

ESTUDIOS BCRA
Documentos de trabajo 2015 / 65

**Desigualdad, profundidad financiera e impacto
en la cuenta corriente**

Jorge Carrera / Esteban Rodríguez
Mariano Sardi
Banco Central de la República Argentina

Septiembre, 2015



ie | BCRA
INVESTIGACIONES ECONÓMICAS

Banco Central de la República Argentina
ie | Investigaciones Económicas

Septiembre, 2015
ISSN 1850-3977
Edición Electrónica

Reconquista 266, C1003ABF
C.A. de Buenos Aires, Argentina
Tel: (5411) 4348-3582
Fax: (5411) 4348-3794
Email: investig@bcra.gov.ar
Pág. Web: www.bcra.gov.ar

Las opiniones vertidas en este trabajo son exclusiva responsabilidad de los autores y no reflejan necesariamente la posición del Banco Central de la República Argentina. La serie ESTUDIOS BCRA *Documentos de Trabajo* está compuesta por material preliminar que se hace circular con el propósito de estimular el debate académico y recibir comentarios. Toda referencia que desee efectuarse a estos Documentos deberá contar con la autorización del o los autores.

Desigualdad, profundidad financiera e impacto en la cuenta corriente.¹

Jorge Carrera (BCRA, UNLP)

Esteban Rodríguez (BCRA)

Mariano Sardi (BCRA)

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 el estadio de desarrollo de la economía. Utilizando un panel de datos de 29 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. En particular, este efecto parece ser más fuerte para el caso de economías avanzadas que para los países en desarrollo. Por otro lado, no encontramos evidencias respecto a una relación entre la distribución personal del ingreso y el saldo de cuenta corriente. Este resultado contradice lo sugerido en la literatura reciente, muy centrada en el caso de los EEUU, donde se afirma que la concentración del ingreso en el extremo superior de la pirámide –los *top incomes*–, tiene una fuerte relación negativa con la cuenta corriente. Estas diferencias pueden deberse a que la relación entre concentración del ingreso y sector externo está mediada por diversos factores estructurales e idiosincrásicos, resultando en que el efecto final puede variar dependiendo de la muestra de países utilizadas. Dada la complejidad de estas relaciones, advertimos sobre el peligro de generalizar a las economías emergentes resultados basados sólo en el estudio de economías avanzadas.

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

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

¹ Una versión preliminar de este trabajo fue presentada en la XIX Reunión de la Red de Investigadores de Bancos Centrales del Continente Americano organizada por el Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos y en la XLIX Reunión Anual de la Asociación Argentina de Economía Política. Para esta actualización, se agradecen los comentarios recibidos por parte de Gabriel Cuadra, Nicolás Kreitmair, Daniel Heymann, Facundo Albornoz, Tamara Burdisso, Máximo Sangiacomo y George Mc Candless. 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.

Jorge Carrera, Esteban Rodríguez y Mariano Sardi

1. Introducción

La crisis financiera internacional iniciada en 2007 mostró su primera erupción en el mercado de crédito hipotecario de los EEUU. Hasta ese momento, dicho mercado era percibido como el paradigma de una innovación financiera muy original y agresiva, destinada a expandir el acceso al crédito a amplios sectores de la población, especialmente aquellos de ingresos medios y bajos. Esta profundización del sector financiero junto con el persistente deterioro de la cuenta corriente de EEUU, el cual es parte necesaria de la discusión acerca de los desbalance globales, han sido mencionados en mayor o menor medida como elementos causales de la crisis *subprime*. Pero con la profundización de la misma, volvió a cobrar relevancia la discusión acerca del rol de la desigualdad en los ingresos en la toma de decisiones de los agentes económicos, con su consecuente impacto macroeconómico. En concreto, la crisis puso en debate el triángulo causal entre el deterioro en la distribución del ingreso, 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 estas relaciones son específicas de algunas economías particulares o, por el contrario, si 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 el estadio de desarrollo de la economía.

Utilizando un panel de datos de 29 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, siendo este efecto más fuerte para las economías avanzadas que para las economías en desarrollo. Por otro lado, no encontramos evidencias respecto a una relación entre la distribución personal del ingreso y el saldo de cuenta corriente. Este resultado contradice lo sugerido en la literatura reciente, muy centrada en el caso de los EEUU, donde se afirma que la concentración del ingreso en el extremo superior de la pirámide –los *top incomes*-, tiene una fuerte relación negativa con la cuenta corriente. Estas diferencias pueden deberse a que la relación entre concentración del ingreso y sector externo está mediada por diversos factores estructurales e idiosincrásicos, resultando en que el efecto final puede variar dependiendo de la muestra de países utilizadas. Dada la complejidad de estas relaciones, advertimos sobre el peligro de generalizar a las economías emergentes resultados basados sólo en el estudio de economías avanzadas.

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

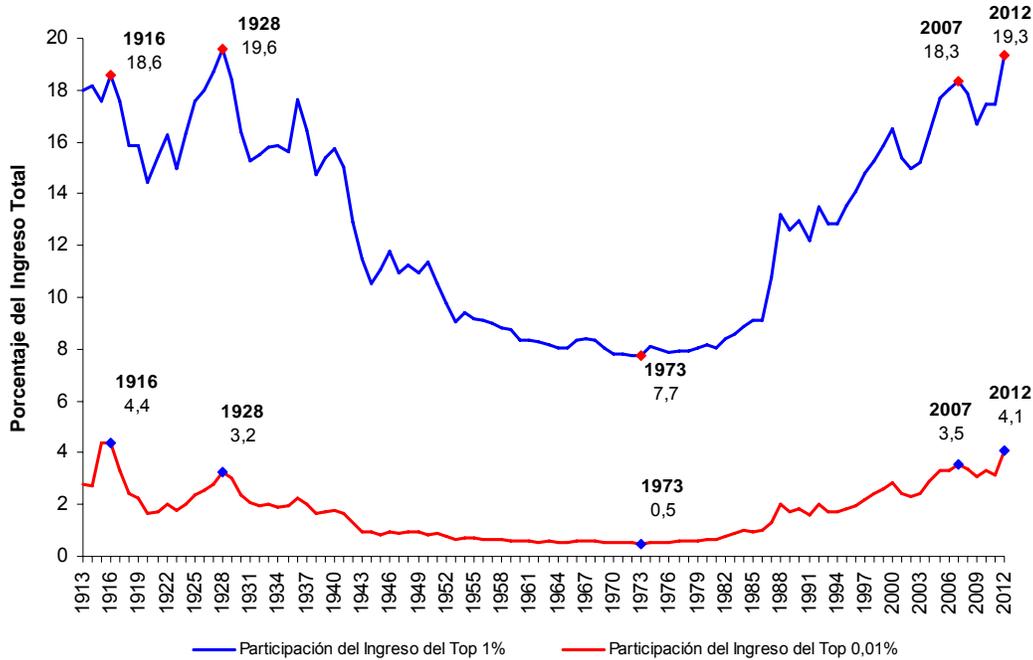
ciertas características presentes en la economía norteamericana y probablemente otros países avanzados, pero difícilmente generalizables a los países en desarrollo. En este sentido, nuestro trabajo intenta enriquecer el debate actual considerando cómo las diferencias estructurales y el estadio de desarrollo 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 opiniones de Krugman (2014a), 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 en los años previos a la última crisis, como también antes de la crisis 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 ingresos 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. De todas formas, en los últimos años han surgido una serie de argumentos basados en la *behavioral economics* que intentan 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.

