

Efectos de la política monetaria del Banco Central Europeo sobre la desigualdad

Lorena Chacón Piñero¹

Fecha de recepción: enero de 2019 / fecha de aceptación: marzo de 2019

Resumen. La política monetaria puede alterar de forma heterogénea el bienestar individual y la desigualdad, incluso aunque consiga alcanzar sus principales objetivos, como la estabilidad de precios. Debido a que la desigualdad es un problema que está aumentando a nivel internacional, en este artículo se estudia cómo y a través de qué canales la política monetaria puede influir sobre ésta. De este modo, los efectos se pueden producir a través de las variaciones en los tipos de interés y del crecimiento del ingreso, entre otras variables que son comprendidas en el mecanismo de transmisión de la política monetaria.

Palabras clave: Desigualdad, tipos de interés, política monetaria.

[en] European Central Bank monetary policy's effects on inequality

Abstract. Monetary policy can modify the individual well-being and the inequality in a heterogeneous way, even if it reaches its main objectives, such as price stability. Since inequality is a problem that is growing internationally, this article studies how and through which channels monetary policy can influence on inequality. In this way, effects can be produced through variations in interest rates and income growth, among other variables that are included in the transmission mechanism of monetary policy.

Keywords: Inequality, interest rates, monetary policy.

JEL: D31, E40, E52.

1. Introducción

La política monetaria se engloba dentro de un conjunto de acciones llevadas a cabo por las autoridades monetarias cuyo último fin es la consecución de unos determinados objetivos, siendo éstos diferentes para cada banco central. En concreto, para el Banco Central Europeo, el objetivo recogido en el Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea (art. 127) es el mantenimiento de la estabilidad de precios en torno a un 2% a medio plazo. Tal y como se ha ido manifestando desde hace algunas décadas, se está produciendo una propensión al alza de la desigualdad a nivel internacional, si bien es cierto que esta tendencia es más intensa para los países desarrollados (O'Farrell, Inaba

y Rawdanowicz, 2016: 7-10). Este hecho dificulta la cohesión social desde una perspectiva global y genera crecimientos económicos más frágiles, entre otros muchos resultados negativos.

Este aumento de la desigualdad se justifica por múltiples causas. Entre ellas, un mayor grado de globalización de las economías, el progreso y los últimos cambios tecnológicos producidos, el rápido crecimiento del sector financiero desde que se produjo su desregulación a finales del siglo XX, los cambios demográficos o las sucesivas reformas fiscales que se han ido produciendo a favor de las rentas más altas (Ochando, 2015: 74-76). Sin embargo, no todos estos argumentos justifican totalmente el crecimiento de la desigualdad.

¹ Máster Política Económica y Economía Pública
Universidad de Valencia.
lorenachacon-p@hotmail.es
lochapi@alumni.uv.es

Bien es conocida la atención que ha recibido la política fiscal como factor que contribuye a incidir sobre la desigualdad. Sin embargo, ha sido en los últimos años cuando se ha puesto en el centro de la mesa de la discusión económica y política el papel que puede desempeñar la política monetaria en la redistribución de la renta y la riqueza. Todo ello debido a las acciones de política monetaria no convencional que han sido desarrolladas por las autoridades monetarias mundiales a raíz de la crisis económica y financiera acaecida hace una década aproximadamente. Para el caso del Banco Central Europeo, la política monetaria no convencional ha sido articulada en torno a tres grandes bloques; *quantitative easing* o flexibilización cuantitativa, *qualitative easing* o flexibilización cualitativa y *forward guidance* o indicaciones de orientación futura (Buitrago y Romero, 2013: 261-282).

Toda elaboración de políticas económicas tiene algún tipo de impacto distributivo como resultado de las medidas que introducen en la economía real. En este caso, el principal objetivo de estudio será conocer y valorar cómo y a través de qué canales las decisiones de política monetaria pueden suscitar alteraciones en la desigualdad. Para ello, el mecanismo de transmisión de la política monetaria juega un papel fundamental, ya que permite determinar cómo la política monetaria afecta a la economía en general y al nivel de precios en particular². Con ello se pretende dar a conocer los recientes efectos distributivos que la literatura ha revelado y encauzar futuras contribuciones empíricas y teóricas que arrojen luz sobre esta relación que está en fase de exploración y descubrimiento.

