

## ***Análisis de la relación de la política monetaria y la estructura bancaria con las desigualdades económicas***

Juan Francisco Albert Moreno

Profesor universitario. Universidad de Valencia

[Juan.F.Albert@uv.es](mailto:Juan.F.Albert@uv.es)

### **Resumen**

El objetivo de este trabajo es hacer un resumen de la tesis doctoral<sup>1</sup> titulada “Política monetaria y desigualdad desde una perspectiva inclusiva y de banca social”, que recibió una mención especial en la convocatoria de 2022 de los premios CES CV para tesis doctorales

La tesis que se resume en este artículo tiene dos objetivos principales. Por un lado, hace una evaluación, tanto teórica como empírica, de los potenciales efectos distributivos de la política monetaria en EE. UU. y en la zona del euro. Por otro lado, se evalúa la interacción entre las dinámicas de la desigualdad de renta con la actividad bancaria distinguiendo entre estructuras bancarias. Concretamente, se analiza empíricamente si los bancos cooperativos en el área del euro tienen un impacto diferencial sobre la evolución de la desigualdad con respecto a otras estructuras bancarias como son los bancos comerciales o las cajas de ahorro.

Los resultados obtenidos muestran que tanto la política monetaria como la actividad financiera o bancaria no es neutral en cuanto al impacto sobre la desigualdad y que tener en cuenta las implicaciones distributivas podría servir para mejorar el diseño de políticas más inclusivas, pero también más eficientes.

### **1. Introducción y contexto**

Desde la década de los años 60 importantes innovaciones han surgido en el ámbito de la política monetaria. Los fundamentos de los modelos teóricos desarrollados por Friedman (1968) y Phelps (1967) gozaron de consenso en el campo académico y político. Estos modelos, que introducían el papel de las expectativas, si bien reconocían la existencia de una relación negativa entre el desempleo y la inflación en el corto plazo – la Curva de Phillips, negaban la existencia de tal relación en el largo plazo. Si un banco central ambicionaba reducir la tasa de desempleo cíclica por

---

<sup>1</sup> La tesis doctoral está compuesta por un compendio de 4 artículos científicos publicados en distintas revistas internacionales. Los artículos se pueden consultar en la sección de referencias (Albert et al., 2019; Albert et al., 2010; Albert y Gómez, 2022 y Albert y Chaves, 2021).

Esta tesis también ha sido galardonada con el primer premio nacional en la categoría de finanzas sostenibles otorgado por la Real Academia de Doctores de España, el premio extraordinario de tesis doctorales en Economía de la Universidad de Valencia y el segundo premio Edgard Milhaud 2022 prize otorgado por CIRIEC international.

debajo de la tasa de desempleo natural esto solo podría llevar a una espiral inflacionista: elevada inflación sin mejoras en el crecimiento económico o el empleo en el largo plazo.

Casi simultáneamente, muchos estudios teóricos y empíricos mostraban que una elevada inflación y/o incertidumbre coincidían con elevados costes tanto en términos de crecimiento como de bienestar (Barro 1995; Briault, 1995; Fischer 1993). Además, algunos estudios apuntaban a que, aunque en el corto plazo crecimientos inesperados de la inflación podrían reducir la desigualdad, en el largo plazo una baja y estable inflación era lo más conveniente para reducir la desigualdad de ingresos (Romer y Romer, 1998). Como resultado de estas investigaciones el consenso era obvio, la mejor receta para fomentar el crecimiento y el bienestar era mantener la estabilidad de la inflación y la mejor forma de conseguirlo era garantizando la independencia del banco central. Concretamente, el consenso se basaba en dotar a los bancos centrales de credibilidad e independencia instrumental para llevar a cabo la política monetaria, mientras se les imponía un mandato de estabilidad de precios limitado y bien definido. Así, se podría reducir la presión política que se presumía que ambicionaba reducir la tasa de desempleo cíclica a través de una mayor inflación en el corto plazo, evitando la posibilidad de entrar en el terreno de la inconsistencia temporal (Vonessen et al., 2020).

