

El G20 frente a los desequilibrios externos y la distribución regresiva del ingreso

Entre la ortodoxia y Trump una propuesta para la coordinación macroeconómica

Jorge Carrera

NOVIEMBRE 2018

- El G20 postula la necesidad de un crecimiento fuerte, equilibrado y sostenible. Tal objetivo está dificultado por la redistribución regresiva del ingreso que dificulta la sostenibilidad política y social del mismo y los desequilibrios globales persistentes de las cuentas corrientes de los países que ponen en riesgo la estabilidad del sistema financiero internacional.
- Este trabajo muestra que estos dos problemas de crecimiento global están interrelacionados. Países que inducen una mejora en la participación de los trabajadores en el ingreso provocan un deterioro de la cuenta corriente, mientras que intentar resolver los desequilibrios de esta última por la vía del ajuste en los países deficitarios tiende a deprimir la actividad a nivel global.
- Por ello, en economías integradas internacionalmente es necesario atender de manera simultánea ambos objetivos.
- Este trabajo discute alternativas para que, en el marco de la actual gobernanza global, sea posible alcanzar los objetivos de mejorar la distribución del ingreso y reducir los desequilibrios de cuenta corriente.
- Se muestra que las principales alternativas actualmente en curso no son cooperativas, como ocurre con las propuestas de ajuste del FMI o las “nuevas” políticas proteccionistas de Trump. Estas son negativas para la economía global, porque introducen un sesgo contractivo en un caso y desalientan el comercio global en el otro.
- Frente a ellas, se propone una alternativa de coordinación internacional de políticas redistributivas, que implementadas secuencialmente, pueden ser una solución superior. Esta propuesta podría debatirse en el marco del G20.



Índice

■ Resumen ejecutivo	5
■ 1. Introducción. Dos objetivos para la economía global	7
■ 2. Desigualdad y participación del trabajo en el ingreso	8
■ 3. Los desequilibrios globales de la CC de la balanza de pagos	15
■ 4. Un análisis empírico de la relación entre la CC y la distribución del ingreso	18
■ 5. Implicaciones desde la perspectiva individual de los países	21
■ 6. La arquitectura financiera internacional y la coordinación macroeconómica	23
■ 7. Dos malas alternativas actualmente en curso	24
■ 8. Una propuesta para la coordinación de políticas económicas globales	27
■ 9. Conclusiones	29
■ Referencias	31



Resumen ejecutivo

El presente trabajo es un aporte a la discusión de la gobernanza global, en el marco de los encuentros del G20 en Argentina. Concretamente, el texto apunta a elevar una propuesta de coordinación de políticas macroeconómicas como una solución superadora al actual estado de situación.

En este resumen ejecutivo se señalan los aportes principales del trabajo para la acción política, y de su lectura se debería tener la idea básica de nuestra propuesta.

El conjunto del documento que le sigue desarrolla en detalle cada aspecto de lo que aquí se propone.

El G20 postula la necesidad de un crecimiento fuerte, equilibrado y sostenible. Sin embargo, estos objetivos se ven cuestionados por dos grandes procesos.

Por un lado, la distribución del ingreso se ha deteriorado severamente en las últimas décadas, principalmente por la pérdida de participación de la población asalariada. Esto afecta la sostenibilidad social y política de la globalización.

Por otro lado, existen fuertes desequilibrios globales de la cuenta corriente, que vulneran la estabilidad financiera global. Se trata de procesos que son además mantenidos en el tiempo, definiendo países estructuralmente deficitarios y otros superavitarios. Esto genera desbalances persistentes.

Ambos procesos, sostenidos y de severa asimetría, impiden que el crecimiento global sea robusto, equilibrado y sostenible.

Este trabajo muestra que estos dos problemas están interrelacionados. Aquellos países que in-

tentan mejorar la participación de los trabajadores en el ingreso provocan un deterioro de la cuenta corriente, mientras que intentar resolver los desequilibrios de esta última por la vía el ajuste en los países deficitarios tiende a generar una contracción a escala global.

Esto significa que, para economías integradas internacionalmente, es necesario atender de manera simultánea ambos objetivos. Este trabajo discute alternativas para que, en el marco de la actual gobernanza global, sea posible alcanzar los objetivos de mejorar la distribución del ingreso y reducir los desequilibrios de cuenta corriente.

Las principales alternativas hoy en curso son no cooperativas.

Por un lado, están las políticas que tradicionalmente impulsan algunos organismos internacionales, como es el ajuste en los países deficitarios basado en reducciones salariales y en las llamadas “devaluaciones internas”, que contraen la demanda agregada global, agravando la crisis.

Por otro lado, están las políticas proteccionistas en los países con déficit en CC, al estilo de la promovida por Donald Trump desde su llegada a la presidencia de EE.UU. Éstas son más problemáticas incluso para la globalización, pues pueden sumergirla en un escenario de guerras comerciales, devaluaciones competitivas, competencias a la baja en la imposición tributaria o en el orden regulatorio.

Ésta es la lógica no cooperativa que ha venido predominando en el debate dentro del G20. Sus resultados no son buenos: en los últimos años se incrementaron los desequilibrios globales de CC mientras que se consolida la mayor desigualdad y la caída en la participación del trabajo en el ingreso. Ante ellas, surge la necesidad de buscar una *solución cooperativa*.



La propuesta que aquí hacemos es que las mejoras en la distribución del ingreso deben realizarse de maneja secuencial entre países. El primer turno correspondería a los países con suficiente espacio externo, es decir, a aquellos con grandes y recurrentes superávits en las cuentas externas. Eso permitiría que los países deficitarios inicien el proceso de redistribución minimizando el deterioro de su posición externa o incluso mejorándola.

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

² Para un desarrollo de los debates, ver Goren (2017).



1. Introducción¹

Dos objetivos para la economía global

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

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

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

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

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

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

En lo que sigue se analizará la dinámica de la desigualdad y la distribución del ingreso a nivel global, luego se estudiará la situación de los desequilibrios globales de CC, y en tercer lugar se examinará sobre la base de trabajos empíricos previos la relación entre ambas variables controlando por otros aspectos claves de la econo-

¹ Una versión anterior de este trabajo ha sido publicada por el Real Instituto Elcano de Madrid. Se agradece especialmente a Ileana Olivé y Aitor Pérez por el apoyo para este Proyecto y a Clara Crespo y José Moisés Martín Carretero por los excelentes comentarios en el Seminario realizado en el Real Instituto Elcano. También deseo destacar los comentarios y aportes de Esteban Rodríguez, Mariano Sardi, Francisco Pizzi y Pablo de la Vega así como de los participantes y comentaristas en las reuniones de la SASE 2017 en Lyon y la EBES 2018 en Berlín. La versión actual no hubiera sido posible sin la inestimable colaboración de Francisco Cantamutto de la FES, que ha contribuido a darle al trabajo una articulación narrativa muy superior.



mía internacional. Con base en estos resultados se discutirá qué perspectiva enfrentan los países cuando quieren resolver estos desequilibrios en forma individual y luego cuál es la situación a nivel multilateral. Como resultado se discutirán los escenarios de alternativas no cooperativas que existen hasta el momento: los de corte ortodoxo tradicional como los del Fondo Monetario Internacional (FMI), y las nuevas alternativas impulsadas por el Presidente Trump. Se presentará por último una propuesta de coordinación de políticas macroeconómicas que atiende simultáneamente a los dos objetivos dinamizando el crecimiento global.

2. Desigualdad y participación del trabajo en el ingreso

Luego de estar décadas relegado a un lugar secundario de la discusión macroeconómica, el interés por la distribución del ingreso y la desigualdad ha recuperado una notable centralidad en el debate académico y de política.

La visión predominante desde los años '60 en las corrientes teóricas principales era que la desigualdad podía ser vista como un subproducto del nivel de desarrollo. Se apoyaba en la hipótesis de una posible relación no lineal capturada por la conocida "U invertida" de Kuznets, según la cual existía un aumento de la desigualdad en los estadios intermedios de crecimiento que luego se reducía al avanzar a estadios superiores del desarrollo. En este contexto, intervenir con políticas de reducción de la desigualdad era considerado negativo para el proceso de crecimiento (Kuznets, 1955). Subyace en esta visión la idea de un rol positivo de la desigualdad como incentivador de un mayor esfuerzo individual, y por ende un estímulo a la inversión y el crecimiento (Okun, 1975).

A partir de los años '90 algunos economistas como Stiglitz (1997), con base en la experiencia

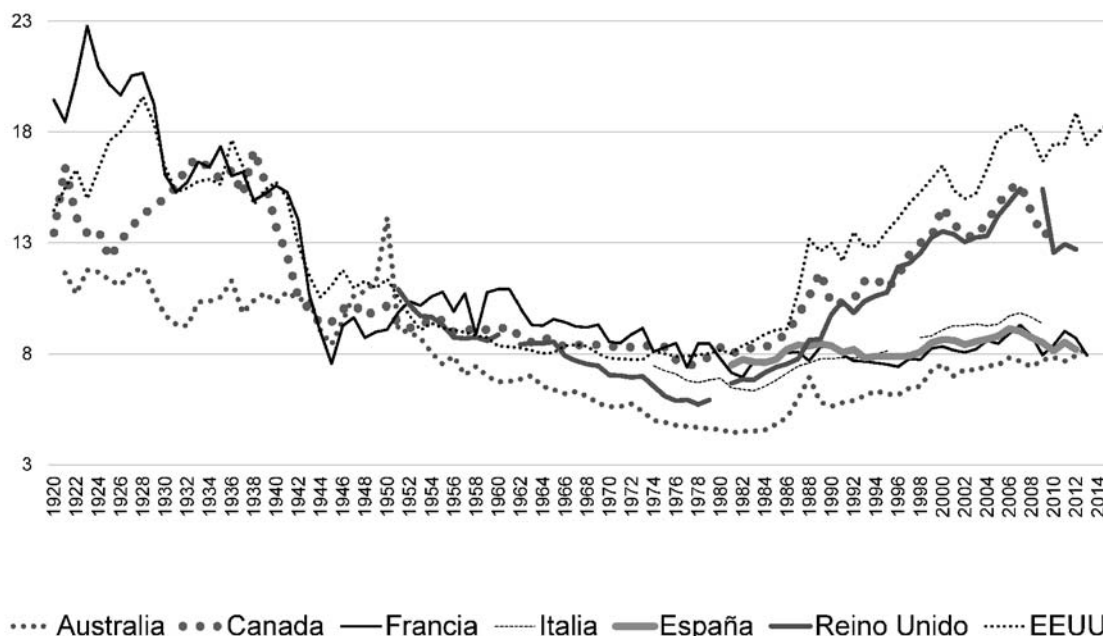
de desarrollo asiática, o Galor y Tsiddon (1997), muestran que la desigualdad puede ser nociva para el desarrollo y generar problemas macroeconómicos y, potencialmente, crisis (Carrera y Rodríguez, 2016).

