	-0.095* (-1.88)
top1		-0.086 (-0.43)			0.003 (0.02)		
top0_01			2.263* (1.98)			2.233** (2.31)	
gini				-0.239** (-2.00)			-0.172 (-1.40)
_cons	1.435 (1.25)	-0.670 (-0.78)	-0.766 (-1.01)	-0.559 (-0.70)	1.433 (1.23)	0.740 (0.97)	1.162 (1.01)
N	74	83	42	83	74	41	74
adj. R ²	0.848	0.807	0.650	0.817	0.846	0.788	0.850

Estadístico *t* se reporta entre paréntesis. *, ** y *** indican el rechazo de la hipótesis nula con un nivel de significatividad del 10%, 5% y 1%, respectivamente.

De las variables distributivas, sólo la participación salarial es significativa y conserva el signo negativo de las anteriores regresiones. El coeficiente de Gini es negativo y significativo en un caso, pero lo más llamativo es el comportamiento de los top incomes. El Top 0,01% resulta positivo y significativo, mientras que el Top 1% tiene signo indefinido y no resulta significativo. Este resultado es muy diferente a lo que encontramos para el primer grupo de economías avanzadas. El crédito bancario tiene un efecto negativo significativo en la cuenta corriente, pero no ocurre lo mismo con el crédito proveniente de otras instituciones financieras. Respecto a las variables de control, las más relevantes para explicar el saldo de cuenta corriente en este grupo de países son los activos netos externos, los dos ratios de dependencia demográficos y, en menor medida, el saldo fiscal. El PBI per cápita relativo no resulta significativo.

Los resultados de las Tablas 5 y 6 muestran que, aun al interior de los países avanzados, la forma en que se relacionan las cuestiones distributivas con las cuentas externas no es la misma para todos los países. En aquellos que poseen un alto nivel de crédito, la desigualdad y en particular cuando se la mide con los top incomes, está asociada con un deterioro de la cuenta corriente. Esto es compatible con la teoría de las cascadas de consumo que sugiere la literatura para el caso de EEUU. Pero los resultados de la Tabla 6 contradicen esta hipótesis ya que muestran que el vínculo negativo entre desigualdad y cuenta corriente se halla mejor captado por el Gini que por los top incomes. El resultado que sí podemos generalizar al conjunto de países que conforman nuestra muestra es la relación negativa entre participación salarial y cuenta corriente la cual, con mayor o menor grado de significatividad, se mantuvo a lo largo de todas nuestras estimaciones. También es bastante robusto el vínculo negativo entre la cantidad de crédito bancario y saldo de cuenta corriente mientras que, para las variables de control, sobresale el signo positivo de los coeficientes estimados para la posición neta de activos externos en todas las muestras analizadas.

5. Conclusiones

La crisis financiera internacional puso nuevamente en el centro del debate económico el rol de la desigualdad como fuerza impulsora de las decisiones que toman los agentes económicos y presentan importantes consecuencias macroeconómicas. En particular, la combinación de desigualdad creciente con desregulación e innovación financiera

permitió que se generen patrones de ahorro e inversión, y por ende de cuenta corriente, que no siempre son los esperados en los modelos macroeconómicos estándar.

El motivo puede ser una acción inercial destinada a mantener una posición de consumo estable en relación a otros sectores aún cuando se afronte un deterioro en los ingresos, o también el deseo de imitar los patrones de consumo de los sectores superiores de la distribución. Así, los asalariados y las clases medias en general pudieron llevar adelante, gracias al sistema financiero, un aumento de su consumo (reducción de su ahorro).

El objetivo de este estudio fue determinar si efectivamente este comportamiento se verifica en los datos para un panel amplio de países o si están condicionados por las características estructurales y macroeconómicas de cada país.

De los resultados obtenidos surge que el crédito bancario es muy relevante y tiene relación negativa con la cuenta corriente tanto en las regresiones de la muestra general como en las de todas las submuestras. Algo similar ocurre con el crédito de otras instituciones financieras, aunque la significatividad se diluye en las economías avanzadas con menor profundidad financiera y para el caso de los países emergentes.