Como consecuencia de lo anterior, a partir de finales de la década de los 70 muchos países alrededor del mundo llevaron a cabo reformas legislativas para dotar de independencia a sus bancos centrales y adoptaron una estrategia de política monetaria fijando la estabilidad de precios como objetivo principal (Dikau y Volz, 2020). Con la implementación de estas reformas y priorizando la estabilidad de precios, sus defensores no solo argumentaban que era la mejor forma de garantizar un bienestar sostenido, también era considerado óptimo desde un punto de vista ético: el control de la inflación contribuye a preservar la libertad individual evitando que el Estado abuse de sus poderes de monopolio sobre la emisión de dinero y la imposición de impuestos mediante un crecimiento inesperado de la inflación (Tucker, 2018).

Durante las últimas décadas numerosos bancos centrales fueron fijando su objetivo de inflación – normalmente alrededor del 2 por ciento. Se optó por esta cifra porque se consideró que estaba suficientemente cercana a cero como para garantizar la estabilidad de precios, especialmente teniendo en cuenta la tendencia de las mediciones oficiales de los precios a exagerar el aumento del coste de la vida, pero lo suficientemente alta como para evitar brotes indeseados de deflación. Una vez que unos pocos bancos centrales habían adoptado el objetivo del 2%, fue más fácil para el resto elegir también esa cifra. De esta forma y si todos actuaban de la misma forma, los bancos centrales se aseguraban de no ser tachados de irresponsables si sucedía algún contratiempo (Summers et al., 2018). Una vez fijado el objetivo, con el instrumento de los tipos de interés, los bancos centrales solo tenían que seguir explícita o implícitamente la regla de Taylor (1993) - fijar el tipo de interés real por encima del natural cuando la inflación esté por encima del objetivo, y viceversa cuando la inflación esté por debajo del objetivo - para estabilizar el ciclo económico y

alcanzar la tan ansiada estabilidad de precios. Además, bajo el régimen de objetivo de inflación el banco central solo debía preocuparse por el control de los precios. La “divina coincidencia” garantizaría que, en ausencia de shocks de oferta, el banco central es capaz de conseguir objetivos simultáneos sin que se produzca un *trade off* entre inflación y output gap deseado (Blanchard y Galí, 1995).

Durante muchos años, en el periodo conocido como la Gran Moderación todo parecía funcionar a la perfección. La evidencia apuntaba a que la independencia del banco central había conseguido reducir la volatilidad en la inflación en muchas economías sin producir costes en términos de crecimiento o empleo, especialmente en las economías desarrolladas (Alesina and Summers, 1993; Cukierman, 2008). Sin embargo, esta armonía se quebró con la llegada de la Gran Recesión. La crisis económica y financiera de 2008 y, más recientemente, la crisis derivada por la pandemia de la COVID-19, ha llevado a importantes cambios en el diseño de la política monetaria y el papel de los bancos centrales. Por un lado, la Gran Recesión puso en evidencia la estrecha relación entre la estabilidad de precios y la estabilidad financiera (Balls et al., 2018). Esto ha conducido a que en los últimos años muchos bancos centrales decidan adoptar responsabilidades macro y micro prudenciales.

No obstante, la innovación más importante ha sido la aplicación de un amplio conjunto de nuevos instrumentos de política monetaria que los bancos centrales han venido utilizando en las dos últimas décadas. La caída secular de los tipos de interés hasta alcanzar el ELB llevó a que los bancos centrales adoptaran un amplio conjunto de políticas no convencionales: *forward guidance*, flexibilización cuantitativa, operaciones de financiación a largo plazo o tipos de interés negativos. Sin embargo, estas políticas no convencionales tampoco han tenido un resultado del todo exitoso a tenor de que la tasa de inflación se ha mantenido por debajo del objetivo durante muchos periodos en la última década.

En este contexto y simultáneamente, la implementación de estas políticas monetarias no convencionales ha coincidido con altos y crecientes niveles de desigualdad. Este hecho ha propiciado que muchos actores económicos empiecen a preocuparse por los efectos distributivos indeseados de la política monetaria. La inquietud sobre la relación entre la política monetaria y la desigualdad ha sido notoria tanto en la academia con un número creciente de estudios (ver, por ejemplo, Coibion et al., 2017; Colciago et al., 2019), en los medios de comunicación, incluso en el seno de los bancos centrales.

A estos efectos, muchos banqueros centrales se han pronunciado en los últimos años sobre los efectos distributivos de la política monetaria mostrando una progresiva preocupación, aunque no se ha alcanzado un consenso sobre si el efecto final de sus políticas es beneficioso o perjudicial para la desigualdad.