En efecto, la crisis financiera internacional reubica en el centro del debate a la distribución del ingreso y la desigualdad. Diversos autores enfatizan que la creciente desigualdad y los intentos de compensarla con mayor acceso al crédito fue uno de los factores desencadenantes de la crisis *subprime* en EE.UU. (Palley, 2015; Stiglitz, 2012). También organizaciones internacionales como el FMI y la OECD han mostrado un nuevo interés por la desigualdad especialmente por el fuerte impacto que la misma tiene sobre el crecimiento económico (Berg, Ostry, y Tsangarides, 2014; OCDE, 2014).

Cuando se analiza la evidencia, se aprecia que la desigualdad medida por la participación en el ingreso disponible del 1% más rico de la población ha crecido fuertemente en todos los países. Estos indicadores referidos como los "top income" han sido popularizados por las investigaciones de Atkinson, Piketty y Alvaredo entre otros economistas (Piketty, 2014). La Figura 1 muestra los datos del *World inequality Report 2018* de Alvaredo et al. (2018), donde se evidencia un fuerte aumento del porcentaje de ingreso que se apropia el top 1%, el cual pasó de 16% en los años '80 a casi el 21% desde 2010. Ese cambio es más pronunciado en economías como EEUU donde pasó del 9,4% en 1980 al 21,8% en 2012, mientras que en Europa ese cambio fue mucho menor (Francia de 7,8% a 8,8% o España de 7,6% a 8,6%, Reino Unido de 6% a 12,7%).



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



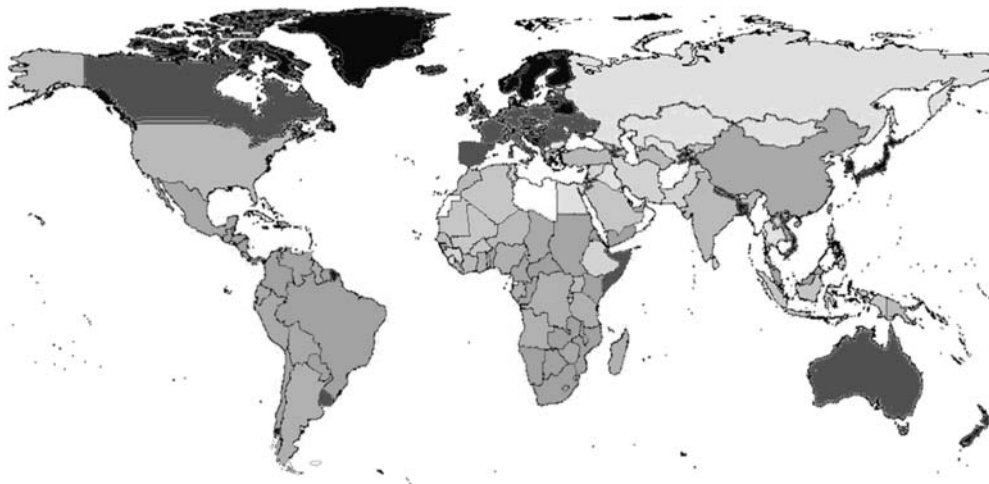
Otra forma de medir la desigualdad, el Coeficiente de Gini², también muestra cambios significativos en un análisis de largo plazo. América del Norte, Europa, Asia, Medio Oriente evidencian deterioros, mientras que América Latina y África Subsahariana muestran disminuciones en la desigualdad, pero desde niveles muy altos que todavía dejan a estas regio-

nes muy por arriba del resto. El mapa que se presenta en la Figura 2 refleja una gran variedad en los niveles del coeficiente de Gini para el período 2011-2015. Por otro lado, si bien la desigualdad entre países ha disminuido, al mismo tiempo la desigualdad dentro de los países ha aumentado.

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



Figura 1.
Figura 2. Coeficientes de Gini promedios. 2011-2015



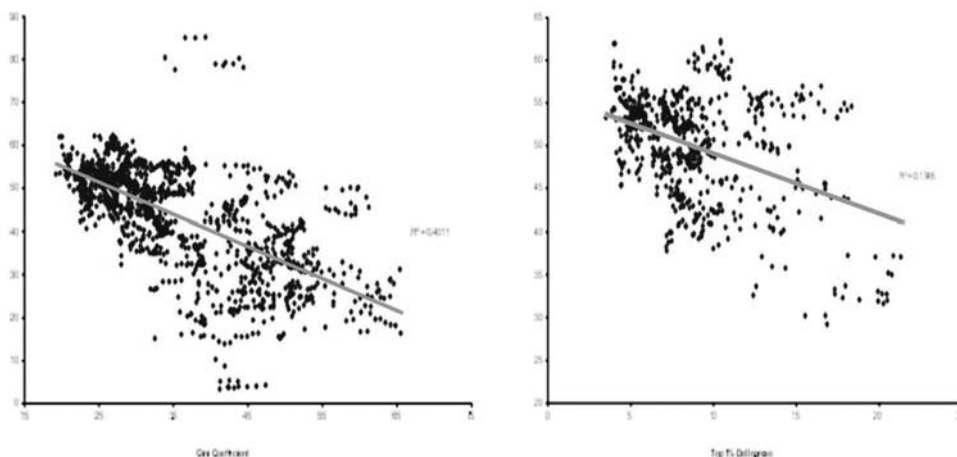
Nota: las densidades van desde el negro que indica los países con menores coeficientes de Gini (y por ende la menor desigualdad) en el periodo hacia el gris que indica los mayores coeficientes para dicho periodo (y por tanto la mayor desigualdad).

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

Si bien la desigualdad tiene múltiples determinantes, existe consenso sobre el rol central que cumple la participación del trabajo. Checchi y García-Peñalosa (2005) modelan el coeficiente de Gini como una función de las proporciones de población, el número de propietarios de capital, la participación del trabajo, el diferencial salarial, y los subsidios de desempleo. Los auto-

res sostienen que una menor participación del trabajo incrementa la desigualdad aumentando los beneficios y, por lo tanto, el ingreso de los individuos más ricos. La Figura 3 ilustra la fuerte correlación negativa entre la participación de los trabajadores en el ingreso y el coeficiente de Gini y la participación de Top 1% en el ingreso respectivamente.

Figura 3.
Diagrama de puntos y correlación simple entre la participación del trabajo y el coeficiente de Gini (izquierda) y con el ingreso del percentil más alto (derecha).



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



Varias décadas atrás, la evidencia empírica surgiría una notable estabilidad en la participación de los trabajadores en el ingreso, al menos en el mediano y largo plazo, a tal punto que esto constituía uno de los conocidos “hechos estilizados” de Kaldor (1961). En sus estudios de crecimiento económico, dicho autor encontró que la participación del trabajo en el ingreso permanecía estable a lo largo del tiempo, lo cual implicaba un incremento de los salarios reales proporcional a la tasa de crecimiento promedio de la productividad.

Esta tendencia se quebró en la mayoría de las economías europeas a finales de los años '70,

cuya distribución del ingreso se deterioró en gran parte por la caída contemporánea en la participación del trabajo en el ingreso. En este sentido, el aumento de la desigualdad se refleja en la caída tendencial observada desde los años '80 de la participación del trabajo en el ingreso en favor de la remuneración al capital. La Figura 4 muestra la caída tendencial de la participación global del trabajo en el ingreso mundial. Como se observa, entre 1975-1980 los salarios representaban en torno al 64% del ingreso en el sector manufacturero y alrededor del 55% en la economía en general. Hacia el final de la serie estas participaciones cayeron a valores en torno al 57% y al 50%.

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

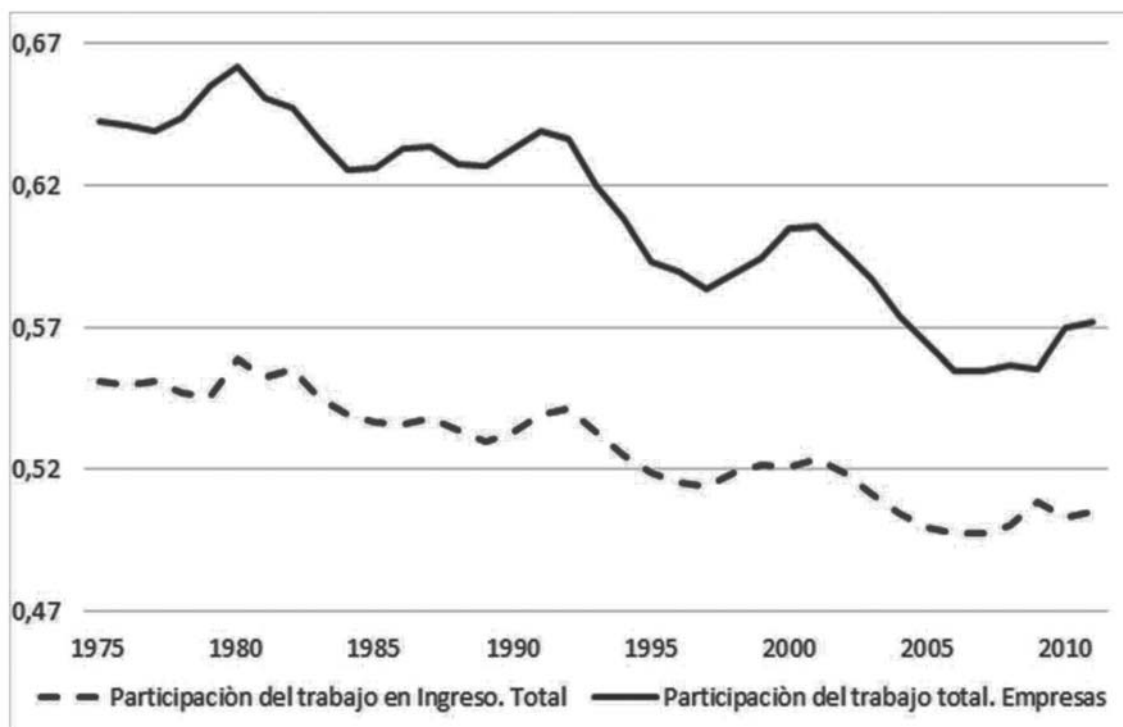
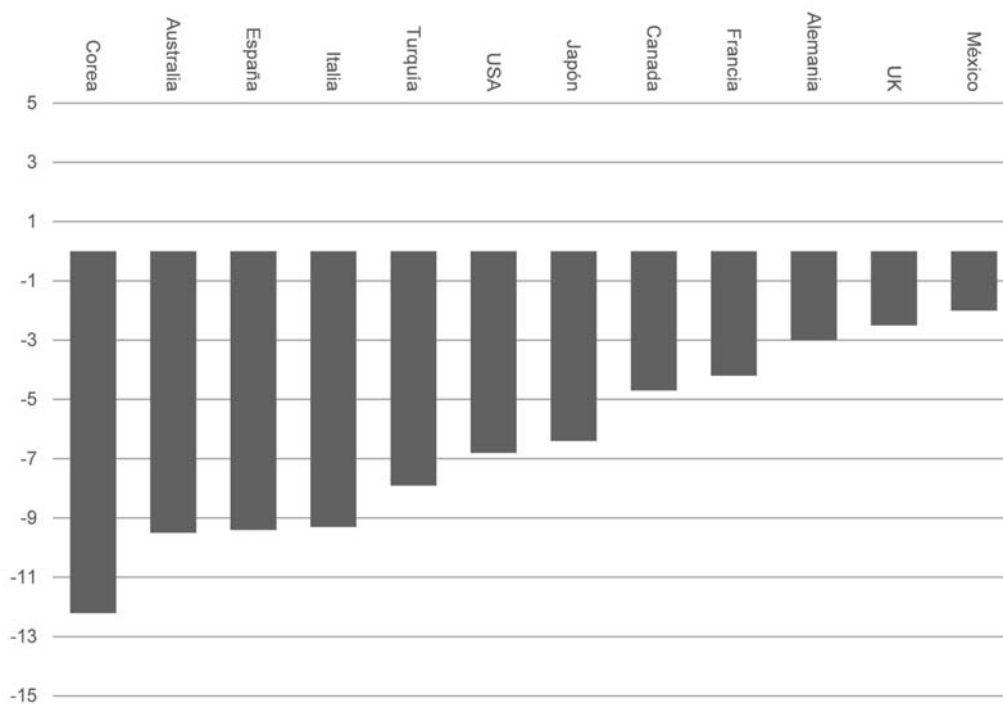




