



INTERÉS EN LA DESIGUALDAD



Los bancos centrales deben mejorar
la comunicación de los efectos
distributivos de la política monetaria

Nina Budina, Chiara Fratto, Deniz Igan
y H el ene Poirson

Los bancos centrales del mundo están respondiendo a los efectos económicos de la pandemia de COVID-19 con una amplia política de relajación monetaria, que incluye recortes de tasas de interés y compras de activos. Dichas políticas expansivas han permitido limitar las consecuencias de la pandemia. Sin embargo, actualmente se debate hasta qué punto estas políticas también exacerban la desigualdad. Se considera que la política monetaria es, en parte, responsable de haber impulsado los mercados de renta variable desde los mínimos de la pandemia, lo que en principio es una buena noticia, principalmente para los ricos. Aun así, la relajación monetaria puede llegar a reducir la desigualdad; por ejemplo, porque las bajas tasas de interés pueden incentivar a las pequeñas empresas a tomar préstamos y a contratar empleados.

En resumidas cuentas, ¿una política de relajación monetaria aumenta o reduce la desigualdad?

Conozca a los Sampsons

Los debates sobre política monetaria suelen ser bastante abstractos, de modo que pensemos en esto de un modo más personal. ¿Qué significa para usted que el banco central relaje su política monetaria? ¿Contribuye a sus finanzas o las perjudica?, y ¿cómo le va en comparación con otros? En un nivel básico, esto depende de su ingreso, sus bienes, sus ahorros y su deuda.

Para ilustrar esta situación, le presentamos a los Sampsons, una familia hipotética formada por Lisa, una joven mujer de poco más de veinte años, sus padres Margarita y Homero y su tío Arturo, un contador de unos cincuenta años de edad. ¿Cómo incide una política de relajación monetaria en ellos?

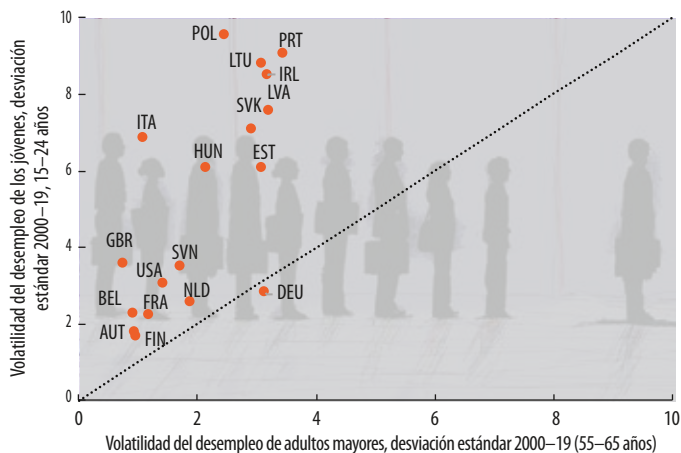
En primer lugar, veamos el caso de Lisa, quien vive de su salario como camarera a tiempo parcial para costearse sus estudios de enfermería. Actualmente, debido a su bajo nivel de calificación gana menos que los trabajadores de mayor edad, más calificados y de más experiencia, como su tío Arturo. Asimismo, Lisa tiene más probabilidades que los trabajadores de más edad de perder su trabajo durante una recesión y quedar desempleada (véase el gráfico 1).

La buena noticia para Lisa es que la relajación monetaria hace que las recesiones sean menos perjudiciales en materia de desempleo. Mediante este canal de ingresos laborales, la relajación monetaria estimula la actividad económica y reduce el desempleo, beneficiando desproporcionadamente a los trabajadores jóvenes, menos experimentados y con salarios más bajos, que suelen ser los primeros en perder sus

Gráfico 1

La juventud

Los jóvenes tienen más probabilidades que la gente mayor de quedar desempleados.



Fuentes: Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos y cálculos del personal técnico del FMI.