Por ejemplo, Yves Mersch, miembro del Consejo Ejecutivo del Banco Central Europeo en 2014, subrayó:

“Non-conventional monetary policy, in particular large scale asset purchases, seem to widen income inequality, although this is challenging to quantify” (Mersch, 2014).

Contrariamente, quién fuera el 3er presidente del Banco Central Europeo, Mario Dragui, argumentó:

“Over the medium-term, it is unambiguous that monetary policy has positive distributional effects through macroeconomic channels. Most importantly, it reduces unemployment, which benefits poorer households the most. And a faster return to full employment should, in turn, contribute to lower future inequality, since we know that if unemployment lasts too long it can lead to permanent income losses through labour market scarring.” (Dragui, 2016).

Por tanto, el efecto y el signo final sobre las consecuencias distributivas de la política monetaria sigue estando muy abierto. En la tesis doctoral que aquí se resume se pretende arrojar luz sobre estos potenciales efectos analizando teórica y empíricamente las consecuencias distributivas de estas políticas y los diversos canales de transmisión.

En otro orden de cosas, diversos estudios han mostrado que el desarrollo financiero está estrechamente correlacionado con el crecimiento económico y la reducción de la pobreza y la desigualdad (Roubini y Bilodeau, 2008). Además, un número creciente de estudios señala que los bancos cooperativos tienen un impacto mayor y diferencial en el crecimiento económico regional que los bancos tradicionales (Ayadi et al., 2010). Estas diferencias se deben principalmente a que los bancos cooperativos operan a nivel regional impulsando la inclusión financiera y financiando proyectos dentro de cada región, limitando así la fuga de capitales de las regiones más pobres a las más ricas. Cornée et al. (2018) señalan que los bancos cooperativos mantienen cuatro principios diferenciales con otras instituciones financieras que promueven el desarrollo regional: (i) composición y gobernanza democrática; (ii) proximidad e inversión local; (iii) gestión prudente; y (iv) objetivos orientados al largo plazo. Los principios compartidos por los bancos cooperativos europeos juegan un papel importante en el compromiso por la comunidad, en el desarrollo económico local y regional y en su compromiso para ampliar la inclusión financiera de aquellos agentes tradicionalmente marginados por el resto de las instituciones bancarias tradicionales (Monzón y Chaves, 2012). Todos estos factores comunes a los bancos cooperativos podrían tener un impacto importante sobre las desigualdades económicas.

Tras esta introducción de las temáticas, el resto del artículo se estructura como sigue. En la sección 2 se realiza una revisión de la evidencia hasta la fecha sobre la relación bidireccional entre la política monetaria y la desigualdad, tanto de renta como de riqueza. En la sección 3 se hace un breve análisis de como las diferentes tipologías de estructuras bancarias pueden ejercer un impacto desigual sobre la desigualdad, especialmente centrándose en los bancos cooperativos. Por último, en la sección 4 se destacan las conclusiones más importantes obtenidas en la tesis doctoral.

## 2. La relación entre la política monetaria y la desigualdad

### 2.1. Los efectos distributivos de la política monetaria

Los efectos distributivos de la creación monetaria no son nuevos en la historia económica. Cantillon (1755) explicaba a través de su conocido “efecto Cantillón” como cambios en la cantidad de dinero producen cambios en la actividad económica y en los precios relativos, implicando efectos distributivos. Sin embargo, con los modelos de agentes representativos y la teoría de neutralidad del dinero, los posibles efectos distributivos de la política monetaria fueron mayoritariamente considerados como efectos secundarios de menor importancia.

No obstante, recientemente con la implementación de las medidas no convencionales extraordinariamente laxas de política monetaria, junto con el aumento de los niveles de desigualdad tanto de renta como de riqueza en las economías desarrolladas, ha resurgido la preocupación por los posibles efectos distributivos de la política monetaria. Un creciente número de estudios han evaluado tanto teóricamente como empíricamente estos posibles efectos adversos de la política monetaria (ver, por ejemplo, el artículo *survey* de Colciago et al. 2019).

Estos estudios establecen que la política monetaria podría afectar a la desigualdad de renta a través de distintos canales.