Figura 5.
Variación porcentual de la participación del trabajo en el ingreso, países del G20, 1970-2017



Nota: Figura A, Promedio ponderado por PBI de cada país. Figura B, Para Corea, Turquía y México se toma el intervalo de 1995 a 2017 y IMF-WEO y G20. Fuente: Elaboración propia con base en Karabarbounis, L y Neiman, B. (2013), The World Top Income Database y The Standardized World Income Inequality Database.

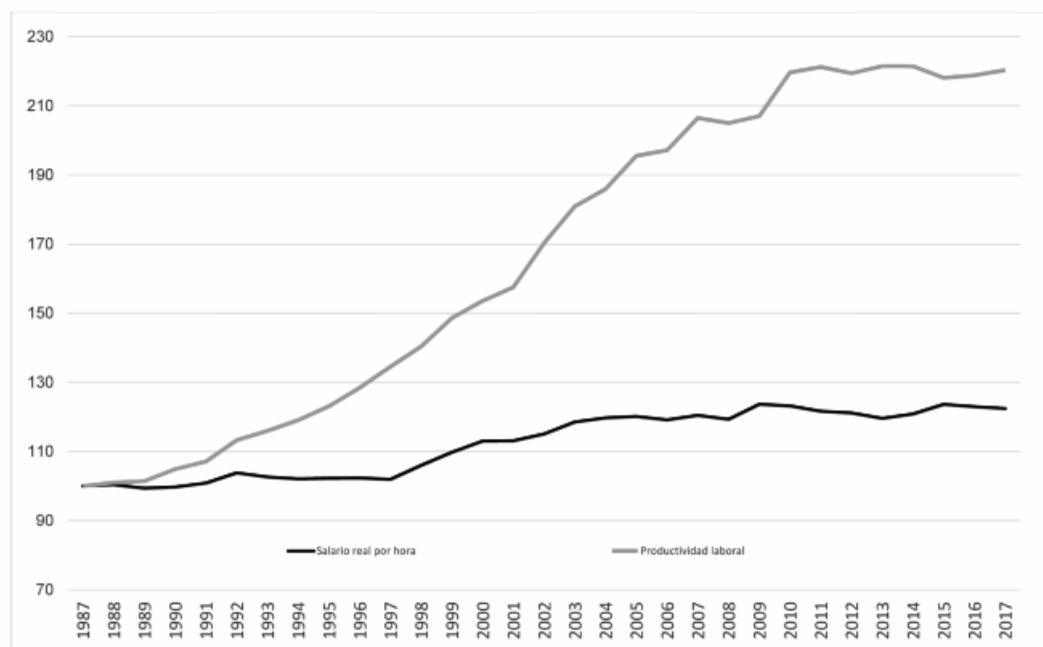
Justamente, diversos estudios recientes indican que el hecho estilizado actual es que la participación de los ingresos del trabajo ha caído en lugar de permanecer constante (Rodríguez y Jayadev, 2010; Kanbur y Stiglitz, 2015). La figura 5 muestra esta caída para las principales economías del G20, entre 1970 y 2017.

Un elemento importante para evaluar esta caída de la participación del trabajo en el ingreso en la comparación de largo plazo es que en economías sobre las cuales existen suficientes datos, como son los países avanzados, es posible ver que hasta los años '80 el comportamiento

del salario real se movía en sintonía con el crecimiento de la productividad. La figura 6 muestra esta disociación para el caso norteamericano. Ese movimiento simultáneo se rompe de allí en adelante producto de múltiples factores entre los que se destacan la mayor apertura comercial de las economías, la caída en la importancia de los sindicatos, la descentralización en las negociaciones salariales, el avance tecnológico ahorrador de mano de obra en general y más intensivo en la diferenciación de las habilidades laborales necesarias. Esto pone presión a la población con ingresos medios o bajos.



Figura 6.
Salario real en el sector manufacturero de EEUU y productividad (1987-2017)



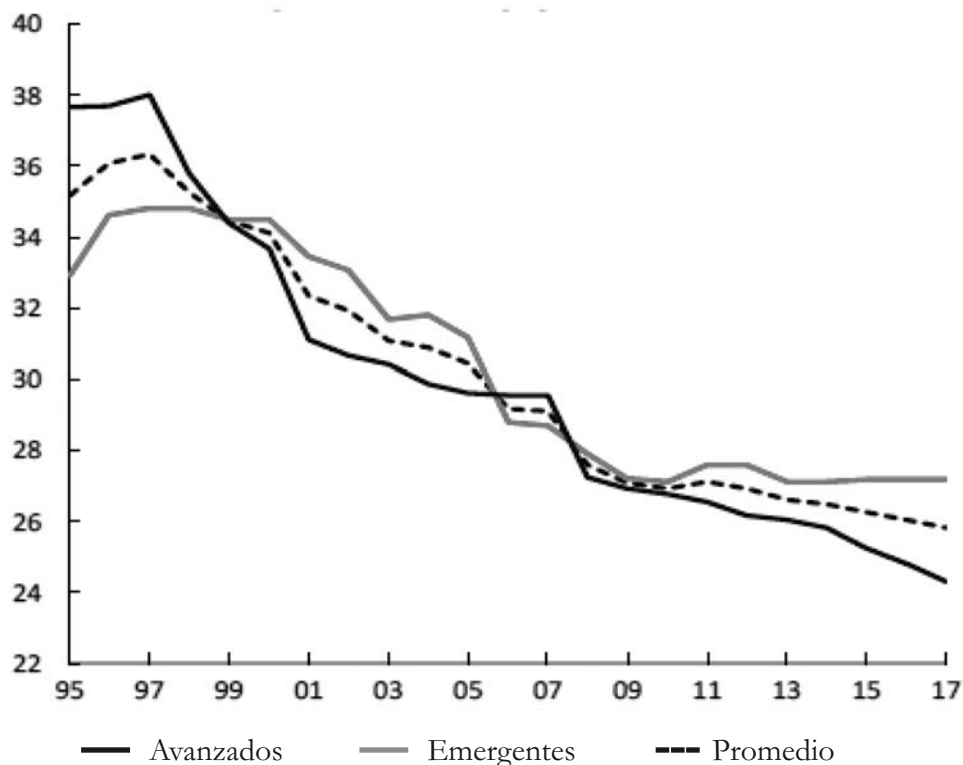
Fuente: Elaboración propia con base en datos del Bureau of Labor Statics.

Respecto del cambio tecnológico, las ganancias de eficiencia atribuidas a la tecnología informática incentivan un uso más intensivo del capital, desplazando mano de obra en términos relativos, en especial trabajadores de baja y media calificación (Karabarbounis y Neiman, 2013; FMI, 2017). Autores relacionados con escuelas como la regulacionista interpretan este fenómeno como un cambio en el modelo de acumulación desde el fordismo hacia la valorización del capital financiero (Boyer, 2011). Autores de la tradición poskeynesiana señalan que los regímenes de acumulación en número importante de países pasan de estar impulsados por los salarios a estar impulsados por los beneficios empresariales (Stockhammer, Onaran y Ederer, 2009; Blecker, 2016). De hecho, existido una tendencia generalizada a reducir la tasación al capital y a fomentar la flexibilidad en la contratación laboral, que favoreció el incremento de estos beneficios

empresariales. La Figura 7 muestra la caída de la tasa impositiva promedio sobre ganancias dentro del G20, que es homogénea entre países avanzados y emergentes. Desde una tasa promedio en torno al 35% en el último lustro de los años ‘90, donde los emergentes tenían alícuotas más bajas que los avanzados, se pasa a tasas en torno al 27%, donde los países avanzados tienen tasas menores. Las nuevas políticas impulsadas por el presidente Trump de rebajas impositivas posiblemente continuarán empujando a la baja la tendencia global, fruto de la competencia entre países por atraer la base tributaria. Este problema llamado de “erosión de la base impositiva” que se da junto con el “arbitraje regulatorio” ha sido regularmente tratado por el G20, pero el nuevo contexto de disparidad marcada de opiniones abre dudas sobre la efectividad de los compromisos logrados anteriormente.



Figura 7
Tasa impositiva sobre las ganancias, países del G20, 1995-2017.



Fuente: Tasa impositiva general sobre ganancias corporativas incluyendo sobretasas.
World Inequality Lab, World Inequality Report, 2018; and IMF staff calculations.

La preocupación por la desigualdad en la distribución del ingreso tiene distintas aristas, económicas, políticas y sociales. Por un lado, respecto a la macroeconomía se ha hecho fuerte la idea de que una distribución crecientemente regresiva puede acentuar la tendencia hacia un crecimiento débil o un estancamiento secular (Summers, 2015). Esto se ha manifestado en forma contundente en los más altos niveles de coordinación de políticas globales. Por ejemplo, en un trabajo preparado para el G20, tres instituciones multilaterales sostenían que “una decreciente participación del trabajo en el ingreso puede limitar el consumo de los hogares y reducir la demanda agregada si la redistribución del ingreso al capital no aumenta suficiente-

mente la inversión, o si los salarios más bajos no incrementan las exportaciones netas para compensar la menor demanda interna. A su vez, estos efectos negativos del consumo pueden debilitar la inversión, ya que las empresas no ven nuevas fuentes de demanda. El efecto negativo resultante en la demanda mundial puede limitar las exportaciones y reducir el crecimiento económico” OIT, FMI y OCDE (2015).