Nota: Los jóvenes, que suelen ganar menos, están expuestos a un mayor riesgo de desempleo, porque el desempleo de los jóvenes es más sensible a los ciclos económicos. En las leyendas de datos en el gráfico se utilizan los códigos de países de la Organización Internacional de Normalización (ISO).

empleos en una recesión. De no haber medidas de relajación monetaria, Lisa muy probablemente habría perdido su empleo, y la brecha de ingresos laborales entre ella y su tío se habría acrecentado. Aun si Lisa hubiese encontrado un nuevo empleo, posiblemente habría sido más precario, por ejemplo, con un contrato a corto plazo y con pocas prestaciones.

Analicemos ahora el caso de Arturo, que gana un salario, tiene ingresos de capital por inversiones en bonos y acciones y es propietario de una vivienda. Las tasas más bajas de interés potenciarían sus ingresos de capital; así pues, Arturo se beneficiaría a través del canal de composición de los ingresos, así como de una revalorización de su inversión en bonos, acciones e inmuebles a través del canal del balance. Sin embargo, Lisa no se vería directamente beneficiada de un mayor ingreso de capital ni de la revalorización de los activos, dado que no posee activos.

Por último, analicemos el caso de Margarita y Homero, que están jubilados después de ahorrar toda su vida y dependen de sus ingresos jubilatorios y de

los intereses de depósitos bancarios. Son ahorradores netos. Lisa es una prestataria neta, ya que tiene un préstamo para estudios y otro para la compra de un automóvil. Con un recorte de la tasa de interés, Lisa adeudaría al banco menos por intereses, ya sea porque las tasas de sus préstamos serían más bajas (si el préstamo fuese ajustable) o porque podría refinanciarlos a una tasa más baja. Pero Margarita y Homero se verían perjudicados porque sus ingresos por intereses disminuirían como consecuencia de las tasas de interés más bajas (y posiblemente en términos reales, ya que la relajación monetaria podría generar mayor inflación). Sus ingresos jubilatorios podrían caer en términos reales.

A igualdad de condiciones, la relajación monetaria tiende a perjudicar a los ahorristas con poca deuda y grandes depósitos bancarios, mientras que beneficia a los prestatarios netos (Auclert, 2019; Tzamourani, 2021). En otras palabras, se redistribuye de ahorristas a prestatarios, lo cual se conoce como canal de redistribución del ahorro.

El ganador es...

El efecto neto para Lisa, sus padres y el tío dependería del impacto combinado de las medidas de política monetaria mediante canales diferentes, ya que se beneficiarían a través de algunos canales pero resultarían perjudicados por otros.

Por ejemplo, Lisa se beneficiaría de la relajación monetaria a través de sus ingresos laborales y una reducción del costo del servicio de la deuda, si bien no se vería beneficiada directamente de una revalorización de los activos.

Una relajación monetaria beneficiaría a Arturo a través de ingresos laborales más altos y mayores ingresos de capital; pero si es un ahorrista neto, se vería perjudicado por el descenso de las tasas de interés. En el caso de Margarita y Homero, la pérdida de ingresos por intereses sobre sus ahorros podría compensarse con una revalorización de su hogar, y posiblemente por no tener que seguir manteniendo a su hija, que antes tenía dificultades económicas, si las medidas de política monetaria la ayudan a conservar su puesto de trabajo.

Canales diferentes

Como se ilustra en el ejemplo de los Sampsons, la magnitud de los efectos distributivos de la relajación monetaria depende de la importancia relativa de diferentes canales, que también pueden variar según las diferentes características del país.

En países con altos niveles de inclusión financiera, por ejemplo, los hogares pobres tienen más fácil acceso al crédito y más probabilidades de acceder a préstamos hipotecarios para vivienda, de modo que se benefician de tasas de interés más bajas. En otros países, las personas que tienden a comprar viviendas en efectivo no se beneficiarían de una reducción de las tasas de interés. En países con sistemas financieros centrados en los bancos, las personas que mantienen sus ahorros en depósitos bancarios y no están endeudadas podrían verse perjudicadas por la relajación monetaria a través del canal de redistribución del ahorro. En países con un sistema de protección social más amplio, un menor riesgo de desempleo para los trabajadores de bajo ingreso como consecuencia de la relajación monetaria podría no ser tan importante como en los países con una menor protección social.