Respecto a la distribución del ingreso, cuanto mayor sea la participación del salario en el ingreso total, menor es el saldo de cuenta corriente. Este resultado, que se confirma en todas las muestras, evidencia la importancia de incluir indicadores de distribución funcional del ingreso en las regresiones de cuenta corriente. Esto va en línea con los tradicionales modelos keynesianos de crecimiento económico, en donde se supone que la clase capitalista tiene una propensión marginal al ahorro mayor que la de los trabajadores, por lo que, cuanto menos ingreso queda en poder de los perceptores de salarios, mayor es el ahorro agregado y el saldo de cuenta corriente.

La desigualdad medida por la distribución personal muestra una fuerte relación negativa entre el primer percentil y la cuenta corriente en las economías avanzadas con mayor nivel de crédito. Para el resto de los subgrupos, esta relación pierde significatividad o no posee un claro sentido negativo. Es también muy sólida la relación negativa entre desigualdad medida por el coeficiente de Gini y la cuenta corriente, aunque no siempre con un alto grado de significatividad.

La desagregación espacial de los datos separando los países avanzados según su profundidad financiera permite indagar más detenidamente hacia el interior de este subgrupo. Entonces resulta que, aquellas economías con mayor desarrollo financiero a

partir de la segunda mitad de los 80, son las que tienen los indicadores más robustos en la relación negativa entre el nivel de crédito, la participación del salario y la concentración del ingreso, respecto de la cuenta corriente.

Las regresiones estimadas nos hacen pensar que la asociación que se halla en la literatura reciente entre desigualdad y endeudamiento es diferente entre países. Es muy probable que esté presente y sea positiva en los EEUU, habiendo contribuido a desencadenar el inicio de la crisis financiera en el mercado del crédito.

En los países emergentes encontramos que, si bien la relación entre desigualdad y cuenta corriente tiene los signos esperados, no siempre es robusta en términos estadísticos. Esto puede obedecer a dos razones, por un lado, la dificultad de relevar datos precisos respecto de la concentración del ingreso en base a los top incomes. Por el otro, algunos países del panel atravesaron largos procesos de *export led growth*, que implicaron mejoras en el resultado externo y crecimiento simultáneo de los salarios reales, mientras que otros países del grupo enfrentaron ciclos de *stop and go* con restricción externa.

Sí bien es robusta la inclusión del crédito como determinante negativo de la cuenta corriente, no es posible con los datos disponibles determinar si esto ocurre por su contribución al crédito al consumo o por un aumento del crédito a la inversión.

Los demás indicadores estructurales o macroeconómicos utilizados como variables de control tienen los signos esperados. En particular, sobresale el comportamiento de los ratios de dependencia demográficos, siendo más significativo el asociado a la población mayor para los países avanzados y más relevante el de la población joven para la submuestras de economías emergentes. Estudios posteriores deberían profundizar, mediante la utilización de una base más amplia, el análisis de las posibles diferencias entre modelos de crecimiento y la relación entre desigualdad y cuenta corriente.

Los resultados aquí obtenidos nos permiten inferir que existe una relación importante entre distribución del ingreso y las cuentas externas. Al mismo tiempo, posibilitan una primera incorporación de elementos estructurales, regulatorios y macroeconómicos como condicionantes relevantes del impacto que la desigualdad puede inducir en el comportamiento de los agentes económicos y los distintos grupos sociales respecto a la cuenta corriente. La futura ampliación de la cobertura y comparabilidad de las bases de datos y el refinamiento en la interpretación de los canales de transmisión permitirán

seguir avanzado en este sendero sumamente relevante para el diseño de la política económica.

Anexo I

Análisis de Robustez. Regresiones con Efectos Fijos

Para testear la robustez de los resultados obtenidos, se repitieron las estimaciones mediante la utilización de Efectos Fijos. La Tabla 7 resume los resultados y los compara con los que se habían obtenido mediante POLS. En general, se observa que se conservan los principales resultados. El crédito bancario está asociado de manera negativa y estadísticamente significativa con el saldo de cuenta corriente, mientras que los activos netos externos están asociados de manera positiva.