Respecto a las aristas políticas y sociales, la caída en la participación de los asalariados en el ingreso pone en problemas la sostenibilidad del crecimiento y de los propios sistemas democráticos. Gould & Hijzen (2016) señalan que una sociedad percibida como desigual e in-



justa puede afectar el crecimiento, por ejemplo, incentivando una mayor sensibilidad política contra la estructura vigente, mayor evasión fiscal y corrupción, menor percepción de seguridad legal para las inversiones y mayores énfasis en actividades buscadoras de rentas. Persson y Tabellini (1994), Alesina y Rodrik (1994) y Perotti (1996) señalan que la desigualdad genera un proceso de “ciclo fiscal endógeno”: la desigualdad creciente incentivaría las presiones electorales para que haya mayores niveles de impuestos sobre las ganancias empresariales, el capital físico o las propiedades, reduciendo la inversión y por ende el crecimiento. En casos más agudos, la inequidad percibida, estimula reacciones económicas políticas y sociales que generan incertidumbre e inestabilidad política y social (Alesina y Perotti, 1996) o la falta de consenso para enfrentar shocks macroeconómicos y amortiguar el ciclo económico (Rodrik, 1999), lo cual incrementa la volatilidad macroeconómica.

Todos estos aspectos muestran con claridad por qué cuando el G20 propicia un crecimiento global fuerte, equilibrado y sostenible deberían dar prioridad a reducir la desigualdad a través de una recomposición en la participación de los trabajadores en el ingreso.

Es improbable que con intervenciones marginales en otros temas que no toquen el corazón de la distribución del ingreso se pueda dar un cambio sustantivo en los niveles de desigualdad. Más aún, aunque excede a este trabajo, es acertado lo que señalan Alvaredo et al. (2018) respecto a que la desigualdad de ingresos potencia la desigualdad en los stocks de riqueza, un problema aún más intenso.

3. Los desequilibrios globales de la CC de la balanza de pagos

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

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

Desde mediados de los ‘90, el tamaño y persistencia en el tiempo de estos desequilibrios se volvió preocupante. Semejantes dinámicas estarían reflejando distorsiones significativas en la asignación del ahorro mundial, como así también riesgos importantes para la economía internacional derivados de su sostenibilidad. Déficits muy grandes están sujetos al problema de la reversión súbito en su financiamiento, lo



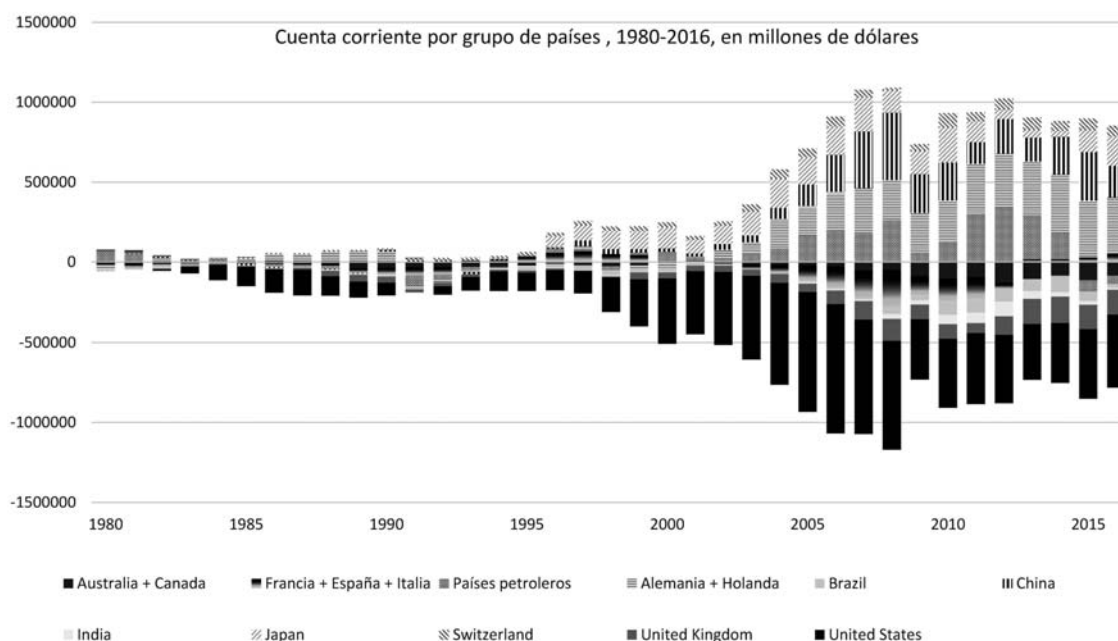
cual está asociado con la probabilidad de ajustes abruptos e inestabilidad financiera.

Complementariamente, un desequilibrio persistente en flujos conlleva crecientes desequilibrios en los stocks de activos externos netos de los países. De este modo, una economía deficitaria puede ver aumentar año a año su deuda externa (disminuyendo su posición de activos externos netos), mientras que los países superavitarios ven aumentar su posición acreedora neta respecto al resto del mundo. El crecimiento de grandes niveles de deuda fragiliza la situación

del deudor y del sistema en general.

Es paradójico que una crisis global originada en problemas de deuda en EEUU y en Europa haya encontrado su salida con un aumento de los niveles de endeudamiento globales (Borio, James, y Shin, 2014). Esto incluye no solo a los países avanzados, sino también a los emergentes, donde han adquirido un rol nuevo y principal las grandes corporaciones no financieras locales que han tenido acceso a los mercados globales para financiarse en monedas externas (dólar principalmente)³.

Figura 8.
CC por principales países y grupo de países.
1980-2016, en millones de dólares.



Elaboración propia con base en datos del Banco Mundial.

Nota: "Países petroleros" comprende a: Arabia Saudita, Irán, Kuwait, Libia, Omán, Qatar y Venezuela.

³ De hecho, la deuda no financiera de países emergentes denominada en dólares pasó de 2 trillones de dólares en la denominación anglosajona a 4 trillones en 2018, según datos del FMI (2018). Su principal salto ocurrió entre 2010 y 2014.



Como se puede ver en la Figura 8, se destaca el rol deficitario de EE.UU. y el rol superavitario de China, Alemania, Japón, Corea y los países petroleros. De hecho, en países deficitarios como EE.UU. el déficit en la CC toma el centro del debate con frecuencia. Particularmente desde la llegada del presidente Trump una parte importante de su política comercial externa estuvo focalizada, con intensidades y niveles de presión diferenciados, en los países con los cuales EE.UU. tiene déficit: China, México, Corea, Japón, Canadá y Alemania, que involucra al resto de Europa por ser una Unión Económica.

El G20 ha manifestado en todos sus Comunicados su preocupación por los desequilibrios en CC. Esta inquietud no es nueva, varios autores habían alertado sobre los riesgos que existían ya al inicio de los años 2000, siendo una de las causas centrales de la crisis financiera internacional. Entre ellos, Bernanke (2005) mostraba que existía un importante aumento de la oferta global de ahorro que provenía de países en desarrollo, como los de Asia. Dado que dichas economías no tenían sistemas financieros con una dimensión y sofisticación suficiente para atender esa creciente masa de ahorros con instrumentos de bajo riesgo; muchos de estos fondos se volcaron al mercado financiero de EEUU, financiando su déficit en CC. Estos fondos no solo financiaron el déficit fiscal a tasas muy bajas comprando bonos del Tesoro, sino que participaron en la compra de los nuevos instrumentos del mercado de crédito hipotecario “subprime”, donde estuvo el detonante inicial de la crisis internacional (Caballero y Krishnamurty, 2009; Rajan, 2010).

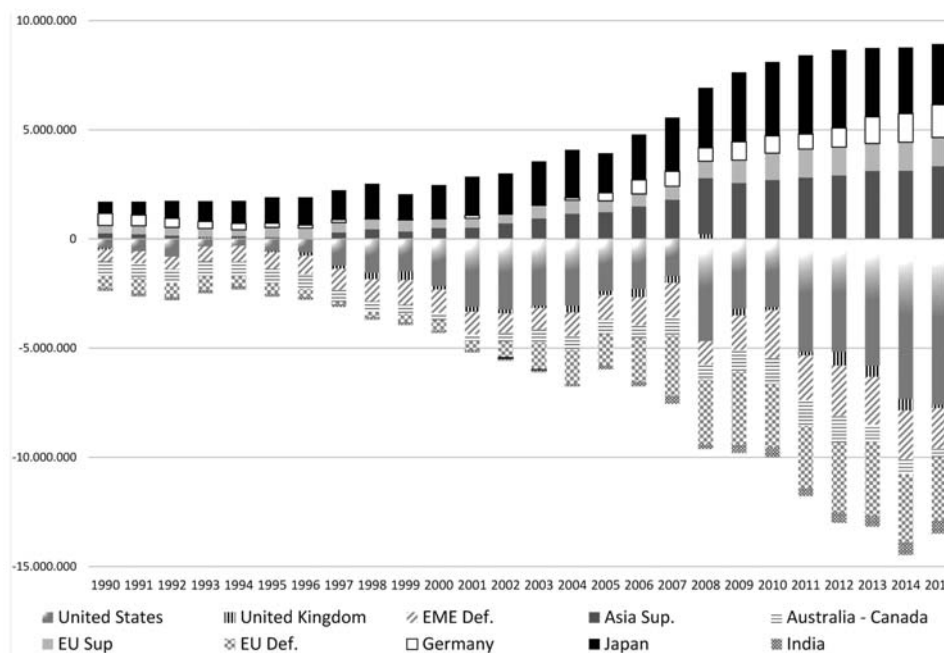
Si bien en los primeros años de la poscrisis parecía que los desequilibrios se iban a reducir autónomamente, como se aprecia de la Figura 8, la moderada recuperación en el crecimiento global los ha colocado nuevamente sobre una trayectoria altamente inestable. Desde una perspectiva global o sistémica, estos desequilibrios

son finalmente una manifestación de una incapacidad del sistema financiero y monetario internacional para auto equilibrarse. Este desequilibrio preocupa especialmente a los gobiernos de los países deficitarios (con EE.UU. en primer lugar), a las organizaciones internacionales (FMI, 2017b; Adler y Cubeddu, 2017; Obsfeld, 2017) y, sobre todo, al G20 en su conjunto. Los desequilibrios globales de CC son un problema de flujos, pero que al ser persistentes generan modificaciones importantes en los stocks.