2. Efectos de la política monetaria sobre la desigualdad

Continuando la clasificación de Coibion, Gorodnichenko, Kueng y Silvia (2012), se presentan los canales a través de los cuales puede transmitirse los efectos de la política monetaria sobre la desigualdad. Además, se analiza el respaldo que tienen estos canales por parte de la literatura económica. Sin embargo, hay que tener en cuenta que ningún canal en sí mismo proporciona una imagen clara de la relación

existente entre la política monetaria y la desigualdad, sino que este vínculo depende de las características de la población y de la forma en la que ésta se asocia con los diferentes tipos de ingresos.

a) Canal de la composición del ingreso («*Income composition channel*»)

Este canal establece cómo la política monetaria afecta a los agentes económicos dependiendo de cuál sea el origen de sus ingresos principales. Como sabemos, los hogares pueden obtener sus ingresos de diferentes fuentes. Si bien la mayor parte depende de las ganancias derivadas del trabajo (entiéndase como salarios y otros ingresos laborales), el resto recibe una mayor proporción de sus ingresos de otras fuentes, como por ejemplo subvenciones y pensiones o beneficios empresariales y rentas financieras (Martin y Pérez, 2018: 127-129).

Algunos autores, como Easterly y Fischer (2000) sugieren que la inflación agrava el desequilibrio de ingresos debido a que se produce una reducción de los salarios reales, lo que estimula con ello las ganancias diferentes del salario y conlleva a una reasignación de los ingresos de los trabajadores hacia las retribuciones de los agentes que se benefician de una composición de renta basada en ganancias de capital. De modo que, de acuerdo con esta idea, si una política monetaria expansiva tuviese efectos sobre la inflación, provocaría aumentos en la desigualdad dado que el conjunto de asalariados está en la parte baja de la distribución de ingresos y depende en mayor medida de sus salarios como fuente única de ingresos. Aun y así, se ha de tener en cuenta que el efecto sobre los salarios reales juega a la inversa con la deflación. El argumento habitual sobre las consecuencias negativas de una deflación es que, con salarios rígidos a la baja, una deflación implicaría un aumento de los salarios reales que podría perjudicar la creación y mantenimiento de empleo.

Sin embargo, el efecto resulta más difícil de cuantificar cuando la política monetaria expansiva propicia disminuciones de tipos de interés. Por un lado, Coibion et al. (2012) determinan que se elevarían estas otras ganancias por encima de los salarios y los propietarios de las mismas tenderían a beneficiarse de forma mayor que los trabajadores, ya que éstos solo perciben ingresos derivados de su trabajo. Además, puesto que las personas que reci-

² Para ampliar información véase European Central Bank (2011) pg. 59.

ben rentas adicionales tienden también a estar más acomodadas que el resto, este canal conduce a una mayor desigualdad en respuesta a la política monetaria acomodaticia. Por el contrario, Heathcote, Perri y Violante (2009) establecen que este descenso de los tipos de interés haría que los agentes económicos que poseen una proporción de sus ingresos derivadas de otras fuentes distintas de los ingresos laborales dejaran de ganar tanto, por lo que se suavizaría el efecto pernicioso sobre la desigualdad. Sin embargo, debemos tener en cuenta que podría producirse una búsqueda de rentabilidad alternativa por parte de éstos, lo que podría provocar que la desigualdad no se mitigara tanto como se espera.

b) Canal de la segmentación financiera («Financial segmentation channel»)

Muestra la capacidad de la política monetaria de afectar en mayor o menor medida a los agentes que se relacionan con el mercado financiero. Algunos agentes económicos participan con más frecuencia que otros en las actividades que se suceden en los mercados financieros y son afectados por los cambios en la oferta de dinero antes que los agentes que no realizan operaciones en dichos espacios. De modo que las actuaciones expansivas de política monetaria redistribuirán la riqueza hacia aquellos agentes más conectados con los mercados financieros o con los bancos centrales, tanto en renta (ganancias financieras) como en riqueza (valor de los activos financieros en su cartera) (Martin y Pérez, 2018: 131). Por extensión, esta idea se ve reforzada debido a que los hogares que participan activamente en las transacciones financieras suelen tener mayores niveles de renta que los agentes desconectados del mercado financiero. Mumtaz y Theophilopoulou (2015) y Saiki y Frost (2014) confirman esta alteración de la riqueza financiera de los hogares ante una política monetaria que altere el precio de los activos.