Tabla 7. Resumen de resultados con POLS y Efectos Fijos

	28 países		Avanzados		Avanz. Mayor SF		Avanz. Menor SF		Emergentes	
	POLS	EF	POLS	EF	POLS	EF	POLS	EF	POLS	EF
saldo_fiscal	+	+	+	+	+	+	+	+	-	-
dep_mayor	-	+/-	-	-	-	-	-	+/-	-	+/-
dep_joven	-	+/-	+/-	+/-	+/-	+/-	-	-	-	-
pib_relativo	+/-	+	-	+/-	-	+	+	+	-	-
pnae	+	+	+	+	+	+	+	+	+	+
cred_ban	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
cred_oif	-	-	-	-	-	-	-	+/-	+	-
part_salarial	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
top1	-	+/-	-	-	-	-	+/-	-	+/-	+/-
top0_01	+	+	-	-	-	-	+	-	-	-
gini	-	+/-	-	-	-	-	-	+/-	-	+

Nota: celdas oscurcidas indican que hay mayoría de regresiones con coeficiente significativo al 95%

El crédito proveniente de otras instituciones financieras presenta un coeficiente negativo para el total de la muestra y para las submuestras del total de los avanzados y para el grupo de países avanzados con mayor nivel de crédito, aunque muestra resultados contradictorios y hasta invierte el signo en los países emergentes y avanzados con menor sistema financiero. También difieren los resultados para la distribución personal del ingreso: relación negativa y significativa para los países avanzados con mayor sistema financiero pero no significativa y de signo cambiante para los demás países. Se confirma el resultado de que el saldo fiscal está asociado de manera positiva con la cuenta corriente para los países avanzados pero de manera negativa para los emergentes. Y sólo para este último grupo de países el PBI per cápita relativo resulta ser significativo y de signo negativo. También se confirma que para los países avanzados el ratio demográfico más relevante es el asociado a la población adulta mientras que para

los emergentes influye más la población joven, reflejando que la transición demográfica en estos países se encuentra en distintos estadios.

En las Tablas 8 a 12 se presentan los resultados completos de las estimaciones con Efectos Fijos.

Tabla 8. Resultados para el Panel de 28 países (Efectos Fijos)

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
	cc	cc	cc	cc	cc	cc	cc
saldo_fiscal	0.086 (1.58)	0.162*** (2.84)	0.072 (1.05)	0.153*** (2.80)	0.103* (1.81)	0.083 (1.15)	0.107** (1.98)
dep_mayor	-0.038 (-0.39)	0.041 (0.44)	0.285*** (3.01)	0.086 (1.06)	-0.100 (-0.94)	0.022 (0.17)	-0.094 (-0.96)
dep_joven	0.097 (0.93)	0.270*** (3.24)	0.091 (1.00)	0.286*** (3.61)	-0.033 (-0.26)	-0.347** (-2.09)	0.038 (0.36)
pib_relativo	9.523*** (3.32)	9.178*** (3.21)	-5.531 (-1.33)	8.387*** (3.03)	9.049*** (3.00)	-6.225 (-1.19)	7.235** (2.47)
pnae	0.033*** (4.31)	0.045*** (5.56)	0.030 (1.65)	0.042*** (5.50)	0.036*** (4.42)	0.016 (0.82)	0.036*** (4.71)
cred_ban	-0.035*** (-3.16)	-0.044*** (-3.93)	-0.007 (-0.64)	-0.043*** (-3.97)	-0.037*** (-3.25)	-0.027** (-2.16)	-0.034*** (-3.10)
cred_oif	-0.107*** (-7.66)	-0.112*** (-6.96)	-0.092*** (-5.23)	-0.120*** (-8.45)	-0.101*** (-6.51)	-0.096*** (-5.35)	-0.115*** (-8.21)
part_salarial	-0.159*** (-4.92)				-0.170*** (-5.09)	-0.127*** (-4.00)	-0.203*** (-5.75)
top1		-0.138 (-1.07)			0.008 (0.06)		
top0_01			1.495*** (2.64)			1.538** (2.37)	
gini				-0.042 (-0.47)			0.360*** (2.86)
_cons	0.933*** (3.03)	0.254 (0.96)	0.492** (2.20)	0.016 (0.05)	1.055*** (3.68)	1.128*** (3.77)	0.266 (0.70)
N	233	256	184	271	221	158	233
adj. R ²	0.560	0.548	0.256	0.543	0.569	0.340	0.574

Estadístico *t* se reporta entre paréntesis. *, ** y *** indican el rechazo de la hipótesis nula con un nivel de significatividad del 10%, 5% y 1%, respectivamente.