La Figura 9 fue construida tomando como referencia la base de datos con que Lane y Milesi-Ferretti (2007) reconstruyeron los Activos Externos Netos (NFA) de las economías nacionales, procurando corregir y completar deficiencia de las estadísticas tradicionales de balanza de pagos. Se puede apreciar allí cómo, a partir de los años 2000, aumentan muy significativamente las posiciones deudoras y acreedoras netas. EE.UU., Europa deficitaria (Francia Italia España entre los principales) y emergentes deficitarios (Brasil, India Indonesia, Argentina, Turquía, México entre otros) además del RU, Canadá y Australia son los principales deudores netos. Entre los acreedores se distinguen Japón, China y los asiáticos superavitarios (Corea, Taiwán, Singapur, Hong Kong), los países petroleros del golfo más Rusia, Venezuela, Irán y Brunéi (entre los principales) y también Alemania y los países europeos superavitarios como Holanda, Bélgica y Suiza entre otros. Esta caracterización de quienes son los principales actores acreedores y deudores netos junto con la de los desequilibrios de la CC serán importantes cuando corresponda analizar posibles vías de acción para lograr una dinámica más estable. La importancia conceptual de considerar los stocks de Activos Externos Netos de los países será tenida en cuenta al momento de plantear las variables necesarias para construir el modelo empírico.



Figura 9.
Activos Externos Netos de los principales países y grupos de países
Acreedores (+) y Deudores (-). 1990-2015, en millones de dólares constantes.



Elaboración propia con base en Lane y Milesi-Ferretti (2007).

4. Un análisis empírico de la relación entre la CC y la distribución del ingreso

Considerando que los dos objetivos discutidos son altamente prioritarios para la economía global, corresponde preguntarse si los mismos son independientes entre sí, o se condicionan mutuamente. Adicionalmente, es conveniente interrogarse acerca del rol de la apertura financiera a los flujos de capitales extrafronterizos y la desregulación generalizada que aconteció en la mayoría de los países.

En principio, se puede decir que no existe evidencia contundente que concluya en un consenso generalizado.

Para algunos autores referenciados en el FMI una mayor desigualdad deteriora la CC (Kum-

hof y Rancière, 2010; Kumhof et al., 2012). Ello ocurriría porque los sectores que pierden participación en el ingreso en lugar de consumir menos toman deuda. Como se puede deducir, este tipo de hipótesis requiere un sistema financiero profundo capaz de financiar dicho proceso por un período relativamente largo. Este resultado, sin embargo, se basa en trabajos teóricos basados en el concepto de los “top incomes” y está testeado empíricamente en muestras muy pequeñas y sesgadas, según se discute en Carrera, Rodríguez y Sardi (2015), ya que las series de datos para períodos relativamente largas correspondientes a los percentiles más altos de ingresos solo están disponibles para muy pocos países.

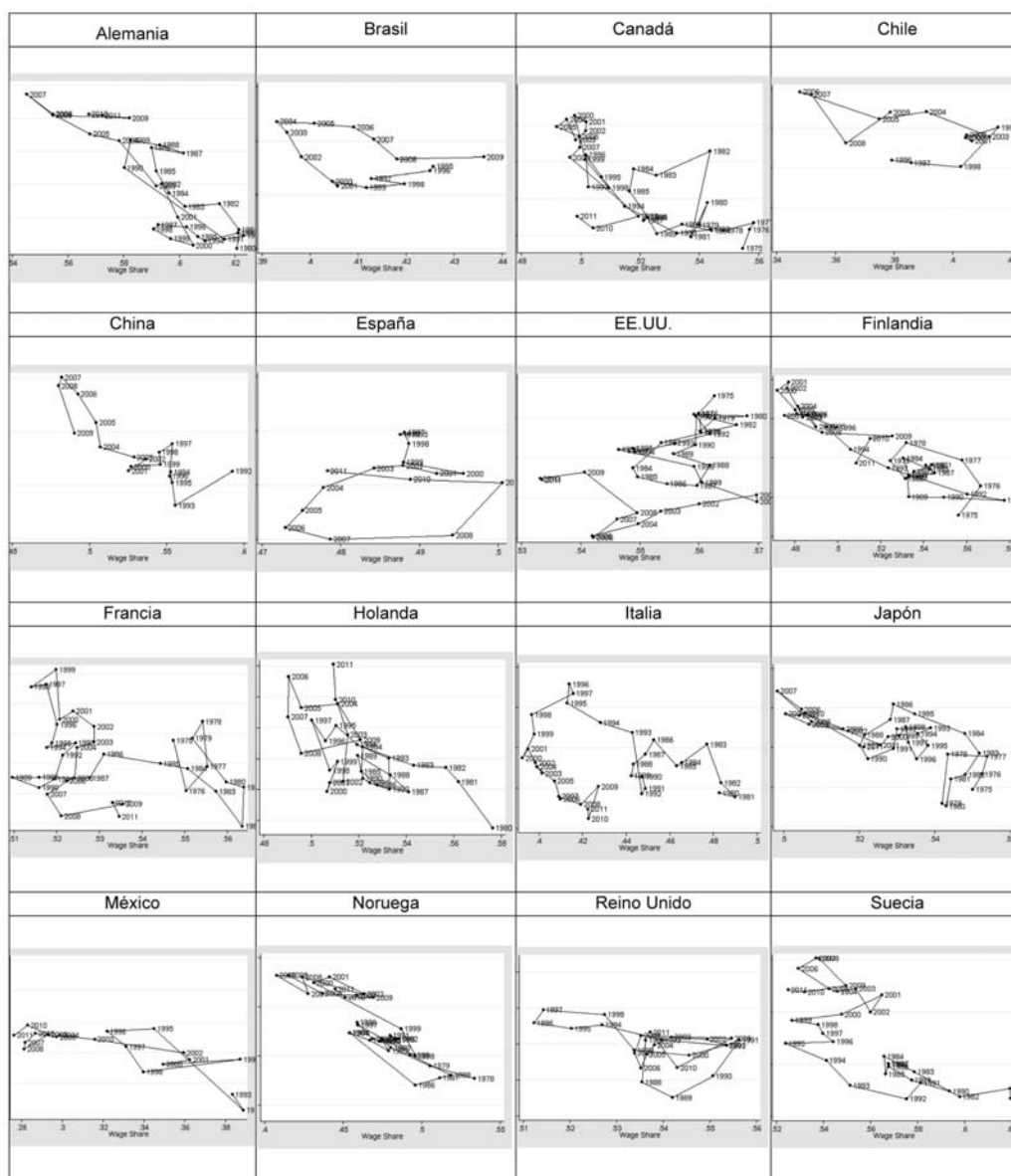
Por otra parte, en línea con la hipótesis de este trabajo, existe una idea de que en general para la mayoría de los países sigue siendo válida la pre-



misa Keynesiana-Kaleckiana que indica que la propensión marginal a consumir de los trabajadores es más alta y cercana a uno, en comparación con los perceptores de rentas del capital; por lo cual toda redistribución hacia los asalariados implica una baja del ahorro y *ceteris paribus* un deterioro de la CC (Keynes, 1936; Kalecki, 1971). Con el fin de ilustrar el argumento en la Figura 10 se presentan los gráficos

individuales para varios países seleccionados donde se puede seguir la secuencia temporal de los valores de Participación del trabajo en el ingreso (eje horizontal) y del Balance de CC (eje vertical). Si bien se aprecian algunos comportamientos divergentes, en su mayoría muestran una secuencia temporal que implica un deterioro de la participación se correlaciona con mejoras en el resultado de la CC.

Figura 10.
Secuencia temporal de Participación del trabajo en el ingreso (eje horizontal) y Balance de CC (eje vertical).



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



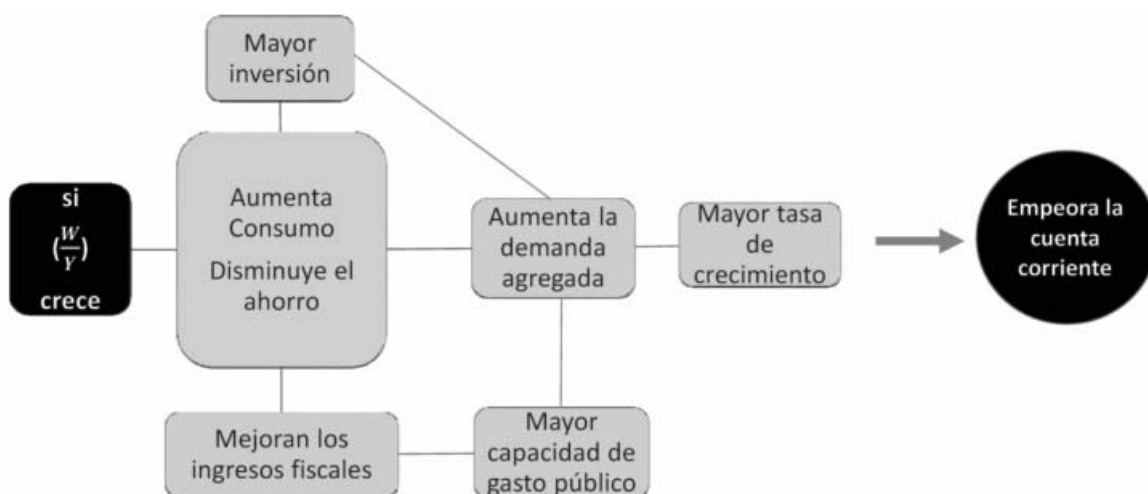
Por lo tanto, si existe una política redistributiva hacia los asalariados, esto puede inducir un mayor consumo, un menor ahorro, y una mayor recaudación tributaria y un menor déficit fiscal. Todo lo cual implica, un aumento en la demanda agregada, si hay capacidad productiva disponible, un mayor nivel de producto. Estos movimientos impulsan mayores niveles de importaciones sea tanto por la mayor demanda de bienes de consumo e intermedios como eventualmente en la demanda de bienes de capital. También ocurrirá una mayor competencia de la demanda local con la externa por los bienes exportables⁴.

Visto las distintas alternativas teóricas, es necesario estudiar a nivel empírico cuál es la relación existente el resultado de la CC por un lado y la distribución del ingreso y la desigualdad, por el otro. Sí la hipótesis de este trabajo se verifica,

entonces políticas de redistribución de ingresos basadas en mejorar la participación del trabajo en el ingreso impactarían negativamente en el resultado de la CC. Por lo tanto, para algunos países sería dificultoso conseguir simultáneamente los dos objetivos que se propone el G20, esto es mejorar la distribución del ingreso y reducir los desequilibrios globales de la CC.

La Figura 11 muestra esquemáticamente las fuerzas en juego frente a un aumento en la participación del trabajo en el ingreso y como esto afectaría la CC. Como se aprecia políticas redistributivas a favor del trabajo deterioran la CC. Si el país enfrenta una restricción externa para financiar sus déficits en CC en forma sostenible, entonces las políticas redistributivas en favor del salario estarían limitadas a los países superavitarios.

Figura 11
Esquema sobre una distribución progresiva y su efecto sobre CC



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



La estrategia para evaluar la evidencia empírica que se utiliza consiste en expandir los estudios previos, que no incorporan variables de distribución del ingreso o desigualdad entre los determinantes tradicionales de la CC. La idea básica en este tipo de trabajos es encontrar cuáles son los determinantes del resultado de la CC. Todas nuestras observaciones se basan en una detallada evaluación de la evidencia⁵. La discusión que sigue se basa en una investigación propia sobre 60 países con datos anuales de distintas variables a lo largo del período 1975-2011.