Además, Claeys, Darvas, Leandro y Walsh (2015) afirman que el precio de los activos incrementa al menos en el corto plazo tras una política monetaria expansiva y que puede tener importantes consecuencias distributivas. Esto es así dado que la tenencia de activos está mucho más concentrada entre los hogares más pudientes que entre los pobres. Además, no solo va a beneficiar a aquellos que tienen grandes cantidades de activos hoy en día, sino que tam-

bién hará que los futuros compradores de estos activos estén en peor situación, porque tendrán que comprar los mismos activos a precios más altos. De modo que antes de la consumación de la política monetaria expansiva, los agentes económicos más pudientes se beneficiarán y, por el contrario, los agentes económicos que adquieran activos financieros a posteriori lo harán a un precio mayor. Por lo tanto, tendrá efectos distributivos a través de generaciones.

Por otro lado, si entendemos este efecto en un horizonte temporal más largo, al igual que Watkins (2014), siguiendo la analogía anterior podría determinarse que un aumento de la base monetaria provocaría una mejora de la situación de los agentes u hogares mejor posicionados en la distribución de ingresos. Sin embargo, a largo plazo se originaría un aumento del gasto en bienes y servicios por parte de estos poseedores de ganancias que produciría un efecto filtración o goteo al resto de la población. Esto estimularía la producción y el empleo y, por ende, beneficiaría a toda la sociedad, mitigando en parte el efecto sobre la desigualdad. No obstante, sería determinante conocer si este efecto filtración o goteo podría compensar el aumento de desigualdad generado con anterioridad.

c) Canal de cartera («Portfolio channel»)

Revela cómo la política monetaria afecta a los agentes económicos en base al conjunto de activos y pasivos que conformen sus carteras. Partimos de la idea de que los agentes económicos que se ubican en la parte alta de la distribución de ingresos poseen una mayor cantidad de activos reales (acciones, participaciones o viviendas) que los hogares con bajos ingresos, ya que éstos tienden a mantener relativamente más efectivo o activos nominales y por lo tanto, no están protegidos frente a la inflación. De esta forma, ante reducciones en el tipo de interés o acciones potencialmente inflacionistas por parte de las autoridades monetarias, se presupone un deterioro de la capacidad adquisitiva para los agentes económicos que poseen activos nominales y deudas reales puesto que reducirá su riqueza financiera y dañará su bienestar económico, siempre que exista inflación. Así, la desigualdad se vería intensificada después de las acciones de política monetaria expansiva. Esta idea es respaldada por diversos autores, tales como Bullard (2014), Coeuré (2012), Saiki y Frost (2014) y Amaral (2017).

d) Canal de redistribución de los ahorros («*Savings redistribution channel*»)

En este canal se evidencia el impacto de la política monetaria sobre los ahorradores y los deudores. Ante un incremento inesperado de la tasa de interés o una disminución de la tasa de inflación se estaría produciendo una redistribución de riqueza desde los ahorradores hacia los deudores, debido a que sus pasivos estarían sufriendo una devaluación en términos reales. Además, en la medida en que los ahorradores, en general, poseen mayores niveles de renta que los prestatarios, se generará un aumento de la desigualdad en el consumo (Coibion et al., 2012: 1-3). Es por ello por lo que mediante variaciones en determinadas variables que son parte del mecanismo de transmisión de la política monetaria, se podrían ocasionar cambios en la desigualdad.

De igual modo, Bullard (2014), Coeuré (2012), Watkins (2014), Auclert (2017), Doepke y Schneider (2006) y Claeys et al., (2015) respaldan este canal, llegando a la conclusión de que los menores tipos de interés han reducido los pagos de los prestatarios, pero también han disminuido los ingresos por intereses de los ahorradores.

e) Canal de las ganancias heterogéneas («*Earnings heterogeneity channel*»)

Se explica principalmente la capacidad de la política monetaria de afectar al mercado de trabajo. La política monetaria tiene la capacidad de influir en las ganancias de los hogares de forma diferente. Ésta varía en función de donde se encuentren los individuos en la distribución de ganancias. Además, conocemos que el riesgo a sufrir una situación de desempleo no es igual para todas las personas de una población.