Tabla 9. Resultados para el Panel de 19 economías avanzadas (Efectos Fijos)

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
	cc	cc	cc	cc	cc	cc	cc
saldo_fiscal	0.255*** (4.62)	0.333*** (5.71)	0.140** (2.45)	0.296*** (5.15)	0.257*** (4.54)	0.122** (2.07)	0.266*** (4.76)
dep_mayor	-0.148 (-1.31)	-0.116 (-1.14)	-0.210* (-1.84)	-0.044 (-0.50)	-0.189 (-1.56)	-0.407*** (-3.34)	-0.151 (-1.33)
dep_joven	-0.063 (-0.41)	0.205** (2.12)	0.139* (1.88)	0.108 (0.96)	-0.032 (-0.21)	-0.053 (-0.39)	-0.067 (-0.44)
pib_relativo	4.111 (1.37)	4.210 (1.45)	-11.219*** (-3.54)	4.359 (1.51)	4.658 (1.52)	-6.948* (-1.80)	3.256 (1.06)
pnae	0.052*** (7.51)	0.071*** (9.09)	0.102*** (5.31)	0.063*** (8.67)	0.056*** (7.54)	0.096*** (4.66)	0.052*** (7.35)
cred_ban	-0.031*** (-2.69)	-0.040*** (-3.61)	0.002 (0.18)	-0.043*** (-3.78)	-0.032*** (-2.75)	-0.013 (-1.30)	-0.028** (-2.37)
cred_oif	-0.074*** (-5.37)	-0.069*** (-4.43)	-0.016 (-1.14)	-0.075*** (-5.03)	-0.067*** (-4.57)	-0.028** (-2.03)	-0.080*** (-5.45)
part_salarial	-0.145*** (-4.43)				-0.142*** (-4.33)	-0.110*** (-4.61)	-0.162*** (-4.57)
top1		-0.393*** (-2.63)			-0.174 (-1.20)		
top0_01			-1.792*** (-2.97)			-2.148*** (-3.36)	
gini				-0.373** (-2.57)			0.237 (1.23)
_cons	1.180*** (5.10)	0.438* (1.95)	1.043*** (4.26)	0.180 (0.65)	1.095*** (4.58)	1.559*** (6.29)	1.416*** (4.72)
<i>N</i>	188	216	157	217	187	136	188
adj. <i>R</i> ²	0.678	0.655	0.484	0.656	0.676	0.558	0.679

Estadístico *t* se reporta entre paréntesis. *, ** y *** indican el rechazo de la hipótesis nula con un nivel de significatividad del 10%, 5% y 1%, respectivamente.

Tabla 10. Resultados para el Panel de 9 economías emergentes (Efectos Fijos)