Los resultados obtenidos son muy interesantes. Por un lado, nuestras estimaciones confirman los resultados obtenidos por el FMI y la bibliografía especializada⁶. Las variables estándar para explicar el resultado de CC, como la intermediación financiera, el resultado fiscal, los ratios demográficos, la apertura de la cuenta capital y las expectativas de crecimiento, son relevantes.

Es interesante notar el caso de la variable de apertura financiera. Un análisis detallado muestra que su efecto sobre la CC puede ser positivo o negativo según el nivel de producto per cápita. En las economías avanzadas, esa relación es positiva. Pero en países con un producto *per cápita* menor, el impacto de la apertura sobre la CC es negativo. Estos resultados sobre la asimetría existente entre países deben ser tenidos en cuenta a la hora de elaborar políticas de coordinación global.

Por otro lado, y que es relevante a nuestra discusión, la evaluación empírica también encuentra una relación negativa y estadísticamente significativa de la participación del ingreso en el saldo de la CC. De las estimaciones se puede concluir que, en promedio, *una mayor participación del trabajo en el ingreso total de un país, implica un peor resultado en la CC*⁷. Es decir, se demuestra la existencia de una relación entre la distribución del ingreso de un país y el resultado de su CC, lo que implica que las políticas redistributivas tendrán algún efecto sobre el saldo de la CC.

5. Implicaciones desde la perspectiva individual de los países

La evidencia presentada es muy contundente respecto de la relación que existe entre la distribución del ingreso -medida por la participación del trabajo en el ingreso disponible- y la CC de un país. Esto tiene implicaciones de política económica muy importantes.

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

En segundo lugar, en el contexto de economías cada vez más abiertas comercial y sobre todo fi-

⁵ Los detalles técnicos sobre la metodología econométrica, de las bases de datos utilizadas, así como los países tomados en la muestra están resumidos en el anexo. Allí se desarrolla el detalle de la construcción econométrica de la evidencia. El mismo se encuentra disponible en el siguiente enlace: http://www.fes.org.ar/Anexo_Analisis_N33.pdf

⁶ Chinn y Prasad (2003), Ito y Chinn (2007), Chinn, Ito y Eichengreen (2012), y Phillips et al. (2013)

⁷ Todos estos resultados son robustos para distintas especificaciones de los modelos, distintos tipos de países, metodologías de estimación, etc.



nancieramente, cualquier país que desee implementar de manera aislada una política de redistribución del ingreso que mejore la participación del trabajo en el ingreso, debe tener presente que esto tiene fuertes repercusiones en el sector externo. Por lo tanto, una *política redistributiva en economías abiertas requiere que el país cuente con “espacio externo” para ser llevada adelante. Ceteris paribus*, países con superávit en la CC están en mejores condiciones de implementar esas medidas que los deficitarios.

Tercero, la evidencia muestra que las políticas redistributivas -sean expansivas o contractivas- tienen un impacto significativo en el sector externo, y además que lo aplicado en un país tiene notorios efectos derrame o externalidades hacia el resto de los socios económicos del país e, indirectamente, hacia la economía global. Por lo tanto, como enseña la teoría de juegos aplicada a la economía internacional, jugar independientemente puede llevar a los países participantes a un equilibrio subóptimo (conocido como equilibrio de Nash) respecto a otro que internalice las externalidades cruzadas entre países. Por lo tanto, son *decisiones que deben ser discutidas a nivel global tomando en cuenta la interdependencia económica*.

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

Quinto, en un sistema internacional con cambios flexibles, reglas comerciales más rígidas y aumento del proteccionismo, muchos países pueden verse obligados a *usar la política cambiaria en forma intensiva para corregir sus problemas de CC*,

según los grados de libertad internos que disponga. Esto que *puede ser adecuado a nivel individual, pero no es necesariamente una solución para un problema sistémico de desequilibrios significativos de las CC*, porque puede incentivar un espiral de devaluaciones competitivas. Por otro lado, respecto al objetivo de la redistribución progresiva, es controversial en la bibliografía el efecto de una devaluación real sobre la distribución del ingreso en los distintos tipos de economías. En resumen, como muestra la experiencia de los años '30 un escenario de devaluaciones competitivas para corregir los desequilibrios masivos y significativos es negativo para la consolidación y crecimiento de la economía internacional.



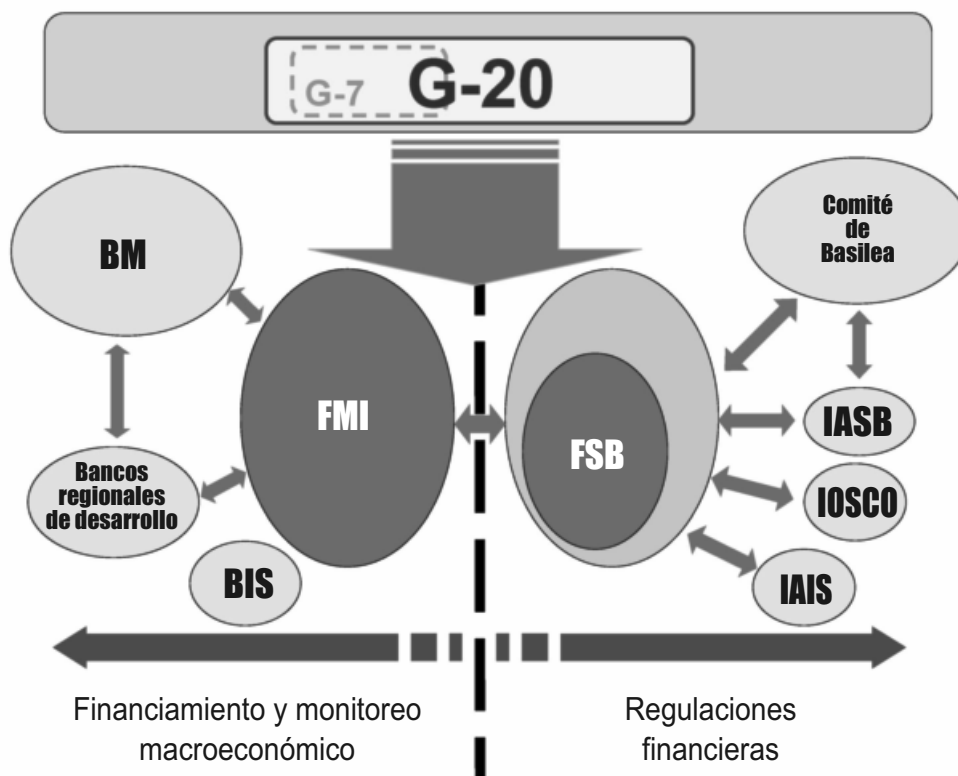
6. La arquitectura financiera internacional y la coordinación macroeconómica

Antes de ver los aspectos globales de nuestra propuesta, resulta pertinente repasar cómo ha quedado el mapa de la Arquitectura Financiera Global. Se trata del espacio donde se discuten las problemáticas referidas a la coordinación macroeconómica de políticas monetarias, financieras y fiscales, que afectan -entre otros ámbitos- la CC y los mercados de trabajo.

En Carrera (2009) se propone un “mapa” estilizado de la nueva arquitectura financiera internacional a partir de que el G20 fue definido como foro de discusión y potencial coordinación de políticas (ver Figura 12). Sin entrar en mayores

detalles, sobresale en la nueva configuración una cierta separación entre la esfera de supervisión macroeconómica y financiamiento, por un lado, y la esfera de supervisión financiera global, por el otro. En la primera se destacan como instituciones el FMI, el Banco Mundial (BM), el Banco de Pagos Internacionales (BIS, por Bank for International Settlements), y los distintos bancos regionales. En la esfera de la regulación, se destaca la creación ex-novo del Financial Stability Board (FSB) o Consejo de Estabilidad Financiera encargado de coordinar distintas instituciones de regulación específica de ciertas actividades financieras. Estas son: el Comité de Basilea para los bancos, el IASB (*International Accounting Standards Board*), la IOSCO (*International Organization of Securities Commissions*), y la IAIS (*International Association of Insurance Supervisors*).

Figura 12
El mapa de la nueva Arquitectura Financiera Internacional





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

7. Dos malas alternativas actualmente en curso

Actualmente, existen dos grandes alternativas promovidas para lidiar con los problemas señalados de distribución del ingreso y déficit sostenido en las CC.

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

Por ejemplo, el FMI recomienda persistentemente en el ámbito del G20 a los países deficitarios como Francia, Italia y España realizar “reformas del mercado de trabajo destinadas a moderar el crecimiento nominal de los salarios” o “reducir la generosidad de los sistemas de pensiones” en Brasil, Italia y Turquía. Mientras tanto, aconseja a países superavitarios como Alemania, Japón y Singapur que aumenten la participación de la población mayor en el mercado de trabajo. No resulta claro que esta acción contribuya a aumentar la participación del trabajo en el ingreso, dado que promueve la depresión del salario. Sí parece más efectivo para estimular los ingresos de los trabajadores, el consejo de mejorar las redes de seguridad social, dado a países como China, Corea, Malasia y Tailandia.

Como se puede apreciar, en la actualidad, la lógica de la coordinación global pone el mayor énfasis



fasis en el esfuerzo de corrección de los desequilibrios de la CC por parte de los países deficitarios.

Éste es sin duda el principal problema del actual sistema internacional para cumplir con el objetivo de un crecimiento fuerte, equilibrado y sostenible. Si los países deficitarios deben resolver por sí solos los desequilibrios, y los países superavitarios participan mínimamente o no participan en absoluto en el proceso de reequilibrio, entonces el nuevo equilibrio estará caracterizado por un nivel de crecimiento global menor. En otras palabras, el esquema de rebalanceo tendrá un sesgo contractivo sobre la demanda global⁸. Esto finalmente también perjudicaría también a los países superavitarios, que enfrentarían un menor nivel de producto mundial y, por tanto, una menor demanda de sus bienes de exportación.

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

Frente a esta relativa inacción de las instituciones de coordinación global, ha surgido una alternativa aún peor de corrección de los desequilibrios que podría consolidarse y expandirse. La misma consiste en enfrentar directamente los déficits en CC con restricciones comerciales. Vale recordar que, en la mayoría de los países, el déficit de la CC se explica principalmente por el déficit de la balanza comercial, por lo cual los gobiernos se ven tentados a actuar en forma directa, restringiendo las importaciones y/o subsidiando las exportaciones. Los propulsores de estas medidas, además, sostienen que estas acciones pueden mejorar la situa-

ción de los asalariados, aumentando el empleo - y, eventualmente, los salarios- por el retorno de actividades desde el exterior. Lo anterior podría mejorar, de ser cierto, la participación de los trabajadores en el ingreso.