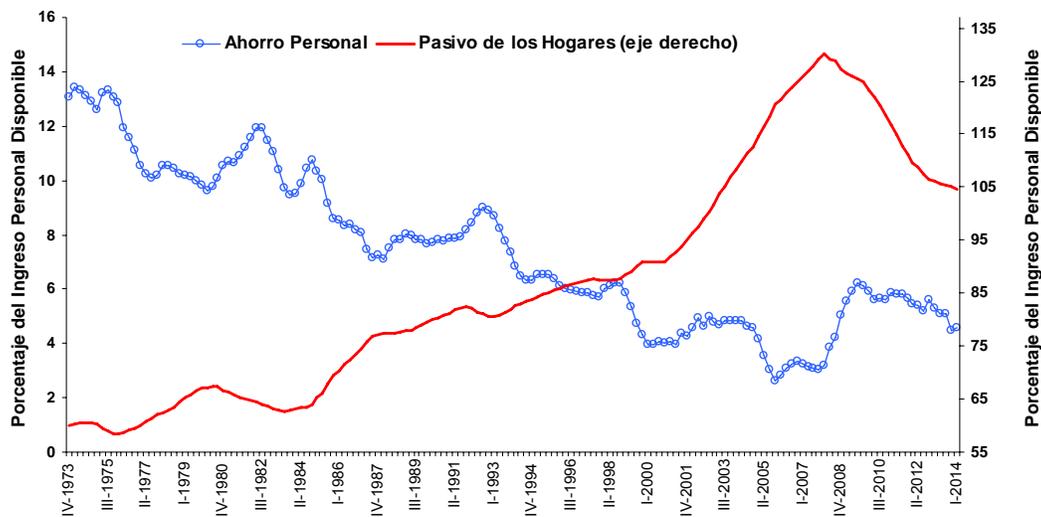
Otro autor que cuestiona los modelos tradicionales de consumo basados en la hipótesis del ingreso permanente es Robert Frank (2005), quien afirma que la utilidad individual no depende solamente del consumo absoluto sino también del consumo relativo respecto a algún grupo de referencia. Juliet Schor (2005) 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 puede desear 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 de 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. Nuevamente, 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 qué relación existe entre el saldo de cuenta corriente y la manera en que se distribuye y concentra el ingreso. En este sentido, nuestra primer hipótesis consiste en afirmar que el indicador de desigualdad que se utiliza es relevante y sostenemos la necesidad de

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.

Antes de continuar, quisiéramos realizar algunas aclaraciones sobre los alcances de nuestro trabajo. En primer lugar, no es nuestro objetivo discutir cuál es la mejor teoría del consumo agregado. Entendemos que tanto la hipótesis del ingreso permanente como los aportes de la *behavioural economics* constituyen explicaciones parciales, cuyos pesos relativos son motivo de discusión. En segundo lugar, tampoco pretendemos explicar el origen de la crisis *subprime* en los EEUU ni cual ha sido la responsabilidad del aumento de la desigualdad en la misma. Lo que aspiramos a mostrar es que la forma en que las cuestiones distributivas impactan en la macroeconomía depende de diversos factores estructurales, haciendo imposible identificar una única relación para el total de los países. En este sentido, nos sentimos cercanos a las últimas opiniones de Paul Krugman, quien se muestra escéptico respecto a que se pueda asociar un aumento en la desigualdad con la ocurrencia de crisis financieras, sugiriendo enfocarse en los canales de transmisión (Krugman, 2014b, 2014c).

3. Descripción de las Variables y Estrategia Econométrica.

Nuestro punto de partida es un panel de datos desbalanceado de 29 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.

² Los 29 países incluidos son: Alemania, Argentina, Australia, Canadá, China, Colombia, Corea, 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.

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. Una de las principales diferencias entre estos grupos de países es que las economías desarrolladas suelen tener sistemas financieros más sofisticados y profundos que las emergentes, pero esta no es la única diferencia. Consideramos que identificar en el panel estos dos grupos es una mejor manera de captar estas diferencias estructurales que introducir una gran cantidad de variables adicionales en el modelo econométrico. Esta identificación la realizaremos mediante una variable dummy que tomará valor 1 para el caso de las economías avanzadas y 0 para las emergentes. Si bien esta variable no la utilizaremos de manera independiente por su alta correlación con una de las variables de control³, la usaremos para analizar cómo interacciona el estadio de desarrollo con las variables de desigualdad y del sector financiero.

El modelo de Cuenta Corriente a estimar es el siguiente:

³ La correlación de esta dummy con el PBI per cápita a Paridad de Poder Adquisitivo relativo a EEUU es de 0,87.

Ecuación 1. Modelo de la Cuenta Corriente a estimar.

$$\begin{aligned} CC_{it} = & \alpha + \beta_1 dist_personal_{it} + \beta_2 dist_funcional_{it} + \\ & + \beta_3 crédito_bancario_{it} + \beta_4 crédito_oif_{it} + \\ & + \beta_5 avan_{it} * dist_personal_{it} + \beta_6 avan_{it} * dist_funcional_{it} + \\ & + \beta_7 avan_{it} * (crédito_bancario_{it} + crédito_oif_{it}) + \beta_8 X_{it} + \varepsilon_{it} \end{aligned}$$

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, $crédito_bancario_{it}$ y $crédito_oif_{it}$ son los ratios de crédito otorgado al sector privado por bancos y otras instituciones financieras, respectivamente, sobre PBI. La variable $avan_{it}$ es la dummy mencionada previamente, mientras que 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, señalando la fuente y el efecto esperado en el saldo de cuenta corriente de acuerdo a la teoría económica.