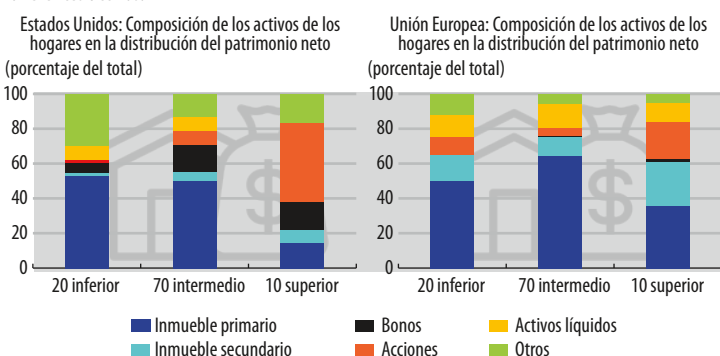
En la Unión Europea y en Estados Unidos, el impacto que tiene el canal del balance en la desigualdad puede variar según el tipo de activo del que se es propietario. Normalmente, los ingresos de capital son más importantes para los hogares más acaudalados porque estos tienen activos financieros. Esto ocurre especialmente en Estados Unidos, donde casi las dos terceras partes de los activos del 10% más rico de la población son bonos (16%) y acciones (46%; véase el gráfico 2). A excepción de este grupo, los inmuebles son el activo más importante para la mayoría de los hogares tanto en la Unión Europea como en Estados Unidos. Esto significa que el impacto de la relajación monetaria puede tener efectos más equitativos a través de los precios de las viviendas que a través de los ingresos de capital, y las personas con hipotecas también se benefician al reducirse los pagos de sus deudas.

Estudios (previos a la COVID-19) que agrupan varios de los canales mencionados identifican efectos netos dispares, y a menudo económicamente insignificantes, como consecuencia de una relajación monetaria transitoria, si bien hay cierta variación entre países

Gráfico 2

La importancia del patrimonio

Las personas en diferentes partes de la distribución de la riqueza son propietarias de diferentes activos.



Fuentes: Encuesta sobre finanzas y consumo de los hogares (2016) para la Unión Europea; Encuesta de finanzas de los consumidores (2016) para Estados Unidos, y cálculos del personal técnico el FMI.

Nota: El grupo de la Unión Europea comprende Alemania, Austria, Bélgica, Chipre, Eslovenia, España, Estonia, Finlandia, Francia, Grecia, Hungría, Irlanda, Italia, Letonia, Lituania, Malta, Países Bajos, Polonia, Portugal y la República Eslovaca.

y entre la política monetaria convencional (tasas de interés) y la no convencional (compra de activos). Por ejemplo, en Estados Unidos, la desigualdad del ingreso aumenta y la desigualdad del consumo disminuye con la relajación monetaria, pero los efectos son pequeños y transitorios (Kaplan, Moll y Violante, 2018).

La gran pregunta

Debido al aumento de las brechas de ingreso y de riqueza, y el margen limitado de maniobra presupuestaria en muchos países, ¿debería hacer más la política monetaria para reducir la desigualdad?

El problema es que la política monetaria es una herramienta deficiente, poco adecuada para los desafíos que enfrentan grupos demográficos o socioeconómicos específicos. Sin embargo, si se agrega un objetivo más a los bancos centrales se podría socavar la eficacia de la política monetaria ya que perseguir una menor desigualdad podría ser incompatible con el mandato de mantener la estabilidad de precios y de producción. Otros actores, más concretamente los gobiernos, están en mejores condiciones de resolver los problemas relacionados con el aumento de la desigualdad debido a que estas tendencias a largo plazo obedecen principalmente a factores estructurales y requieren herramientas más precisas que se dirijan a grupos específicos.

Si los bancos centrales se centran en su función primaria, tendrán libertad para hacer lo que mejor saben hacer: tomar las medidas adecuadas para contrarrestar caídas económicas y proteger el empleo, manteniendo al mismo tiempo la estabilidad de precios. Al mismo tiempo, los bancos centrales deben comprender y sopesar mejor las diferencias entre los hogares dentro del marco de sus políticas, incluso mediante modelos y análisis de la distribución del ingreso y de la riqueza, lo que afecta a los mecanismos de transmisión de la política monetaria.