- I. Canal de la heterogeneidad de los ingresos: reducciones en el tipo de interés que incrementan el nivel de empleo y los salarios benefician más a los hogares de la parte baja de la distribución que son normalmente los más sensibles al ciclo económico y más dependientes de las rentas laborales.
- II. Canal redistributivo de los ahorros: reducciones inesperadas en los tipos de interés reducen los pagos de la deuda y, por tanto, benefician a los hogares más endeudados – normalmente hogares con bajos ingresos.
- III. Canal de segmentación financiera: los hogares más conectados a los mercados financieros o con mayor educación financiera podrían sacar mejores rendimientos ante cambios inducidos de política monetaria. Asimismo, Finan (2018) sugiere que existen canales de información discreta e informal entre banqueros centrales y propietarios de importantes bancos y fondos de inversión en los que se cede información privilegiada que suele terminar beneficiado a los grandes clientes de estas instituciones.

A pesar de la existencia de canales contrapuestos, el consenso de la evidencia empírica apunta a que perturbaciones de política monetaria expansiva tienden a reducir la desigualdad de los ingresos a través de la creación de empleo y los subsecuentes incrementos salariales (ver Coibion et al., 2017 para EE. UU.; Mumtaz y Theophilopoulou, 2017 para Reino Unido o Lenza y Slačálek, 2018 para la Eurozona).

Por otra parte, existen otros canales que relacionan la política monetaria con la desigualdad de riqueza:

- I. Canal portfolio: reducciones en el tipo de interés incrementan el precio de los activos financieros y, por tanto, benefician a los hogares con una mayor riqueza que son los que habitualmente poseen más proporción de estos activos financieros.
- II. Canal de la vivienda: aumentos en el precio de la vivienda propiciados por una reducción en el tipo de interés beneficiarán a los hogares con mayor proporción de vivienda en su riqueza.
- III. Canal de Fisher: aumentos en la inflación propiciados por una política monetaria más expansiva beneficiará a los hogares con mayores deudas y mayor número de activos protegidos por la inflación.

Los estudios empíricos en cuanto a los efectos de la política monetaria sobre la distribución de la riqueza no son concluyentes y encuentran resultados mixtos. Por un lado, algunos estudios encuentran que un shock expansivo de política monetaria incrementa significativamente la desigualdad de riqueza a través del aumento en el precio de los activos financieros (Albert y Gómez, 2021 para EE. UU.; Mumtaz y Theophilopoulou, 2020 en Reino Unido). Sin embargo, otros estudios encuentran efectos más modestos o nulos (Lenza y Slačálek, 2018 para la Eurozona o O'Farrell et al., 2016 para un conjunto de países de la OCDE). Todos los estudios apuntan a que el efecto final de la política monetaria sobre la desigualdad de riqueza en las distintas áreas monetarias dependerá de la magnitud del impacto del shock sobre el precio de los activos y de la composición de la riqueza entre hogares.

Por tanto, de acuerdo con el consenso existente hasta la fecha, mientras un shock expansivo de política monetaria tiende a reducir la desigualdad de ingresos a través de la creación de empleo y el aumento en los salarios, el efecto sobre la desigualdad de riqueza es más ambiguo. Sin embargo, en un contexto de baja efectividad de la política monetaria con el tipo de interés restringido en su límite inferior, políticas monetarias expansivas podrían incrementar desproporcionadamente el precio de los activos financieros con pocas ganancias en la actividad económica, en el empleo y los salarios. En ese caso, la política monetaria expansiva podría tener consecuencias adversas sobre la desigualdad de riqueza sin tener un impacto significativamente positivo sobre la desigualdad de renta

## **2.2. Elevas desigualdades y efectividad de la política monetaria**

En línea con el estudio de las consecuencias distributivas de la política monetaria, en los últimos años ha surgido un creciente interés en explorar la otra dirección causal. Esto es, estudiar si una elevada desigualdad tiene consecuencias sobre la efectividad de la política monetaria.