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.

Distribución Funcional del Ingreso (“part_salarial”). 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 de *total labor share* estimadas por Karabarbounis, L y Neiman, B. (2013).

Distribución Personal del Ingreso (“top1”, “top0_01” y “gini”). 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.

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%.

Crédito al Sector Privado (% PBI) (“cred_ban” y “cred_oif”). 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.

Balance Fiscal (% PBI) (“saldo_fiscal”). 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 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) (“pnae”). 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 (“pib_relativo”). 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

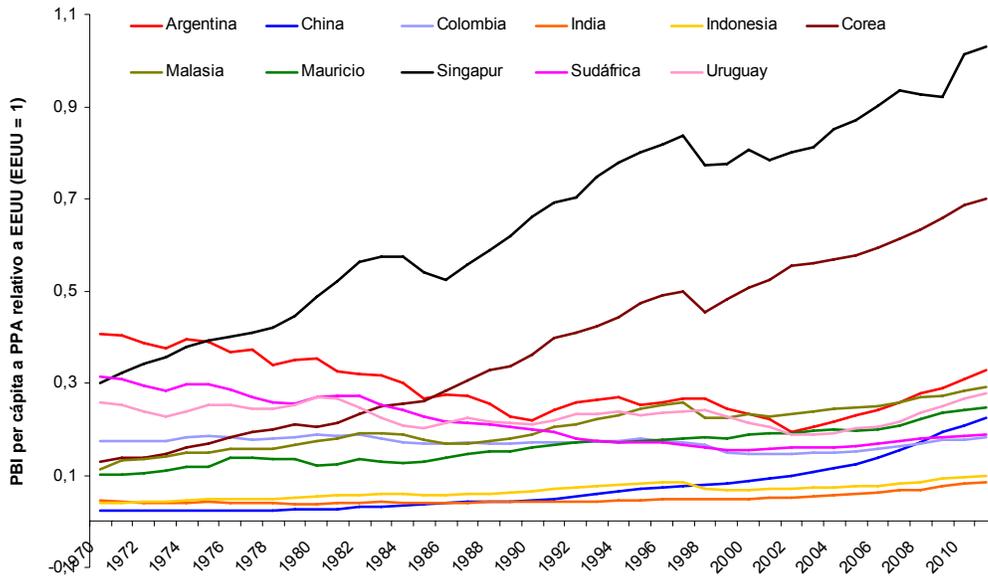
capital e incurrir en déficits de cuenta corriente. Para esta variable, se utilizaron datos de la Penn World Table.

Variabes Demográficas (“dep_mayor” y “dep_joven”). 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.

Dummy de país avanzado (“avan”). Como ya se indicó, esta variable toma valor 1 para los países avanzados y 0 para las economías emergentes. Siguiendo la clasificación utilizada por el FMI, el segundo grupo queda conformado por los siguientes 9 países: Argentina, China, Colombia, India, Indonesia, Malasia, Mauricio, Sudáfrica y Uruguay. Un tratamiento especial requieren los casos de Corea y Singapur, quienes hoy son considerados avanzados pero claramente no lo eran al inicio de la muestra, como se observa en el Gráfico 4. El criterio que se adoptó para estos países fue considerarlos emergentes hasta que su PBI per cápita relativo a EEUU alcanzó un nivel de 0,5. Si bien este valor es arbitrario, consideramos que a partir de ese momento la separación respecto al resto de las economías emergentes es bastante clara. De esta manera, Singapur empieza a considerarse una economía avanzada a partir de 1981, mientras que para Corea la variable dummy cambia su valor de 0 a 1 en el año 2000.

Ya se ha mencionado que esta variable correlaciona de manera significativa con la variable PIB per cápita relativo a EEUU, por lo que no se la introducirá de manera aislada en las regresiones sino sólo interactuando con las variables de desigualdad y crédito. Decidimos incluir esta variable dummy porque consideramos que ser una economía avanzada o una emergente depende de numerosos factores estructurales, más allá del PIB per cápita.

Gráfico 4. Convergencia de Corea y Singapur con las economías avanzadas.



Fuente: Elaboración propia en base a datos de la Penn World Table.

La manera en que la variable dummy nos ayuda a entender cómo el estadio de desarrollo interactúa con la desigualdad y con los ratios crediticios es a través de las siguientes derivadas parciales obtenidas a partir de la Ecuación 1.

Ecuación 2.1

$$\frac{\partial E(CC_{it} | X_{it})}{\partial dist_personal_{it}} = \beta_1 + \beta_5 avan_{it}$$

Ecuación 2.2

$$\frac{\partial E(CC_{it} | X_{it})}{\partial dist_funcional_{it}} = \beta_1 + \beta_6 avan_{it}$$

Ecuación 2.3

$$\frac{\partial E(CC_{it} | X_{it})}{\partial crédito_bancario_{it}} = \beta_1 + \beta_7 avan_{it}$$

Ecuación 2.4

$$\frac{\partial E(CC_{it} | X_{it})}{\partial crédito_oif_{it}} = \beta_1 + \beta_7 avan_{it}$$

Donde X_{it} es el vector de todas las variables explicativas y de control que estamos considerando. De esta manera, el valor de estas derivadas parciales varía dependiendo de si la variable dummy “ $avan_{it}$ ” vale 1 o 0.

Al trabajar con un panel cuya dimensión temporal es relativamente grande (T=41), se deben considerar las cuestiones de no estacionariedad propias de las series de tiempo, el cual se realiza en el Anexo I.

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 ponderador⁴. Las estimaciones que se presentan en la próxima sección fueron estimadas por Efectos Fijos, aunque en el Anexo II se realiza un análisis de robustez repitiendo las regresiones con Pooled OLS (POLS). Estas metodologías fueron utilizadas en la literatura previa, por lo que los resultados son comparables. También siguiendo las recomendaciones de la literatura, para aislar los efectos del ciclo económico se trabajó con promedios no superpuestos de 3 años. De esta manera, contamos con 14 observaciones para el período 1970-2011.