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
	cc	cc	cc	cc	cc	cc	cc
saldo_fiscal	-0.610*** (-2.93)	-0.713*** (-3.35)	-0.410** (-2.26)	-0.543** (-2.54)	-0.633** (-2.75)	-0.463** (-2.47)	-0.546*** (-2.75)
dep_mayor	-0.405 (-0.30)	1.436 (0.69)	-2.594 (-1.09)	-0.970 (-0.81)	2.627 (1.15)	-1.868 (-0.62)	0.386 (0.29)
dep_joven	-0.858** (-2.56)	-0.161 (-0.39)	-0.713** (-2.46)	-0.330 (-1.22)	-0.946 (-1.57)	-1.531** (-2.90)	-0.371 (-0.97)
pib_relativo	-136.003** (-2.19)	-59.573 (-1.12)	-100.419* (-1.86)	-52.742 (-1.08)	-180.187** (-2.29)	-187.419** (-2.23)	-101.850 (-1.68)
pnae	0.059 (1.26)	0.049 (1.13)	-0.041 (-0.97)	0.029 (0.66)	0.073 (1.30)	0.040 (0.62)	0.079* (1.74)
cred_ban	-0.127** (-2.44)	-0.094 (-1.40)	-0.268*** (-4.05)	-0.067 (-1.25)	-0.122 (-1.53)	-0.509*** (-3.72)	-0.060 (-1.04)
cred_oif	-0.173 (-1.58)	-0.372** (-2.67)	-0.087 (-0.62)	-0.303** (-2.58)	-0.388** (-2.33)	0.394 (1.41)	-0.403*** (-2.76)
part_salarial	-0.051 (-0.92)				-0.026 (-0.40)	-0.196* (-2.00)	-0.378** (-2.43)
top1		-0.115 (-0.43)			0.040 (0.13)		
top0_01			-1.231 (-0.83)			-3.534 (-1.73)	
gini				0.028 (0.72)			0.353** (2.24)
_cons	11.822** (2.15)	3.475 (0.58)	5.570 (0.65)	5.880 (1.52)	15.624* (1.89)	1.998 (0.19)	13.224** (2.53)
<i>N</i>	45	40	27	54	34	22	45
adj. <i>R</i> ²	0.566	0.458	0.774	0.435	0.546	0.811	0.613

Estadístico *t* se reporta entre paréntesis. *, ** y *** indican el rechazo de la hipótesis nula con un nivel de significatividad del 10%, 5% y 1%, respectivamente.

**Tabla 11. 7 países avanzados con mayor Crédito/PBI promedio 1985-2000 (Efectos Fijos)
Alemania, EEUU, Japón, Reino Unido, Singapur, Suecia y Suiza**

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
	cc	cc	cc	cc	cc	cc	cc
saldo_fiscal	0.104 (1.46)	0.081 (1.39)	0.011 (0.19)	0.060 (0.96)	0.075 (1.14)	0.085 (1.40)	0.024 (0.31)
dep_mayor	-0.085 (-0.69)	-0.226*** (-2.71)	-0.149 (-1.34)	-0.020 (-0.24)	-0.272** (-2.27)	-0.300* (-1.99)	-0.066 (-0.55)
dep_joven	-0.024 (-0.15)	0.010 (0.12)	-0.003 (-0.04)	0.025 (0.24)	0.040 (0.27)	-0.130 (-1.08)	0.089 (0.54)
pib_relativo	1.244 (0.34)	3.356 (1.22)	6.282 (1.54)	2.916 (0.98)	2.541 (0.74)	-4.401 (-0.80)	4.207 (1.10)
pnae	0.037*** (4.84)	0.045*** (6.45)	0.013 (0.55)	0.036*** (4.87)	0.046*** (6.24)	0.034 (0.95)	0.038*** (4.96)
cred_ban	-0.044*** (-3.24)	-0.050*** (-5.36)	-0.052*** (-4.99)	-0.050*** (-4.60)	-0.050*** (-4.06)	-0.039*** (-3.12)	-0.058*** (-3.94)
cred_oif	-0.097*** (-5.81)	-0.066*** (-4.20)	-0.081*** (-5.22)	-0.099*** (-6.46)	-0.066*** (-4.00)	-0.080*** (-5.19)	-0.092*** (-5.62)
part_salarial	-0.068 (-1.49)				-0.037 (-0.88)	-0.090*** (-2.67)	-0.052 (-1.15)
top1		-0.687*** (-5.06)			-0.760*** (-4.68)		
top0_01			-2.369*** (-3.80)			-1.953*** (-2.95)	
gini				-0.244 (-1.43)			-0.882** (-2.23)
_cons	1.990*** (4.95)	1.547*** (5.37)	1.259*** (3.67)	1.908*** (5.50)	1.631*** (4.50)	1.464*** (3.96)	2.099*** (5.29)
<i>N</i>	114	133	115	134	113	95	114
adj. <i>R</i> ²	0.610	0.648	0.606	0.594	0.665	0.660	0.625

Estadístico *t* se reporta entre paréntesis. *, ** y *** indican el rechazo de la hipótesis nula con un nivel de significatividad del 10%, 5% y 1%, respectivamente.