De acuerdo con la investigación reciente, una elevada desigualdad puede afectar a la efectividad de la política monetaria a través de dos vías. En primer lugar, una elevada

desigualdad podría explicar parcialmente la caída secular del tipo de interés de equilibrio de largo plazo. Es bien conocido que la desigualdad de renta y riqueza se ha exacerbado desde la década de los 70 en muchas economías occidentales. No tan conocido es que, prácticamente de forma simultánea, se ha producido una reducción drástica del tipo de interés natural o de largo plazo – principal consecuencia de lo que se ha denominado como “estancamiento secular”. La estrecha relación negativa entre el tipo de interés a largo plazo y las desigualdades económicas es uno de los factores que ha motivado el estudio de la posible relación causal de ambas tendencias. Una de las explicaciones del estancamiento secular ha sido la elevada y creciente desigualdad. En este sentido, la literatura empírica ha evidenciado que la propensión marginal a consumir (PMC) de los hogares de mayor riqueza es menor a la PMC de los hogares con menos recursos (Jappelli and Pistaferri, 2014). Por tanto, una elevada desigualdad podría reducir el consumo total, incrementar el ahorro y reducir el tipo de interés de equilibrio de largo plazo (Summers, 2015). Obteniendo resultados similares, Mian et al., (2020) desarrollan un modelo teórico que denominan de “demanda endeudada” en el que incorporan heterogeneidad en el consumo y donde los hogares con mayor riqueza (ahorradores) tienen una propensión a ahorrar mayor que los hogares con menor riqueza (prestatarios). En este modelo los hogares más ricos prestan al resto de la población convirtiendo a la deuda en su activo importante. Altos niveles de deuda generan una reducción en la demanda agregada y en el tipo de interés natural debido a que los prestatarios reducen su consumo para hacer frente a pagos de la deuda, mientras que los ahorradores con mayores tasas de ahorro solo compensan parcialmente esa caída en el consumo agregado. De acuerdo con estos autores, la política monetaria acomodaticia tanto convencional como no convencional – ambas se transmiten a través del canal de los tipos de interés - genera incrementos en la acumulación de deuda. Si bien en el corto plazo, los estímulos monetarios pueden incrementar la demanda, en el largo plazo los mayores niveles de deuda tendrían un impacto negativo sobre la demanda y sobre la tasa natural de equilibrio conduciendo a una espiral perversa y perpetuando el límite inferior de los tipos de interés. Este último efecto se produce porque los bancos centrales reducen el tipo de interés para igualarlo al natural y esto provocaría más deuda y subsecuentes reducciones en el tipo de interés natural.

En segundo lugar, tras la Gran Recesión un creciente cuerpo de literatura ha puesto el foco en los efectos de la desigualdad sobre las variables macroeconómicas y los mecanismos de la transmisión de la política monetaria. Así, por ejemplo, los nuevos modelos keynesianos de agentes heterogéneos (HANK) se han popularizado en los últimos años y ponen de manifiesto la importancia de la heterogeneidad en la PMC y la composición de la riqueza para explicar la transmisión de la política monetaria hacia el consumo (Kaplan et al., 2018). En esta línea, distintos trabajos teóricos que incorporan heterogeneidad han resaltado la importancia de como una distinta composición de la riqueza y heterogeneidades en el consumo influyen en la transmisión de la política monetaria.

De forma más concreta, Auclert (2019) argumenta que la política monetaria puede afectar al consumo a través de tres canales:

- I. La exposición de los tipos de interés: este canal enfatiza la idea de las heterogeneidades en la PMC entre ahorradores y prestatarios. Así, por ejemplo, una reducción de los tipos de interés lleva a que los prestatarios aumenten más su consumo de lo que dejan de hacerlo los ahorradores.
- II. El efecto Fisher: este canal basado en el trabajo de Fisher (1933), explica como cambios en la inflación no esperada benefician a los prestatarios y perjudica los ahorradores. Asumiendo nuevamente heterogeneidad en la PMC de ambos grupos, movimientos no esperados en la inflación genera un efecto riqueza y un incremento en el consumo total y en la demanda agregada.
- III. El canal de composición de cartera: este canal señala que una reducción de los tipos de interés conduce a una revaluación en los activos financieros como las acciones o reales como la vivienda. Este efecto sobre el precio de los activos beneficiará al grupo con mayor proporción de esos activos específicos en su riqueza. Así, por ejemplo, si la política monetaria expansiva beneficia más a los dueños de las acciones o las viviendas, serán estos hogares los que tengan un efecto riqueza mayor y acometan el gasto en mayor medida.