4. Resultados.

En primer lugar, estimamos el modelo para el panel de 29 países sin diferenciar entre economías avanzadas y emergentes. 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. Por otro lado, los coeficientes asociados a los top incomes y al Gini no resultan significativos en ningún caso, contradiciendo los resultados de la literatura previa. Sí resultan muy significativos los ratios crediticios, mostrando una clara relación negativa con el saldo de cuenta corriente, siendo más fuerte esta relación para el crédito de otras instituciones financieras. En cuanto a las variables de control, el saldo fiscal y la posición neta de activos externos muestran coeficientes positivos en aquellas regresiones donde son significativos, tal como se esperaba. Los ratios de dependencia poblacional sólo son significativos en algunas de las regresiones pero los signos de los coeficientes son contradictorios. Por último, en los casos en que el PBI per cápita relativo resulta significativo, el signo del coeficiente es positivo.

⁴ 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.

Tabla 2. Resultados sin diferenciar entre países avanzados y emergentes. (EF)

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
	ca	ca	ca	ca	ca	ca	ca
saldo_fiscal	0.068 (0.66)	0.223** (2.14)	0.210 (1.57)	0.199* (1.95)	0.089 (0.91)	0.139 (0.97)	0.070 (0.64)
dep_mayor	-0.201 (-1.45)	-0.036 (-0.22)	0.299* (1.75)	0.092 (0.64)	-0.295* (-1.84)	-0.162 (-0.70)	-0.229 (-1.40)
dep_joven	-0.169 (-1.29)	0.132 (1.30)	-0.202 (-1.28)	0.204** (2.19)	-0.355** (-2.38)	-0.657*** (-3.18)	-0.193 (-1.35)
pib_relativo	6.074 (0.91)	12.735*** (2.70)	1.298 (0.19)	9.958* (1.90)	6.295 (0.96)	-4.593 (-0.52)	5.790 (0.85)
pnae	0.037*** (2.77)	0.045** (2.64)	-0.029 (-0.76)	0.041*** (2.97)	0.028* (1.79)	-0.023 (-0.45)	0.037*** (2.69)
cred_ban	-0.040** (-2.13)	-0.066*** (-3.57)	-0.036* (-1.91)	-0.055*** (-2.78)	-0.041** (-2.35)	-0.038** (-2.22)	-0.038* (-1.95)
cred_oif	-0.091*** (-3.78)	-0.097*** (-3.24)	-0.079** (-2.38)	-0.113*** (-4.18)	-0.087*** (-3.36)	-0.077** (-2.58)	-0.089*** (-3.29)
part_salarial	-0.611*** (-3.86)				-0.810*** (-4.55)	-0.712*** (-3.30)	-0.625*** (-3.72)
top1		-0.227 (-1.02)			0.029 (0.14)		
top0_01			0.008 (0.01)			0.217 (0.18)	
gini				-0.029 (-0.27)			0.014 (0.10)
_cons	26.146*** (3.05)	-9.717** (-2.59)	-0.605 (-0.12)	-7.641* (-1.88)	36.180*** (3.90)	40.642*** (3.76)	27.081*** (2.99)
N	81	84	62	93	71	52	78
adj. R ²	0.515	0.537	0.278	0.485	0.625	0.505	0.512

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.

A continuación, se introduce en las regresiones la variable dummy que distingue entre países avanzados y emergentes. En primer lugar, sólo se analiza la interacción de esta variable con las de desigualdad, presentándose los resultados en la Tabla 3. La participación del salario en el ingreso conserva el signo negativo pero pierde significatividad. De todas formas, en 3 de 4 regresiones resulta altamente significativo el coeficiente que evalúa la interacción entre la participación salarial y el grado de desarrollo. Estos dos resultados tomados simultáneamente sugieren que una mayor participación del salario repercute negativamente en la cuenta corriente para los países avanzados, pero no así para los países emergentes.

Tabla 3. Resultados con interacción entre grado de desarrollo y desigualdad (EF)

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
	ca	ca	ca	ca	ca	ca	ca
saldo_fiscal	0.009 (0.09)	0.226** (2.19)	0.243* (1.77)	0.209** (2.01)	0.073 (0.77)	0.183 (1.29)	0.021 (0.20)
dep_mayor	-0.201 (-1.52)	0.116 (0.59)	0.429** (2.05)	0.127 (0.81)	-0.316 (-1.63)	-0.069 (-0.28)	-0.226 (-1.35)
dep_joven	-0.139 (-1.10)	0.195* (1.78)	-0.210 (-1.34)	0.247** (2.07)	-0.338** (-2.24)	-0.616*** (-2.99)	-0.178 (-1.15)
pib_relativo	4.911 (0.77)	13.046*** (2.79)	-2.053 (-0.28)	10.747* (1.97)	3.966 (0.62)	-10.076 (-1.09)	4.067 (0.62)
pnae	0.033** (2.55)	0.042** (2.52)	-0.046 (-1.13)	0.041*** (2.95)	0.027* (1.82)	-0.042 (-0.78)	0.031** (2.31)
cred_ban	-0.026 (-1.41)	-0.058*** (-2.98)	-0.027 (-1.30)	-0.054*** (-2.75)	-0.035* (-1.96)	-0.025 (-1.37)	-0.026 (-1.35)
cred_oif	-0.092*** (-4.00)	-0.107*** (-3.52)	-0.084** (-2.52)	-0.116*** (-4.20)	-0.086*** (-3.35)	-0.073** (-2.43)	-0.100*** (-3.67)
part_salarial	-0.345* (-1.91)				-0.371 (-1.54)	-0.116 (-0.23)	-0.314 (-1.57)
top1		-0.502* (-1.75)			-0.045 (-0.18)		
top0_01			-2.546 (-0.96)			-0.105 (-0.03)	
gini				-0.088 (-0.60)			0.107 (0.57)
sal_avan	-0.707*** (-2.68)				-0.708** (-2.42)	-0.695 (-1.35)	-0.765** (-2.66)
top1_avan		0.574 (1.50)			0.075 (0.21)		
top0_01_avan			3.133 (1.07)			0.341 (0.10)	
gini_avan				0.132 (0.58)			0.029 (0.10)
_cons	38.314*** (4.10)	-9.692** (-2.60)	1.904 (0.35)	-7.912* (-1.93)	43.058*** (4.49)	43.732*** (3.99)	39.354*** (4.03)
<i>N</i>	81	84	62	93	71	52	78
adj. <i>R</i> ²	0.560	0.546	0.280	0.480	0.658	0.524	0.554

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.