A su vez, mediante reformas estructurales y de política fiscal propicias, combinadas con la relajación de la política monetaria, es posible mejorar tanto los resultados macroeconómicos como los distributivos. Un apoyo fiscal focalizado, junto con reformas estructurales ordenadas —como políticas activas en el mercado laboral, que incluyan asistencia en la búsqueda de empleo y reconversión profesional— es particularmente adecuado para resolver la creciente desigualdad y ayudar a los perjudicados por la transformación económica.

La función fundamental de los bancos centrales en el debate sobre la desigualdad —incluso durante la COVID-19— es una comunicación clara a través de varios puntos de difusión, lo que incluye discursos de funcionarios de bancos centrales, informes oficiales y eventos de información a la comunidad sobre los efectos distributivos positivos y negativos de las medidas de política monetaria. Deben explicar cómo

sus acciones pueden aumentar el bienestar agregado al mejorar las perspectivas de empleo de los más pobres y reducir la desigualdad del consumo. Una comunicación clara es fundamental para preservar la confianza pública y delinear con claridad sus atribuciones dentro del ámbito de su mandato.

Los principales bancos centrales están comenzando a analizar explícitamente los efectos distributivos de sus acciones (Carney, 2016; Lane, 2019). Recientemente, la Reserva Federal ha revisado su mandato, el cual incluye hacer hincapié en el máximo empleo como objetivo general de inclusión y fortalecer los beneficios del estímulo monetario para los pobres.

Más allá de la COVID-19

La pandemia está teniendo efectos distributivos considerables y los debates sobre la desigualdad continúan, incluso en el contexto de los bancos centrales. La importancia relativa de los distintos canales a través de los cuales la política monetaria incide en la desigualdad puede cambiar si la pandemia altera la distribución del ingreso y de la riqueza de manera persistente.

Si bien la estabilidad macroeconómica sigue siendo el objetivo principal, los bancos centrales tienen una función que consiste en comunicar, supervisar y analizar los efectos distributivos de la política monetaria. Los bancos centrales también deben poner en relieve los elementos contrafácticos: el aumento general del bienestar gracias a las medidas de política monetaria a pesar de los posibles efectos distributivos. Por último, los bancos centrales deben explicar que el aumento secular de la desigualdad y la disminución a largo plazo de las tasas de interés obedecen esencialmente a factores estructurales, que solo pueden resolverse con otras políticas gubernamentales. **FD**

NINA BUDINA es Economista Principal y **HÉLÈNE POIRSON** es Subjefa de División, ambas del Departamento de Estrategia, Políticas y Evaluación del FMI. **CHIARA FRATTO** es Economista del Departamento del Hemisferio Occidental del FMI. **DENIZ IĞAN** es Jefe de División del Departamento de Estudios del FMI.

Este artículo se basa en un documento de trabajo del FMI ("Efectos distributivos de la política monetaria") preparado conjuntamente por los autores y por Valentina Bonifacio, Luis Brandao-Marques, Balazs Csonto, Philipp Engler, Davide Furceri, Rui Mano, Machiko Narita, Murad Omoev y Gurnain Pasricha.

Referencias:

- Auclert, A. 2019. "Monetary Policy and the Redistribution Channel". *American Economic Review* 109 (6): 2333–367.
- Carney, M. 2016. "The Spectre of Monetarism". Roscoe Lecture, John Moores University, Liverpool, RU, 5 de diciembre.
- Kaplan, G., B. Moll y G. L. Violante. 2018. "Monetary Policy According to HANK". *American Economic Review* 108 (3): 697–743.
- Lane, P. 2019. "Households and the Transmission of Monetary Policy". Discurso pronunciado en la Conferencia del Banco Central de Irlanda/BCE sobre las Finanzas y el Consumo de los Hogares, Dublin, 16 de diciembre.
- Tzamourani, P. 2021. "The Interest Rate Exposure of Euro Area Households". *European Economic Review* 132 (febrero): 103643.