Tabla 12. 12 países avanzados con menor Crédito/PBI promedio 1985-2000 (Efectos Fijos)
Australia, Canadá, Dinamarca, España, Finlandia, Francia, Irlanda, Italia, Noruega,
Nueva Zelanda, Países Bajos y Portugal

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
	cc	cc	cc	cc	cc	cc	cc
saldo_fiscal	0.017 (0.11)	0.252 (1.52)	0.396* (1.89)	0.285* (1.73)	0.021 (0.14)	-0.018 (-0.08)	-0.168 (-0.94)
dep_mayor	-0.384 (-1.27)	0.154 (0.48)	0.981*** (2.79)	-0.045 (-0.13)	-0.415 (-1.30)	0.519 (1.51)	0.078 (0.21)
dep_joven	-0.293 (-1.30)	-0.184 (-0.92)	-1.052*** (-3.85)	-0.307 (-1.37)	-0.288 (-1.26)	-0.979*** (-3.99)	0.046 (0.16)
pib_relativo	12.238 (1.43)	12.368 (1.49)	-31.658** (-2.23)	10.419 (1.25)	12.352 (1.43)	-22.292* (-1.71)	18.612** (2.07)
pnae	0.088*** (4.12)	0.136*** (5.94)	0.148*** (3.83)	0.127*** (5.37)	0.088*** (4.07)	0.101*** (2.79)	0.092*** (4.39)
cred_ban	-0.097*** (-3.96)	-0.076*** (-2.75)	-0.053* (-2.02)	-0.081*** (-2.92)	-0.097*** (-3.93)	-0.042* (-1.79)	-0.098*** (-4.10)
cred_oif	0.000 (0.00)	-0.021 (-0.57)	-0.005 (-0.23)	-0.016 (-0.46)	0.003 (0.09)	0.003 (0.14)	-0.022 (-0.64)
part_salarial	-0.157*** (-3.05)				-0.158*** (-3.04)	-0.057* (-1.94)	-0.245*** (-3.64)
top1		-0.036 (-0.18)			-0.059 (-0.33)		
top0_01			-2.588 (-1.43)			-0.051 (-0.03)	
gini				-0.238 (-1.18)			0.589* (1.97)
_cons	0.701 (0.51)	-0.730 (-0.60)	8.115*** (2.86)	-1.143 (-0.91)	0.671 (0.48)	4.685* (1.77)	2.378 (1.49)
<i>N</i>	74	83	42	83	74	41	74
adj. <i>R</i> ²	0.785	0.786	0.695	0.790	0.782	0.773	0.794

Estadístico *t* se reporta entre paréntesis. *, ** y *** indican el rechazo de la hipótesis nula con un nivel de significatividad del 10%, 5% y 1%, respectivamente.