Nuevamente, los top incomes no resultan significativos, contradiciendo los hallazgos de la literatura previa. Sí resultan altamente significativos y negativos los ratios crediticios, sugiriendo que a mayor profundidad del sistema financiero menor es el saldo de cuenta corriente. El saldo fiscal y la posición neta de activos externos presentan los signos

esperados, mientras que los ratios de dependencia poblacional vuelven a mostrar signos contradictorios.

Tabla 4. Resultados con interacción del grado de desarrollo con desigualdad y ratios de crédito (EF)

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
	ca	ca	ca	ca	ca	ca	ca
saldo_fiscal	0.019 (0.19)	0.231** (2.21)	0.310** (2.56)	0.217** (2.04)	0.072 (0.74)	0.244* (1.88)	0.027 (0.24)
dep_mayor	-0.167 (-1.13)	0.139 (0.68)	0.482** (2.64)	0.144 (0.88)	-0.319 (-1.54)	0.054 (0.24)	-0.202 (-1.10)
dep_joven	-0.098 (-0.67)	0.221* (1.76)	-0.158 (-1.15)	0.268** (2.04)	-0.342* (-1.84)	-0.315 (-1.50)	-0.149 (-0.84)
pib_relativo	4.510 (0.70)	12.740*** (2.68)	-10.062 (-1.49)	10.504* (1.90)	4.008 (0.62)	-14.286* (-1.70)	3.827 (0.57)
pnae	0.031** (2.35)	0.041** (2.36)	-0.056 (-1.56)	0.039*** (2.74)	0.027* (1.79)	-0.037 (-0.78)	0.030** (2.14)
cred_ban	-0.045 (-1.14)	-0.075* (-1.67)	-0.206*** (-4.18)	-0.070 (-1.59)	-0.033 (-0.69)	-0.176*** (-3.33)	-0.039 (-0.90)
cred_oif	-0.113** (-2.49)	-0.128** (-2.26)	-0.251*** (-4.85)	-0.134** (-2.57)	-0.084 (-1.54)	-0.210*** (-3.96)	-0.114** (-2.23)
part_salarial	-0.313 (-1.64)				-0.378 (-1.27)	0.570 (1.13)	-0.289 (-1.35)
top1		-0.463 (-1.53)			-0.049 (-0.18)		
top0_01			-0.301 (-0.13)			3.004 (0.98)	
gini				-0.082 (-0.55)			0.108 (0.57)
sal_avan	-0.743*** (-2.72)				-0.701** (-2.07)	-1.281** (-2.56)	-0.792** (-2.63)
top1_avan		0.551 (1.41)			0.079 (0.21)		
top0_01_avan			0.019 (0.01)			-4.172 (-1.19)	
gini_avan				0.130 (0.56)			0.021 (0.07)
cred_avan	0.025 (0.54)	0.022 (0.43)	0.217*** (3.90)	0.020 (0.40)	-0.002 (-0.04)	0.187*** (3.01)	0.017 (0.33)
_cons	37.876*** (4.01)	-9.867** (-2.62)	4.504 (0.94)	-8.151* (-1.95)	43.165*** (4.31)	34.188*** (3.31)	38.944*** (3.93)
N	81	84	62	93	71	52	78
adj. R ²	0.555	0.540	0.453	0.474	0.651	0.618	0.547

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 la Tabla 4 se muestran los resultados de las regresiones una vez que se introduce la interacción entre ratios crediticios y grado de desarrollo. Al igual que en el caso anterior, la participación del salario en el ingreso sólo parece tener un efecto significativo y negativo en la cuenta corriente para las economías avanzadas, mientras que no se detecta ninguna relación significativa entre top incomes y cuenta corriente. Los ratios crediticios conservan la significatividad y el signo negativo de sus coeficientes y no parece haber diferencias significativas entre países avanzados y emergentes. En efecto, la interacción entre ratios crediticios y grado de desarrollo sólo resulta significativa en las regresiones donde se incluye el Top 0,01% como variable explicativa, que son aquellas donde la muestra es más reducida por lo que no se puede afirmar que sea un resultado robusto. El resto de las variables de control se comporta de manera similar a las regresiones anteriores.

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 para países avanzados como en desarrollo. 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 resulta más significativo para las economías avanzadas, 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.

Al contrario de lo que sugiere la literatura reciente, no encontramos evidencia de una relación significativa entre cuenta corriente y la desigualdad medida por los tops incomes o por el coeficiente de Gini. Esto puede ser resultado de la inexistencia de una relación entre variables o a la coexistencia de diferentes relaciones que se anulan en el panel. En este sentido, reconocemos que limitar el estudio a aquellos países donde existen estadísticas de top incomes limita excesivamente el tamaño del panel, impidiendo realizar análisis más profundos sobre las diferencias que pudieran existir entre países.

Las regresiones estimadas nos hacen pensar que la asociación que se halla en la literatura reciente entre desigualdad y endeudamiento no es generalizable para cualquier país. 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. Pero se debe ser cuidadoso a la hora de extender este análisis a los países emergentes.

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.

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.

Anexo I

Análisis de Estacionariedad de las Series de Tiempo

Al trabajar con un panel cuya dimensión temporal es relativamente grande ($T=41$), se deben considerar las cuestiones de no estacionariedad propias de las series de tiempo. Por este motivo, a continuación se presentan los resultados de dos de los tests de raíz unitaria más utilizados, el desarrollado por Im, Pesaran y Shin (2003) y el de Maddala y Wu (1999). En ambos casos, la Hipótesis Nula consiste en considerar que todos los paneles tienen una raíz unitaria, mientras la hipótesis alternativa afirma que algunos de los paneles son estacionarios. La principal diferencia entre ambos tests es que el IPS define al estadístico \bar{t}_{IPS} como el promedio de los estadísticos t individuales de la regresión aumentada del test de Dickey-Fuller, mientras que Maddala y Wu proponen un test estadístico que es un promedio de los logaritmos de los p-values asociados al estadístico t de cada unidad (Burdisso y Sangiácomo, 2014). Ambos tests requieren paneles balanceados y la independencia de las variables en la dimensión de corte transversal, lo cual no es un supuesto para los paneles macro como el de este trabajo, dada la presencia de factores comunes globales tales como globalización, desarrollo del sector financiero, transición demográfica, etc. Por estos motivos, para cada variable se ajustó la cantidad de países de modo de mantener el panel balanceado y se restó a cada variable la media correspondiente a cada año de la muestra (*de-meaning*). Los resultados se muestran en las siguientes tablas:

Tabla 5. Tests de raíz unitaria para las series en niveles

	IPS				MW			
	Sin Tendencia		Con Tendencia		Sin Tendencia		Con Tendencia	
	W-t-bar	p-value	W-t-bar	p-value	χ^2	p-value	χ^2	p-value
cc	-4.22	0.00 ***	-5.56	0.00 ***	105.12	0.00 ***	96.80	0.00 ***
pnae	1.03	0.85	-0.48	0.31	31.34	0.99	43.17	0.80
saldo_fiscal	-2.40	0.008 ***	-0.79	0.21	60.88	0.047 **	37.415	0.75
pib_relativo	0.95	0.83	-0.31	0.38	39.53	0.97	22.93	1.00
dep_mayor	-11.16	0.00 ***	-23.01	0.00 ***	189.797	0.00 ***	414.92	0.00 ***
dep_joven	-16.62	0.00 ***	-52.03	0.00 ***	827.63	0.00 ***	173.76	0.00 ***
cred_ban	2.75	1.00	2.07	0.98	8.88	1.00	3.58	1.00
cred_oif	5.57	1.00	1.06	0.86	1.97	1.00	6.52	0.98
part_salarial	-3.97	0.00 ***	-1.89	0.03 **	84.34	0.00 ***	67.74	0.00 ***
top1	-1.96	0.03 **	-2.12	0.02 **	19.444	0.62	38.59	0.02 **
top0_01	1.15	0.87	-1.83	0.03 **	4.991	0.76	11.08	0.20
gini	-2.90	0.00 ***	-0.74	0.23	47.49	0.65	28.01	0.99

*, ** y *** indican el rechazo de la hipótesis nula con un nivel de significatividad del 10%, 5% y 1%, respectivamente.

Los resultados de estos tests sugieren que el saldo de cuenta corriente, el saldo fiscal, los ratios de dependencia poblacional y la participación salarial en el ingreso, son

variables estacionarias. Por otro lado, la posición neta de activos externos, el PIB relativo y los ratios crediticios son series integradas de orden 1, siendo dudosos los casos de los top incomes y del coeficiente Gini.

Tabla 6. Tests de raíz unitaria para las series en diferencias

	IPS				MW			
	Sin Tendencia		Con Tendencia		Sin Tendencia		Con Tendencia	
	W-t-bar	p-value	W-t-bar	p-value	χ^2	p-value	χ^2	p-value
Δ cc	-29.77	0.00 ***	-27.88	0.00 ***	970.08	0.00 ***	811.49	0.00 ***
Δ pnae	-22.32	0.00 ***	-19.21	0.00 ***	894.02	0.00 ***	784.87	0.00 ***
Δ saldo_fiscal	-13.20	0.00 ***	-10.64	0.00 ***	313.68	0.00 ***	228.65	0.00 ***
Δ pib_relativo	-19.55	0.00 ***	-17.98	0.00 ***	507.17	0.00 ***	443.21	0.00 ***
Δ dep_mayor	-18.54	0.00 ***	-18.96	0.00 ***	391.33	0.00 ***	534.94	0.00 ***
Δ dep_joven	-25.93	0.00 ***	-28.30	0.00 ***	639.26	0.00 ***	968.61	0.00 ***
Δ cred_ban	-10.21	0.00 ***	-9.43	0.00 ***	148.46	0.00 ***	126.30	0.00 ***
Δ cred_oif	-8.78	0.00 ***	-8.86	0.00 ***	82.64	0.00 ***	63.58	0.00 ***
Δ part_salarial	-13.06	0.00 ***	-11.37	0.00 ***	265.01	0.00 ***	227.11	0.00 ***
Δ top1	-17.46	0.00 ***	-15.90	0.00 ***	265.07	0.00 ***	207.44	0.00 ***
Δ top0_01	-13.45	0.00 ***	-13.03	0.00 ***	148.49	0.00 ***	129.16	0.00 ***
Δ gini	-9.71	0.00 ***	-6.98	0.00 ***	338.51	0.00 ***	282.48	0.00 ***

*, ** y *** indican el rechazo de la hipótesis nula con un nivel de significatividad del 10%, 5% y 1%, respectivamente.

Siguiendo a Burdisso y Sangiácomo (2014), el *de-meaning* aplicado para lidiar con la dependencia de corte transversal no es suficiente ya que supone la homogeneidad en el impacto de los factores no observables sobre las unidades. Es por eso que recomiendan la aplicación de tests de raíz unitaria de segunda generación como el de Pesarán (2007), el cual incorpora en las ecuaciones de Dickey-Fuller los promedios por país tanto del regresor como de la variable dependiente, promediando los estadísticos individuales para obtener el denominado CIPS (cross-sectional Im Pesaran y Shin). Nuevamente, al aplicar este test fue necesario ajustar la cantidad de países y el período muestral para cada variable, de modo de mantener el panel balanceado. La hipótesis nula es que todos los paneles son no estacionarios, siendo la hipótesis alternativa la existencia de algunos paneles estacionarios. Las tablas 7 a 9 resumen los resultados.

La principal diferencia con lo que mostraban los tests IPS y MW es que el saldo fiscal y el coeficiente de Gini ahora deben considerarse como I(1). Si bien los resultados del test CIPS indican que los top incomes serían estacionarios, la exigencia de mantener balanceado el panel le hace perder robustez a estos resultados, ya que fueron obtenidos con una muestra de pocos países.

La presencia de raíces unitarias en series de tiempo es problemática ya que resulta en regresiones espurias. Pero como señalaron Pesaran y Smith (1995), el problema de correlación espuria no se origina en las regresiones de corte transversal que surgen al

colapsar la dimensión temporal, aun cuando la serie de tiempo de cada país contenga una raíz unitaria. Esta observación fue la que condujo a que el problema de correlación espuria se vea bastante mitigado al promediar las unidades (Burdisso y Sangiácomo, 2014).