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

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

El caso norteamericano es particularmente preocupante porque es la primera economía del mundo y el líder del sistema multilateral que for-

⁸ Este sesgo contractivo en el ajuste de los desequilibrios en la cuenta corriente ya existía durante el patrón oro. Si bien el mecanismo automático debía funcionar para equilibrar las cuentas corrientes, en realidad los países superavitarios sistemáticamente intentaban demorar ese ajuste natural (Keynes, 1936; McKinnon, 1996).



mado en la posguerra. Ese liderazgo dentro del G20 llevó a que dicha organización defendiera todos los años al libre comercio como clave de bóveda de la arquitectura económica internacional, con el máximo énfasis y consenso en todos los “Communiqués” de sus Líderes... hasta Hamburgo en 2017. En el futuro cercano, la defensa del libre comercio podría decaer notoriamente o incluso desvanecerse en fórmulas de compromiso semántico mucho más inocuas, como se ha visto en los dos últimos encuentros del G20.

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

Los primeros datos para la economía de EE.UU. *a posteriori* de las políticas de Trump (años 2017 y 2018) son positivos en términos de empleo -que está en un mínimo relativo y decreciendo-, en simultáneo con una baja inflación. Estos resultados han sido acompañados por una suba sostenida de los mercados accionarios norteamericanos. Es oportuno recordar que estos comportamientos son típicos en lo que la bibliografía caracteriza como un “momento Minsky”, es decir una suma de eventos favorables fruto de un crecimiento insostenible que es acompañado por la euforia de los mercados, que aumentan su apalancamiento y que suele terminar en un abrupto final (Minsky, 1972; Kindleberger, 1978).

Es posible que la implementación de políticas proteccionistas en lo comercial y aperturistas en lo financiero tenga efectos positivos (al menos en el mediano plazo) en un país de las características de EE.UU. Por su tamaño, en EE.UU. se diluyen los problemas de escala y de acceso a la

tecnología que tendría un país mediano o pequeño implementando las mismas políticas. El punto es que, si estas políticas son percibidas como exitosas en el país líder, ¿por qué otros países no querrían imitarlas? En efecto, en Europa se puede apreciar un gran número de movimientos políticos que proponen acciones para limitar o abandonar el euro como forma de corregir sus cuentas externas, por lo general, deficitarias con Alemania.

Las simulaciones basadas en los modelos macroeconómicos globales del FMI, sobre una guerra comercial, indican que un aumento gradual en las tarifas y barreras no arancelarias implementado por todos los países, en forma tal que los precios de importación suban un 10%, llevaría en el quinto año a una caída del PIB global del 1,7% respecto a esquema de base (sin intervenciones) y, por otro lado, deterioraría ulteriormente la CC de EE.UU. y también las del área del Euro y Japón, mientras que mejoraría la de los países emergentes de Asia (IMF-WEO, 2018).

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

Entonces, por un lado, están las políticas que tradicionalmente impulsan algunos organismos internacionales, como es el ajuste en los países deficitarios basado en reducciones salariales y



en las llamadas “devaluaciones internas”, que produce un sesgo contractivo en la demanda agregada global, que no haría más que acentuar el estancamiento secular.

Por otro lado, las soluciones proteccionistas en los países con déficit en CC son más problemáticas para el sistema de globalización pudiendo sumergirlo en un juego de guerras comerciales de baja o alta intensidad y, eventualmente, de devaluaciones competitivas en los países puedan hacerlo por estar fuera de uniones monetarias (guerras cambiarias). Para completar un triángulo de comportamientos macroeconómicos no cooperativo es altamente probable que aumenten las reducciones impositivas con el objetivo de “robar” base tributaria y también el arbitraje regulatorio que busca atraer empresas y capitales internacionales relajando las restricciones y regulaciones financieras.

Es muy factible que un escenario de disputas en estos tres frentes quite dinamismo al comercio y al crecimiento global, y deteriore aún más la participación de los trabajadores en el ingreso respecto al capital. Frente a estas inconsistencias, queremos proponer una solución cooperativa que exige coordinación entre países.

8. Una propuesta para la coordinación de políticas económicas globales

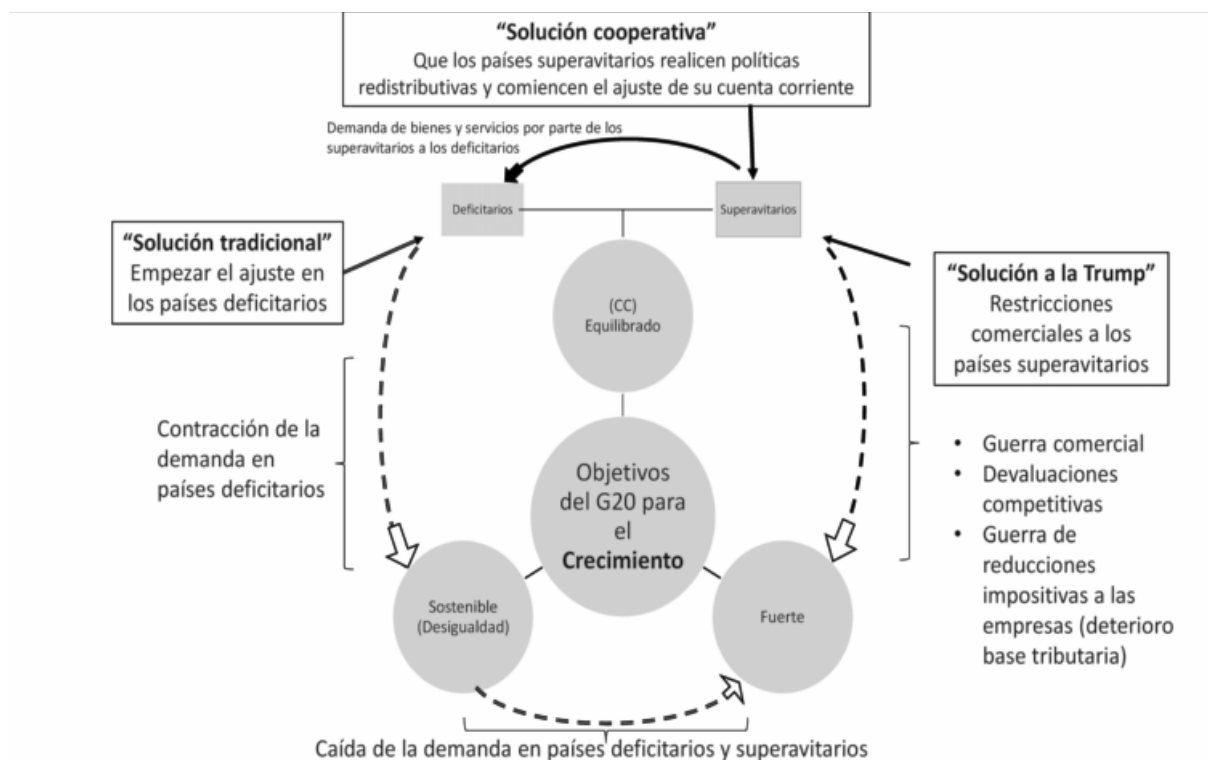
Según lo desarrollado en este trabajo, si las instituciones de la gobernanza global, como el G20, intentaran afrontar estos dos problemas, deberían tener en cuenta: a) la fuerte relación negativa que existe entre ambos; y b) las externalidades que genera la política redistributiva en un país sobre los demás, a través de la CC. Las soluciones actualmente en curso se muestran como alternativas subóptimas, cuyos resultados agregados distan de ser deseables. Ante ellas, queremos enfatizar una propuesta propia.

Como se ha mencionado, en el ámbito del G20 existen tres objetivos importantes para el crecimiento: que sea sostenible, equilibrado y fuerte. En cuanto a la sostenibilidad, existe una dinámica preocupante, ya que la desigualdad ha sido creciente en los últimos 40 años. De modo concomitante, se han acentuado los desequilibrios en las CC de los países. Parecería que los países y organismos internacionales priorizan este último como el problema a solucionar primero. Existen dos visiones sobre cómo realizarlo. Una visión más tradicional, donde el ajuste lo deben realizar los países deficitarios; y otra solución “a la Trump”, donde el ajuste comienza con restricciones comerciales sobre los países superavitarios.

Como se puede ver en la Figura 13, ambas visiones pueden lograr a corto plazo una mejora en el reajuste de las CC, pero a costa de una potencial dinámica que mina los demás objetivos propuestos en el ámbito del G20: un crecimiento fuerte y un crecimiento sostenible. Tanto la visión tradicional como la solución neo-mercantilista implican un eventual debilitamiento de la demanda global, tanto de países deficitarios como países superavitarios. Adicionalmente, garantizan las condiciones para un potencial sendero de agravamiento de la participación del trabajo en el ingreso en particular y de la desigualdad en general.



Figura 13
Esquema de las soluciones al desequilibrio de CC



Ante ellas, surge la necesidad de buscar una solución cooperativa. Dada la existencia de países con fuertes y persistentes déficits en sus CC y otros con grandes y recurrentes superávits en las mismas, se propone una política cooperativa que genere las mejoras en la distribución del ingreso en forma secuencial entre países. Surge naturalmente que el primer impulso para una mejor distribución del ingreso lo deberían realizar los países con suficiente espacio externo. Eso permitiría a los países deficitarios poder también iniciar el proceso minimizando el deterioro o incluso mejorando su posición externa. De esta forma, se evitaría que la política redistributiva sea inviable.

Los países que deberían comenzar a aplicar políticas redistributivas son los que se han señalado cuando se analizaron los principales superávits de CC (China, Alemania, Japón, Corea, Holanda, los exportadores de petróleo, Suiza, Singapur, Hong Kong, Suecia, Noruega, Malasia, entre otros).

Es claro que tener superávit de CC un determinado año no es lo que clasificaría a los países en su posibilidad de ser expansivos. Se debe tener una visión estructural que discrimine los desequilibrios de la CC que son coyunturales. A tal fin, el FMI realiza ejercicios de sostenibilidad de las cuentas externas de los miembros (Phillips



et al., 2013), utilizando regresiones similares a las empleadas aquí. Estos ejercicios permiten establecer los déficits y superávits estructurales de los países, que son la base para discutir la posible coordinación.

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

Esta alternativa consiste en considerar la interdependencia de las CC: un déficit de CC en un país implica un superávit de CC en otro país. Los países superavitarios deben entender que la solución óptima a largo plazo comienza con un ajuste de las cuentas de los superavitarios, incrementando su demanda por los bienes de los países deficitarios, dándole mayor “margen externo”, para que los dos tipos de países puedan realizar políticas redistributivas y mejorar la distribución del ingreso.

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

9. Conclusiones

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

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

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

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

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



Tanto las propuestas tradicionales -que hasta ahora dominaron el debate en el G20- como las unilaterales y mercantilistas de Trump parten de una lógica no cooperativa que genera un resultado subóptimo de menor crecimiento total y menor comercio global. Para consolidar el crecimiento se requiere recuperar la coordinación de políticas macroeconómicas que funcionó en

los momentos más agudos de la poscrisis. Mantener el actual nivel de globalización comercial y financiera a la que ha llegado la economía internacional, sin regulación global consensuada y sin una fuerte coordinación macroeconómica -es decir sin reglas bien definidas para una competencia eficiente- puede generar las semillas de su propio fracaso.