La evidencia sugiere que los ingresos laborales en la parte inferior de la distribución son los más afectados por las fluctuaciones del ciclo económico (Coibion et al., 2012: 2-3) y, por ende, por el desempleo. Así que si la política monetaria puede provocar reducciones en el desempleo, también reducirá la desigualdad.

Este canal, el cual es el más abstracto y ambiguo de todos los anteriores, está basado fundamentalmente en la premisa de que si las acciones de política monetaria expansiva pueden provocar aumentos en la demanda agregada, se originará una mejora del crecimiento económico y con ello una caída del desempleo. No obstante, esta conexión depende de muchos factores porque ante una variación en los tipos de interés, el mercado de trabajo no siempre muestra una respuesta única e inmediata. Entre éstos se encuentra la tasa de rigidez salarial sobre la distribución de ingresos, el grado de sustituibilidad entre el factor trabajo y el factor capital físico o las diferentes ofertas de trabajo endógenas que reflejan características específicas de los hogares, como la edad y el número de hijos, ya que pueden provocar diferencias en la distribución (Claeys et al., 2015: 9-10).

A modo de síntesis, la siguiente tabla 1 recoge el probable efecto que tendría sobre la desigualdad una política monetaria expansiva y una política monetaria contractiva a través de los cinco canales analizados con anterioridad.

Podemos apreciar que, aparentemente, a través de los tres primeros canales se produciría un aumento de la desigualdad mediante medidas de política monetaria expansiva y se reduciría en los dos últimos canales. Sin embargo, estos canales pueden operar con diferente intensidad a través de política monetaria convencional y no convencional, de modo que la magnitud de su impacto también podría va-

Tabla 1. Los efectos de la política monetaria a través de los diferentes canales.

Canales	Política monetaria expansiva	Política monetaria contractiva
Canal de la composición del ingreso	Podría aumentar la desigualdad	Podría disminuir la desigualdad
Canal de la segmentación financiera	Podría aumentar la desigualdad	Podría disminuir la desigualdad
Canal de cartera	Podría aumentar la desigualdad	Podría disminuir la desigualdad
Canal de redistribución de ahorros	Podría disminuir la desigualdad	Podría aumentar la desigualdad
Canal de las ganancias heterogéneas	Podría disminuir la desigualdad	Podría aumentar la desigualdad

Tabla 2. Clasificación específica de los anteriores canales.

Canal de la inflación	Canal de los ingresos
Canal de la segmentación financiera	Canal de la composición del ingreso
Canal de cartera	Canal de las ganancias heterogéneas
Canal de redistribución de los ahorros	

Fuente: elaboración propia a partir de la clasificación de Nakajima (2015).

riar (Davtyan, K. 2016: 2-3). Por lo tanto, el efecto final parece ser ambiguo.

Teniendo en consideración que la política monetaria afecta tanto a los precios como a la actividad económica real, Nakajima (2015) realiza una clasificación específica y más general. En primer lugar, diferencia el canal de la inflación, donde se engloban el canal de la segmentación financiera, el canal de cartera y el canal de redistribución de ahorros. En segundo lugar, encuadra el canal de los ingresos, donde se incluye al canal de la composición del ingreso y al canal de ganancias heterogéneas.

Sin embargo, han de tenerse en cuenta la existencia de otras vías o canales menos estudiados y más abstractos sobre los efectos distributivos de la política monetaria. Una de esas vías sería conocer hasta qué punto la financiación de la economía y el papel de las instituciones podría desempeñar un rol importante en esta cadena causal. Es decir, si los bancos centrales redujesen el número de intermediarios que participan en las transacciones destinadas a inyectar liquidez a la economía real y entregasen dichos fondos directamente a las familias y empresas (lo que se conoce como helicóptero monetario), ¿qué efecto provocaría en la desigualdad? A su vez, hay que plantear la misma cuestión para el caso en el que estas inyecciones de liquidez por parte de las autoridades monetarias se dirigiesen en exclusiva al sector público. De este modo, estaríamos cuestionándonos no sólo los efectos de la política monetaria sobre la redistribución de renta y riqueza, sino la economía política de la política monetaria.