Bibliografía

- Al-Hussami, F., y Remesal, Á. M. (2012). "Current account imbalances and income inequality: Theory and evidence" (No. 459), Kiel advanced studies Working Papers.
- Alesina, A. y Rodrik, D. (1994), "Distributive politics and economic growth", *Quarterly Journal of Economics* 109(2): 465-490.
- Alvaredo, F. (2007). "The rich in Argentina over the twentieth century: From the conservative republic to the Peronist experience and beyond 1932-2004", Paris School of Economics, Working Paper 2007-02.
- Alvaredo, F. (2010). "The rich in Argentina over the twentieth century, 1932-2004", Incluido en *Top incomes: A global perspective*, Atkinson A., Barnes A. y Piketty T., Oxford University Press, 2010, Capítulo 6.
- Atkinson, A. (2007). "Measuring top incomes: methodological issues", Incluido en *Top incomes over the twentieth century: a contrast between continental European and English-speaking countries*, Atkinson A. y Piketty T., Oxford University Press, 2007, Capítulo 2.
- Banerjee, A. V. y Duflo, E. (2003), "Inequality and growth: what can the data say?" National Bureau of Economic Research.
- Barba, A. y Pivetti, M. (2009), "Rising household debt: Its causes and macroeconomic implications. A long-period analysis", *Cambridge Journal of Economics* 2009, 33, 113-137.
- Barro, R. (1999), "Inequality, Growth, and Investment". Working Paper 7038, National Bureau of Economic Research.
- Behringer, J., & van Treeck, T. (2013). "Income distribution and current account: A sectoral perspective" (No. 125-2013), IMK at the Hans Boeckler Foundation, Macroeconomic Policy Institute.
- Bertrand, M. y Morse, A. (2013). "Trickle-Down Consumption", NBER Working Paper 18883.
- Borio, C. y Disyatat, P. (2011). "Global imbalances and the financial crisis: Link or no link?" BIS Working Papers N° 346.
- Forbes, K. (1998) "Growth, Inequality, Trade, and Stock Market Contagion: Three Empirical Tests of International Economic Relationships", Massachusetts Institute of Technology.
- Frank, R. H. (2005). "Positional Externalities Cause Large and Preventable Welfare Losses", *American Economic Review*, 95(2): 137-141.
- Frank, R. H., Levine, A. S. (2007). "Expenditure cascades", American Economic Association Conference.
- Galbraith, J. (2014). "Kapital for the Twenty-First Century?" <http://www.dissentmagazine.org/article/kapital-for-the-twenty-first-century>
- Goda, T. (2013). "The role of income inequality in crisis theories and in the subprime crisis", Post Keynesian Economics Study Group, Working Paper 1305.

- Gros, D. (2009). “Global Imbalances and the Accumulation of Risk”, CEPS Policy Brief N° 189, Centre for European Policy Studies.
- Karabarbounis, L y Neiman, B. (2013). “The Global Decline of the Labor Share”, NBER Working Paper No. 19136.
- Kregel, J. (2008). “Minsky’s cushions of safety. Systemic risk and the crisis in the U.S. Subprime Mortgage Market”, The Levy Economics Institute of Bard College, Public Policy Brief 2008.
- Krugman, P. (2013), “Inequality and Recovery”, Post en el blog *The Conscience of a Liberal* del New York Times. Consultado en Enero de 2013 y disponible en: <http://krugman.blogs.nytimes.com/2013/01/20/inequality-and-recovery/>
- Krugman, P. (2014). “Why we’re in a new gilded age”
<http://www.nybooks.com/articles/archives/2014/may/08/thomas-piketty-new-gilded-age/>
- Kumhof, M. y Rancière R. (2010), “Inequality, Leverage and Crisis”, IMF Working Paper 10/268.
- Kumhof, M.; Lebarz, C.; Rancière R.; Richter, A. y Throckmorton N. (2012). “Income Inequality and Current Account Imbalances”, IMF Working Paper 12/08.
- Kuznets, S. (1955) “Economic Growth and Income Inequality”, The American Economic Review, Vol. 45, N°1.
- Lane, P. R. y Milesi-Ferretti, G. M. (2007), “The external wealth of nations mark II: Revised and extended estimates of foreign assets and liabilities, 1970–2004”, Journal of International Economics 73, November, 223-250. Base de datos disponible en <http://www.philiplane.org/EWN.html>
- Moss, D. (2009). “An Ounce of Prevention. Financial regulation, moral hazard, and the end of ‘too big to fail’ ”, Harvard Magazine September-October 2009. Gráfico y comentarios disponibles en:
http://www.tobinproject.org/sites/tobinproject.org/files/assets/BankFailures_ChartwithComments_Moss.pdf
- Obstfeld, M. y Rogoff, K. (2009). “Global Imbalances and the Financial Crisis: Products of Common Causes”. London: Centre for Economic Policy Research.
- Ostry, J., Berg., A. y Tsangarides, G. (2014). “Redistribution, Inequality, and Growth”, IMF Staff Discussion Note, Febrero de 2014.
- Ostry, J. y Berg, A. (2011), “Inequality and Unsustainable Growth: Two Sides of the Same Coin?”, International Monetary Fund.
- Palley, T. (2010). “The Limits of Minsky’s Financial Instability Hypothesis as an Explanation of the Crisis”, Monthly Review. Disponible en:
<http://monthlyreview.org/2010/04/01/the-limits-of-minskys-financial-instability-hypothesis-as-an-explanation-of-the-crisis>
- Rajan, R. (2010a). “Fault Lines: How Hidden Fault Lines Still Threaten the World Economy”, Princeton University Press.
- Rajan, R. (2010b). “Cómo la desigualdad alimentó la crisis”. Disponible en:

<http://www.project-syndicate.org/commentary/how-inequality-fueled-the-crisis/spanish>

Rogoff, K. (2014). “¿Dónde está el problema de la desigualdad?”

<http://www.lanacion.com.ar/1689353-donde-esta-el-problema-de-la-desigualdad>

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>

Solow, R. (2014) “Thomas Piketty is Right”

<http://www.newrepublic.com/article/117429/capital-twenty-first-century-thomas-piketty-reviewed>

Stiglitz, J. (2012) “El precio de la desigualdad. El 1% de la población tiene lo que el 99% necesita”. Taurus, Alfaguara S.A.

Stiglitz, J. (2013) “Inequality is Holding Back the Recovery”, Post en el blog *Opinionator* del New York Times. Consultado en Enero de 2013 y disponible en: <http://opinionator.blogs.nytimes.com/2013/01/19/inequality-is-holding-back-the-recovery/>.

Summers, L. (2014) “The Inequality Puzzle”

<http://www.democracyjournal.org/32/the-inequality-puzzle.php?page=all>

Wray, L.R. (2011). “Minsky Crisis”, Levy Economics Institute of Bard College. Working Paper N° 659.

Bases de datos utilizadas

“Annual macro-economic database (AMECO)”, European Commission. Consultada en Marzo de 2014.

http://ec.europa.eu/economy_finance/db_indicators/ameco/index_en.htm

“Bureau of The Census, US”. ‘Home Ownership Rate’. Consultada en Junio de 2014. <http://www.census.gov/housing/hvs/>

“External Wealth of Nations Dataset”, Philip R. Lane and Gian Maria Milesi-Ferretti. Actualizada al período 1970-2011.

<http://www.philiplane.org/EWN.html>

“Financial Development and Structure Dataset”, World Bank. Actualizada a Noviembre de 2013.

<http://econ.worldbank.org/external/default/main?pagePK=64214825&piPK=64214943&theSitePK=469382&contentMDK=20696167>

“FRED Economic Database”, Federal Reserve Bank of St. Louis, US. Consultas realizadas en Junio de 2014. <http://research.stlouisfed.org/fred2/>

“OECD Economic Outlook Database”, N°94, Noviembre de 2013.

<http://stats.oecd.org/Index.aspx?DataSetCode=EO>

“Penn World Table”, Versión 7.1

https://pwt.sas.upenn.edu/php_site/pwt71/pwt71_form.php

- “The Global Decline of the Labor Share”, Karabarbounis, L. and Neiman, B. (2013) NBER Working Paper No. 19136. Dataset disponible en: <http://faculty.chicagobooth.edu/brent.neiman/research/KN%20Labor%20Share%20Dataset.xlsx>
- “The Standardized World Income Inequality Database”, Version 4.0, Frederick Solt. <http://thedata.harvard.edu/dvn/dv/fsolt/faces/study/StudyPage.xhtml?studyId=36908&tab=files>
- “The World Top Incomes Database”, Alvaredo F., Atkinson A., Piketty T. y Saez E. Consulta realizada en Marzo de 2014. <http://topincomes.g-mond.parisschoolofeconomics.eu/>
- “World Development Indicators”, World Bank. Consultas realizadas en diciembre de 2013. <http://data.worldbank.org/data-catalog/world-development-indicators>
- “World Economic Outlook Database”, Fondo Monetario Internacional. Edición de Abril de 2014. <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2014/01/weodata/index.aspx>