Tabla 7. Test CIPS. Series en Niveles sin Tendencia

Variable	N	T	CIPS	
cc	27	42	-2.784	***
pnae	26	42	-1.416	No Rechaza
saldo_fiscal	22	24	-1.793	No Rechaza
pib_relativo	29	42	-1.156	No Rechaza
dep_mayor	29	42	-3.112	***
dep_joven	29	42	-2.866	***
cred_ban	18	39	-1.039	No Rechaza
cred_oif	8	33	-1.033	No Rechaza
part_salarial	14	31	-2.087	*
top1	11	35	-3.066	***
top0_01	4	41	-2.357	**
gini	26	34	-1.431	No Rechaza

*, ** y *** indican el rechazo de la hipótesis nula con un nivel de significatividad del 10%, 5% y 1%, respectivamente.

Tabla 8. Test CIPS. Series en Niveles con Tendencia

Variable	N	T	CIPS	
cc	27	42	-2.886	***
pnae	26	42	-2.316	No Rechaza
saldo_fiscal	22	24	-2.176	No Rechaza
pib_relativo	29	42	-1.508	No Rechaza
dep_mayor	29	42	-3.259	***
dep_joven	29	42	-3.174	***
cred_ban	18	39	-2.150	No Rechaza
cred_oif	8	33	-1.754	No Rechaza
part_salarial	14	31	-2.000	No Rechaza
top1	11	35	-3.343	***
top0_01	4	41	-3.379	***
gini	26	34	-2.129	No Rechaza

*, ** y *** indican el rechazo de la hipótesis nula con un nivel de significatividad del 10%, 5% y 1%, respectivamente.

Tabla 9. Test CIPS. Series en Diferencias sin Tendencia

Variable	N	T	CIPS	
Δ cc	27	41	-5.720	***
Δ pnae	26	41	-5.189	***
Δ saldo_fiscal	22	23	-4.101	***
Δ pib_relativo	29	41	-3.848	***
Δ dep_mayor	29	41	-1.582	No Rechaza
Δ dep_joven	29	41	-2.678	***
Δ cred_ban	18	38	-2.999	***
Δ cred_oif	8	32	-3.686	***
Δ part_salarial	14	30	-4.366	***
Δ top1	11	34	-5.438	***
Δ top0_01	4	40	-5.520	***
Δ gini	26	33	-3.793	***

*, ** y *** indican el rechazo de la hipótesis nula con un nivel de significatividad del 10%, 5% y 1%, respectivamente.

Resulta necesario mencionar que, a la luz de todo el análisis anterior, la literatura sugiere utilizar el estimador mean Group FMOLS (Fully Modified Ordinary Least Squares) o el DOLS (Dynamic OLS). Estas metodologías requieren paneles balanceados o al menos no muy incompletos por lo que nos fue imposible aplicarlas en este trabajo. La elección de la metodología de Efectos Fijos y Pooled OLS obedece a que ha sido empleada por la literatura previa, por lo que se facilita la comparación de los resultados.

Anexo II

Análisis de Robustez. Regresiones con Pooled OLS (POLS)

Tabla 8. Resultados sin diferenciar entre países avanzados y emergentes. (POLS)

	(1) ca	(2) ca	(3) ca	(4) ca	(5) ca	(6) ca	(7) ca
saldo_fiscal	0.249*** (3.06)	0.145 (1.65)	0.039 (0.43)	0.204** (2.57)	0.231** (2.53)	0.116 (1.21)	0.240*** (2.71)
dep_mayor	0.029 (0.44)	-0.094 (-1.08)	0.047 (0.56)	-0.049 (-0.62)	-0.008 (-0.09)	0.035 (0.41)	0.043 (0.51)
dep_joven	-0.161** (-2.21)	-0.077 (-0.98)	-0.149 (-1.60)	0.002 (0.02)	-0.299*** (-3.09)	-0.392*** (-2.97)	-0.150* (-1.71)
pib_relativo	0.679 (0.46)	1.612 (1.11)	-1.186 (-0.50)	0.204 (0.15)	0.441 (0.27)	-4.417 (-0.98)	0.495 (0.32)
pnae	0.069*** (11.27)	0.079*** (11.11)	0.050*** (3.27)	0.083*** (10.97)	0.066*** (9.31)	0.045** (2.55)	0.070*** (8.19)
cred_ban	-0.008 (-0.83)	-0.020* (-1.94)	-0.010 (-0.94)	-0.011 (-1.09)	-0.019* (-1.87)	-0.012 (-1.00)	-0.007 (-0.66)
cred_oif	-0.029* (-1.86)	-0.045*** (-3.76)	-0.047*** (-4.00)	-0.041*** (-3.63)	-0.027 (-1.66)	-0.024 (-1.25)	-0.027 (-1.59)
part_salarial	-0.170* (-1.69)				-0.237** (-2.27)	-0.156 (-1.13)	-0.183* (-1.79)
top1		-0.269* (-1.77)			-0.035 (-0.23)		
top0_01			-0.022 (-0.03)			0.550 (0.53)	
gini				-0.128* (-1.98)			-0.014 (-0.17)
_cons	9.231* (1.90)	-0.142 (-0.12)	1.593 (0.93)	0.596 (0.53)	12.999** (2.51)	12.116** (2.27)	10.148** (2.03)
N	81	84	62	93	71	52	78
adj. R ²	0.848	0.835	0.501	0.809	0.885	0.600	0.846

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 con interacción entre grado de desarrollo y desigualdad (POLS)