Otra cuestión a averiguar es hasta qué punto los gobiernos de los diferentes países están revertiendo a la sociedad mediante aumentos de gasto público o políticas fiscales expansivas los beneficios que obtienen de financiarse a un tipo de interés menor, ya que se puede estar incidiendo sobre la desigualdad de esta manera.

El debate está sobre la mesa y muchas son las voces que, en concreto, abogan por cam-

bios y reestructuraciones de los objetivos y la instrumentalización de la política monetaria europea (como, por ejemplo, incluir el crecimiento económico o el pleno empleo como objetivos adicionales a la estabilidad de precios, a semejanza de la Reserva Federal de Estados Unidos). Según Panetta (2015) y Constâncio (2018) debería ser tenida en cuenta la influencia de la política monetaria sobre la desigualdad y los posibles efectos distributivos de ésta, ya que podría ser menos eficaz en la consecución de los objetivos de estabilidad macroeconómica y financiera. De modo que es imprescindible ser conscientes de los efectos colaterales de la política monetaria en el momento excepcional de tipos de interés a cero por ciento³ en el que nos encontramos en la zona euro y a nivel global (Mersch, 2014). Además, los bancos centrales mejorarían su credibilidad y su legitimidad con la aceptación de estos efectos distributivos de la política monetaria.

Por otro lado, también hay quien respalda la sincronización de la política fiscal y monetaria en la Eurozona, hecho que debería ser acompañado por un paso más en la integración de los países europeos dentro de la Unión Económica y Monetaria e incluso la Unión Política, pasando por una regulación de los mercados financieros que evite la repetición de situaciones de crisis financieras y económicas pasadas. Es importante igualmente destacar las restricciones derivadas del conflicto de intereses nacionales y políticos dentro de la Unión Europea en la actualidad. Sin embargo, éstos no tienen cabida de momento en este estudio.

³ Estos tipos de interés a cero por ciento se corresponden con el tipo de interés de las operaciones principales de financiación para el caso de la Eurozona. Como sabemos, el Banco Central Europeo tiene el objetivo de influir sobre la variable operativa EONIA (Euro OverNight Index Average). Es importante diferenciar de los tipos de interés negativos que existen en la actualidad, los cuales se corresponden en la Eurozona con los tipos de interés de las facilidades marginales de depósito.

3. Conclusiones

En primer lugar, con esta investigación se evidencia que la relación entre política monetaria y desigualdad es una cuestión que se encuentra en fase de exploración y descubrimiento. Esto se explica en base a la literatura analizada, ya que es bastante contemporánea. Además, podemos constatar que no existe un consenso en la evidencia empírica a nivel internacional que demuestre unos resultados concisos y esclarecedores sobre la dirección de los efectos de la política monetaria sobre la desigualdad.

Por otra parte, se han sintetizado los canales a través de los cuales la política monetaria puede tener un efecto sobre la desigualdad, siendo éstos muy variados y diversos, y estando in-

cluso relacionados entre sí. Cabe destacar que prácticamente en todos los canales estudiados se produce la transmisión a través del nivel de precios y salarios. No obstante, la principal limitación es que ninguna de estas vías por sí misma proporciona una imagen clara y concisa sobre el objeto de estudio.

De forma adicional, cabe mencionar que la literatura aún no ha agotado sus vías de investigación, ya que existen algunos canales alternativos que deberían ser examinados en profundidad. Por lo tanto, cabe entender este análisis como un punto de partida para futuras investigaciones tanto teóricas como empíricas que permitan valorar y cuantificar los efectos distributivos con el fin de arrojar luz sobre el cambio que se ha producido en los niveles de desigualdad.