Referencias

- ADLER, G. Y CUBEDDU, L. (2017). "Global Imbalances: Avoiding a Tragedy of the Commons". <https://blogs.imf.org/2017/07/28/global-imbalance-avoiding-a-tragedy-of-the-commons/>
- ALESINA, A. Y PEROTTI, R. (1996), "Income distribution, political instability, and investment". *European Economic Review* 40: 1203-1228.
- ALESINA, A. & RODRIK, D. (1994). "Distributive politics and economic growth". *Quarterly Journal of Economics* 109, no. 2: 465-490.
- ALVAREDO, F., CHANCEL, L., PIKETTY, T., SAEZ, E. & ZUCMAN, G. (2018). "World Inequality Report 2018". WID.world. Available at: <http://wir2018.wid.world/>.
- BAYOUMI, T. AND VITEK, F. (2013). Model Spillovers and their Discontents. IMF Working Paper Strategy, Policy, and Review Department Macroeconomic. January. <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2013/wp1304.pdf>
- BERG, A., OSTRY, J. Y TSANGARIDES, G. (2014). "Redistribution, Inequality, and Growth", IMF Staff Discussion Note, Febrero de 2014.
- BERNANKE, B. (2005) "The global saving glut and the U.S. current account deficit". Board of Governors of the Federal Reserve System (U.S.). <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2005/200503102/default.htm>
- BERNANKE, B. (2009) "Reflections on a Year of Crisis". Fall 2009 Conference on Brookings Papers on Economic Activity. Washington, D.C. "Text is the same as speech given August 21, 2009 at Jackson Hole, Wyoming" September 15.
- BLANCHARD, O. Y GIAVAZZI, F. (2002) "Current Account Deficits in the Euro Area: The End of the Feldstein-Horioka Puzzle?". *Brookings Papers on Economic Activity*. Brookings Institution Press. 2002, 2.
- BLECKER, R. A. (2016). "Wage-led versus profit-led demand regimes: the long and the short of it", *Review of Keynesian Economics*, 4(4).
- ROBERT BOYER (2011) "Poskeynesianos y regulacionistas: ¿Una alternativa a la crisis de la economía estándar?" *Economía: teoría y práctica* no.35 México jul./dic. 2011 versión On-line ISSN 2448-7481 versión impresa ISSN 0188-3380
- CARRERA, J. (2009). "El G20, la crisis y el rediseño de la arquitectura financiera internacional" *Ensayos Económicos* 53-54.
- CARRERA, J. (2017). "Las consecuencias económicas de Mr. Trump" *El Economista*. Buenos Aires. Una versión actualizada a abril de 2017 se encuentra en: https://www.researchgate.net/publication/322086393_Las_consecuencias_economicas_de_Mr_Trump_actualizado_a_abril_2017
- CARRERA, J. Y RODRÍGUEZ, E. (2016). "De la Desigualdad a la Macroeconomía. Reelaborando una Interacción Compleja". *Anales de la AAEP*. Noviembre. ISBN 978-987-28590-4-6
- CARRERA, J., RODRÍGUEZ, E. AND SARDI, M. (2015). "Desigualdad, profundidad financiera e impacto en la cuenta corriente". *Ensayos Económicos*, N°72, Banco Central de la República Argentina, junio.
- CARRERA, J., RODRÍGUEZ, E. AND SARDI, M. (2016). "The Impact of Income Distribution on the Current Account", *Journal of Globalization and Development*. V7, issue 2. December.
- CRIPPS, F. AND IZURIETA, A. (2014). The UN Global Policy Model (GPM): Technical Description. May. http://unctad.org/en/PublicationsLibrary/tdr2014_bp_GPM_en.pdf
- CHECCHI, D., & GARCÍA-PEÑALOSA, C. (2005). "Labour market institutions and the personal distribution of income in the OECD".
- CHINN, M. D., & PRASAD, E. S. (2003). "Medium-term determinants of current accounts in industrial and developing countries: an empirical exploration". *Journal of International Economics*, 59(1), 47-76.
- CHINN, M. D., & ITO, H. (2007). "Current account bal-



- ances, financial development and institutions: Assaying the world 'saving glut'. *Journal of international money and Finance*, 26(4), 546-569.
- CHINN, M. D., EICHENGREEN, B., & ITO, H. (2012). "Rebalancing global growth". *Ascent after Descent: Regrowing Economic Growth after the Great Recession*, Washington DC: World Bank, 35-86.
- FMI (2017a). "Understanding the Downward Trend in Labor Income Shares". *World Economic Outlook*. Chapter 3. April 2017.
- FMI (2017b) "2017 External Sector Report" July 28
- IMF (2018) "WEO-World Economic Outlook". Washington.
- GALBRAITH, J. K. (2012), "Inequality and Instability. A Study of the World Economy Just Before the Great Crisis". *Presentación para el Institute for New Economic Thinking*, Berlín.
- GALOR, O. Y TSIDDON, D. (1997), "Technological Progress, Mobility and Economic Growth".
- AMERICAN ECONOMIC REVIEW 87(3):363-382.
- GOULD, E. D. & HIJZEN, A. (2016). "Growing Apart, Losing Trust? The Impact of Inequality on Social Capital", IMF Working Paper No. 16/176. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2882614>.
- KALDOR, N. (1961). "Capital accumulation and economic growth" (pp. 177-222). Macmillan.
- KALECKI, M. (1971), "Selected Essays on the Dynamics of the Capitalist Economy, 1933-1970". Cambridge: Cambridge University Press.
- KANBUR, R. Y STIGLITZ, J. (2015). "Wealth and income distribution: New theories needed for a new era". VOX CEPR's Policy Portal. Disponible en: <http://www.voxeu.org/article/wealth-and-income-distribution-new-theories-needednew-era>
- KARABARBOUNIS, L Y NEIMAN, B. (2013). "The Global Decline of the Labor Share", NBER Working Paper N°. 19136.
- KEYNES, J.M. (1936). "The General Theory of Employment, Interest and Money".
- KINDLEBERGER, CH (1978) "P. Manias, Panics, and Crashes: A History of Financial Crisis", 1st edition. New York: Basic Books, 1978.
- KUMHOF, M. Y 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., & MILESI-FERRETTI, G. M. (2007). "The external wealth of nations mark II: Revised and extended estimates of foreign assets and liabilities", 1970–2004. *Journal of international Economics*, 73(2), 223-250.
- MCKINNON, R. (1996). "The rule of the Game". MIT Press.
- MINSKY, H. P. (1982) "The Financial Instability Hypothesis: Capitalistic Processes and the Behavior of the Economy." In *Financial Crises: Theory, History, and Policy*, edited by Charles P. Kindleberger, Jean-Paul Laffargue, 12-29. Cambridge: Cambridge University Press.
- OCDE (2014). "Does income inequality hurt economic growth?" *Focus on Inequality and Growth*, Directorate for Employment, Labour and Social Affairs.
- OIT, FMI y OCDE (2015). "Income inequality and labour income share in G20 countries: Trends, Impacts and Causes". Reporte elabora para el 3° encuentro del Grupo de Trabajo de Empleo del G20.
- OBSTFELD, M. (2017) "Assessing Global Imbalances: The Nuts and Bolts" June 26, <https://blogs.imf.org/2017/06/26/assessing-global-imbances-the-nuts-and-bolts/>
- OKUN, A., 1975, "Equality and Efficiency: The Big Tradeoff". (Washington: Brookings Institution Press).
- PALLEY, T. I. (2015). "Inequality, the Financial Crisis and Stagnation: Competing Stories and Why They Matter" (No. 151-2015). IMK at the Hans Boeckler Foundation, Macroeconomic Policy Institute.
- PEROTTI, R. (1996). "Growth, income distribution and democracy: What the data say". *Journal of Economic Growth*, June 1996, Volume 1, Issue 2, pp 149–187.
- PERSSON, T. & TABELLINI, G. (1994). "Is Inequality Harmful for Growth?", *American Economic Review*, 84, (3), 600-621.
- PHILLIPS, M. S., CATÃO, M. L., RICCI, M. L. A.,



- BEMS, R., DAS, M., DI GIOVANNI, J., ... & VARGAS, M. M. (2013). "The external balance assessment (EBA) methodology" (Nº. 13-272). International Monetary Fund.
- PIKETTY, T. (2014). "Capital in the 21st Century". Cambridge: Harvard University.
- RAJAN, R. (2010). "Fault Lines: How Hidden Fault Lines Still Threaten the World Economy", Princeton University Press.
- RODRIGUEZ, F., & JAYADEV, A. (2010). "The declining labor share of income". *Journal of Globalization and Development*, 3(2), 1-18.
- RODRIK, D. (2011), "The Globalization Paradox". WW Norton and Company.
- SOLT, F. (2014), "The Standardized World Income Inequality Database". *Social Science Quarterly* (Forthcoming).
- STIGLITZ, J. (1997). "Algunas enseñanzas del milagro del Este Asiático". *Desarrollo Económico*, vol. 37 N° 147, páginas 323-348.
- STIGLITZ, J. (2012). "El precio de la desigualdad. El 1% de la población tiene lo que el 99% necesita". Taurus, Alfaguara S.A.
- SUMMERS, L. H. (2015). "Demand Side Secular Stagnation." *American Economic Review*, 105 (5): 60-65.



Autor

Jorge Carrera. Investigador CONICET. Doctor en Investigaciones en Economía Profesor Università degli Studi di Pavía (Italia). Titular en Finanzas Internacionales Universidad Nacional de La Plata (UNLP)

Responsable

Fundación Friedrich Ebert
Marcelo T. de Alvear 883 | Piso 4° C1058AAK
Buenos Aires - Argentina

Equipo editorial
Christian Sassone | Ildefonso Pereyra
christian.sassone@fes.org.ar

Tel. Fax: +54 11 4312-4296
www.fes.org.ar

ISBN: 978-987-4439-11-6

Friedrich Ebert Stiftung

La Fundación Friedrich Ebert es una institución alemana sin fines de lucro creada en 1925. Debe su nombre a Friedrich Ebert, el primer presidente elegido democráticamente, y está comprometida con el ideario de la democracia social. Realiza actividades en Alemania y en el exterior a través de programas de formación política y cooperación internacional. La FES tiene 18 oficinas en América Latina y organiza actividades en Cuba, Haití y Paraguay, que cuentan con la asistencia de las representaciones en los países vecinos.

El uso comercial de todos los materiales editados y publicados por la Friedrich-Ebert-Stiftung (FES) está prohibido sin previa autorización escrita de la FES. Las opiniones expresadas en esta publicación no representan necesariamente los puntos de vista de la Friedrich-Ebert-Stiftung.