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
	ca	ca	ca	ca	ca	ca	ca
saldo_fiscal	0.265*** (2.85)	0.170* (1.86)	0.034 (0.36)	0.173** (2.09)	0.267*** (2.85)	0.131 (1.27)	0.204** (2.01)
dep_mayor	0.008 (0.10)	-0.037 (-0.36)	0.078 (0.63)	-0.112 (-1.18)	-0.199 (-1.34)	-0.041 (-0.25)	-0.123 (-1.03)
dep_joven	-0.168** (-2.22)	-0.030 (-0.32)	-0.133 (-1.25)	-0.044 (-0.55)	-0.314*** (-2.87)	-0.427*** (-2.70)	-0.276** (-2.65)
pib_relativo	0.121 (0.06)	0.879 (0.54)	-1.572 (-0.59)	0.694 (0.48)	-1.491 (-0.75)	-6.024 (-1.11)	0.588 (0.28)
pnae	0.070*** (9.96)	0.082*** (10.78)	0.049*** (3.18)	0.082*** (10.69)	0.076*** (8.35)	0.050** (2.51)	0.068*** (7.61)
cred_ban	-0.010 (-0.91)	-0.017 (-1.60)	-0.008 (-0.71)	-0.015 (-1.40)	-0.030** (-2.49)	-0.019 (-1.13)	-0.016 (-1.34)
cred_oif	-0.029* (-1.84)	-0.050*** (-3.89)	-0.050*** (-3.37)	-0.036*** (-2.99)	-0.015 (-0.81)	-0.021 (-0.99)	-0.010 (-0.57)
part_salarial	-0.193 (-1.64)				-0.419*** (-2.87)	-0.210 (-1.23)	-0.275** (-2.25)
top1		-0.393** (-2.03)			-0.189 (-0.94)		
top0_01			-0.664 (-0.33)			0.513 (0.21)	
gini				-0.080 (-1.05)			0.087 (0.94)
sal_avan	0.018 (0.38)				0.106* (1.81)	0.041 (0.60)	0.029 (0.61)
top1_avan		0.249 (1.04)			-0.053 (-0.23)		
top0_01_avan			0.883 (0.34)			-0.133 (-0.05)	
gini_avan				-0.141 (-1.20)			-0.287** (-2.20)
_cons	10.076* (1.88)	0.464 (0.36)	1.913 (0.98)	-0.116 (-0.09)	19.364*** (3.11)	14.343** (2.07)	12.781** (2.35)
<i>N</i>	81	84	62	93	71	52	78
adj. <i>R</i> ²	0.846	0.835	0.492	0.810	0.887	0.584	0.853

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 con interacción del grado de desarrollo con desigualdad y ratios de crédito (POLS)

	(1) ca	(2) ca	(3) ca	(4) ca	(5) ca	(6) ca	(7) ca
saldo_fiscal	0.234** (2.41)	0.173* (1.86)	0.064 (0.70)	0.172** (2.04)	0.268*** (2.78)	0.168 (1.66)	0.193* (1.87)
dep_mayor	-0.015 (-0.17)	-0.044 (-0.41)	0.024 (0.20)	-0.108 (-1.10)	-0.201 (-1.32)	-0.174 (-1.01)	-0.114 (-0.94)
dep_joven	-0.196** (-2.47)	-0.032 (-0.34)	-0.131 (-1.29)	-0.044 (-0.54)	-0.313*** (-2.81)	-0.371** (-2.41)	-0.285*** (-2.70)
pib_relativo	-0.742 (-0.33)	1.120 (0.58)	0.554 (0.21)	0.564 (0.33)	-1.429 (-0.66)	-6.222 (-1.20)	-0.047 (-0.02)
pnae	0.072*** (10.00)	0.082*** (10.30)	0.027 (1.50)	0.082*** (10.57)	0.076*** (8.26)	0.045** (2.31)	0.069*** (7.61)
cred_ban	0.002 (0.14)	-0.019 (-1.22)	-0.037** (-2.26)	-0.013 (-0.83)	-0.031 (-1.67)	-0.067** (-2.38)	-0.006 (-0.35)
cred_oif	-0.014 (-0.69)	-0.051*** (-3.70)	-0.057*** (-3.93)	-0.035*** (-2.71)	-0.016 (-0.74)	-0.046* (-1.94)	-0.003 (-0.14)
part_salarial	-0.253* (-1.97)				-0.416*** (-2.73)	-0.241 (-1.47)	-0.305** (-2.35)
top1		-0.394** (-2.02)			-0.191 (-0.93)		
top0_01			-1.887 (-0.94)			-2.141 (-0.79)	
gini				-0.079 (-1.04)			0.084 (0.91)
sal_avan	0.028 (0.58)				0.106* (1.80)	0.117 (1.55)	0.033 (0.69)
top1_avan		0.232 (0.91)			-0.058 (-0.24)		
top0_01_avan			0.873 (0.35)			1.126 (0.40)	
gini_avan				-0.134 (-1.06)			-0.252* (-1.80)
cred_avan	-0.022 (-1.16)	0.004 (0.23)	0.049** (2.39)	-0.003 (-0.15)	0.001 (0.08)	0.055** (2.08)	-0.015 (-0.69)
_cons	13.726** (2.21)	0.213 (0.13)	-0.597 (-0.28)	0.047 (0.03)	19.138*** (2.76)	12.050* (1.79)	14.964** (2.38)
N	81	84	62	93	71	52	78
adj. R ²	0.847	0.833	0.534	0.807	0.885	0.616	0.851

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.
- Burdisso, T. y Sangiácomo, M. (2014). "Series de tiempo en panel", Mimeo.
- 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.
- Im, K. S.; Pesaran, M. H. y Shin, Y. (2003). “Testing for unit roots in heterogeneous panels”, *Journal of Econometrics* 115: 53-74.
- 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. (2014a). “Why we’re in a new gilded age”
<http://www.nybooks.com/articles/archives/2014/may/08/thomas-piketty-new-gilded-age/>
- Krugman, P. (2014b). “Inequality and Crisis: Scandinavian Skepticism” , Post en el blog *The Conscience of a Liberal* del New York Times. Consultado en Diciembre de 2014 y disponible en:
<http://krugman.blogs.nytimes.com/2014/11/21/inequality-and-crises-scandinavian-skepticism/>
- Krugman, P. (2014c). “Inequality and Economic Performance” , Post en el blog *The Conscience of a Liberal* del New York Times. Consultado en Diciembre de 2014 y disponible en:
<http://krugman.blogs.nytimes.com/2014/12/02/inequality-and-economic-performance/>
Basado en una presentación disponible en:
https://webspace.princeton.edu/users/pkrugman/PK_Columbia.pdf
- 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>
- Maddala, G.S. y Wu, S. (1999), “A comparative study of unit root tests with panel data and a new simple test”, *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, Vol.61 (Special Issue), pp.631-652.

- 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>
- Pesaran, M. H. (2007). "A simple panel unit root test in the presence of cross-section dependence", Journal of Applied Econometrics 22, 265-312.
- 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-suvs>
- 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>