4. Bibliografía

- Amaral, P. (2017): “Monetary policy and inequality”, *Economic Commentary*, núm. 2017-01, Enero 2017.
- Auclert, A. (2017): “Monetary policy and the redistribution channel”, *National Bureau of Economic Research Working Paper Series*, núm. 23451.
- Buitrago, E. y Romero, L.B. (2013): *Economía de la Unión Europea*, Ediciones Pirámide, Madrid.
- Bullard, J. (2014): “Income inequality and monetary policy: A framework with answers to three questions”, *C. Peter McCoolough Series on International Economics*, 26 Junio.
- Coeuré, B. (2012): “What can monetary policy do about inequality?” Discurso en el Día Internacional de la Erradicación de la Pobreza, Intergroup *Extreme Poverty and Human Rights*, *Fourth World Committee event*, European Parliament, Brussels, 17 Octubre. (<https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2012/html/sp121017.en.html>)
- Coibion, O., Y. Gorodnichenko, L. Kueng y J. Silvia (2012): “Innocent bystanders? Monetary policy and inequality in the U.S.”, *National Bureau of Economic Research Working Paper Series*, núm. 18170.
- Constâncio, V. (2018): “Past and future of the ECB monetary policy”. Discurso en la conferencia *Central Banks in Historical Perspective: What Changed After the Financial Crisis?* Malta, 4 Mayo.
- Claeys, G., Z. Darvas, A. Leandro y T. Walsh (2015): “The effects of ultra-loose monetary policies on inequality”, *Bruegel Policy Contribution*, núm. 2015/09.
- Davtyan, K. (2016): “The Distributive effects of conventional and unconventional monetary policies”, *AQR-Working Papers*, núm. 2016/06.
- Dobbs, R., S. Lund, T. Koller y A. Shwayder (2013): “QE and ultra-low interest rates: Distributional effects and risks”, *McKinsey Global Institute*, Noviembre.
- Doepke, M., y Schneider, M. (2006): “Inflation and the Redistribution of Nominal Wealth”, *Journal of Political Economy*, University of Chicago Press, vol. 114(6), Diciembre.
- Easterly, W. y Fischer, S. (2000): “Inflation and the poor”, *Policy Research Working Paper*, núm. 2335.
- European Central Bank (2011): *The Monetary Policy of the ECB* (<https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/monetarypolicy2011en.pdf>). Consultado en marzo 2019.
- Heathcote, J., Perri, F. y G. Violante (2009): “Unequal we stand: an empirical analysis of economic inequality in the United States, 1967-2006”, *National Bureau of Economic Research Working Paper Series*, núm. 15483.
- Martin, N. y Pérez, S. (2018): “Política monetaria y desigualdad” en Sánchez, A. y Tomás Carpi, J.A. (coords): *Política Económica 2017*. Tirant Lo Blanch. Valencia.
- Mersch, Y. (2014): “Monetary policy and economic inequality”. Discurso en la conferencia *Corporate Credit. Zurich*, 17 October (https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2014/html/sp141017_1.en.html). Consultado en enero 2019.

- Mumtaz, H. y Theophilopoulou, A. (2015): “Monetary policy and inequality in the UK”, *School of Economics and Finance*, núm. 738, Febrero.
- Nakajima, M. (2015): “The redistributive consequences of monetary policy”, *Federal Reserve Bank of Philadelphia Business Review*, Segundo trimestre 2015.
- Ochando, C. (2015): “Política económica y desigualdad en la Unión Europea”, en Bono, E., Sánchez, A. y Tomás Carpi, J.A. (coords): *Renovación de la política económica y cambios sociales: ensayos en honor de Josep María Jordán*. Tirant lo Blanch. Valencia.
- O’Farrell, R., Inaba, K. y Rawdanowicz, L. (2016): “Monetary Policy and Inequality”, *OECD Economics Department*, núm. 1281.
- Panetta, F. (2015): “The distributional consequences of monetary policy”. Declaraciones en el Nederlandsche Bank, Amsterdam. 20 Noviembre.
- Saiki, A. y Frost, J. (2014): “How does unconventional monetary policy affect inequality? Evidence from Japan”, *DNB Working Paper*, núm. 423.
- Watkins, J.P. (2014): “Quantitative easing as a means of reducing unemployment: A new version of trickle-down economics”, *Journal of Economic Issues*, núm. 48:2.