Simultáneamente, se han desarrollado muchos trabajos empíricos gracias a la disponibilidad de datos y las mejoras de las técnicas microeconómicas. Estas investigaciones han mostrado la relevancia de la heterogeneidad entre hogares. La literatura empírica ha mostrado como ante cambios inesperados en los tipos de interés: los hogares jóvenes, con una mayor carga hipotecaria, con menores ahorros y más propensos a una situación de desempleo, ajustan más su consumo que el resto de los hogares (Jappelli, and Pistaferri, 2010; Di Maggio et al., 2017).

Todos estos trabajos tanto teóricos como empíricos enfatizan los efectos distributivos y la importancia de la desigualdad en la transmisión de la política monetaria. Sin embargo, es necesario advertir que este campo de estudio, aunque es muy reciente, está pensado para un contexto de expansión monetaria que ha cambiado a una velocidad de vértigo. Si la baja inflación y el agotamiento de la política monetaria expansiva era la preocupación hace apenas unos meses, como contener una creciente inflación sin causar una fuerte recesión se ha convertido en el problema principal de los bancos centrales en la actualidad. Por supuesto, los estudios aquí mencionados pueden arrojar luz y darnos pistas para entender mejor la relación entre las desigualdades y el ajuste monetario en el que estamos inmersos. No obstante, simplemente asumir que los efectos son simétricos nos puede llevar a engaño. En este sentido, nuevos estudios que nos releven el comportamiento de la desigualdad en función de un ajuste monetario o distinguiendo entre distintos tipos de inflación, podría ser una buena forma de mejorar este campo de investigación que, aunque todavía es relativamente incipiente, ya necesita adaptarse al vértigo de los acontecimientos.

### **3. Bancos cooperativos y desigualdad**

La literatura ha señalado la relación positiva entre el desarrollo financiero y desarrollo económico (Levine, 1997; Guiso et al., 2004). Así, por ejemplo, las entidades financieras



reducen los costes de transacción, reducen el riesgo de información asimétrica y mejoran la asignación de los recursos financieros (Stein, 2002). Los intermediarios financieros también posibilitan la transferencia de los recursos entre agentes, fronteras y también entre distintos periodos temporales (Merton y Bodie, 1995) y protegen a los agentes económicos de perturbaciones inesperadas, tales como la elevada incertidumbre o la pérdida de poder adquisitivo derivada de una creciente inflación.

Asimismo, la literatura apunta a que el sistema financiero es un factor clave que ayuda a reducir la pobreza (Bencivenga et al., 1995; Beck y Levine, 2004). De forma similar, la literatura ha señalado que el desarrollo financiero puede tener un impacto significativo en la reducción de las desigualdades económicas dado que posibilita una más barata y mayor financiación para acometer proyectos, posibilita el acceso a la educación y la formación a través del crédito y fomenta el empleo (Clarke et al., 2006; Beck et al., 2007).

En este contexto, un creciente número de estudios han evaluado si los bancos cooperativos contribuyen más al crecimiento económico que el resto de la banca tradicional. El consenso de estudios empíricos apunta a la veracidad de esta hipótesis. Los bancos cooperativos suelen operar a nivel local y regional ayudando sustancialmente al crecimiento económico de estas áreas (Ayadi et al., 2010). En esta línea cabe preguntarse si, dadas las particularidades de la banca cooperativa, también existe un impacto diferencial sobre la desigualdad (Minetti et al., 2019).

Cornée et al. (2018) señalan que, aunque los bancos cooperativos europeos presentan características distintas en función de las particularidades de cada país, de forma global mantienen cuatro principios diferenciales con otras instituciones financieras que promueven el desarrollo regional y, en consecuencia, podrían reducir la desigualdad de ingresos:

- I. Composición y gobernanza democrática: la propiedad es compartida uniformemente entre todos los miembros de la cooperativa y las decisiones se adoptan con el principio de "una persona un voto", independientemente del capital mantenido por los socios;
- II. Proximidad: los bancos cooperativos operan principalmente a nivel local y mantienen entre sus clientes una elevada proporción de pequeñas y medianas empresas, familias y asociaciones ubicadas en la región;
- III. Gestión prudente: los bancos cooperativos se comprometen a promover el desarrollo de las comunidades a las que sirven adoptando un perfil de bajo riesgo;
- IV. Objetivos: en líneas generales, el objetivo de los bancos cooperativos es maximizar los intereses de todos sus socios, stakeholders, con una visión de largo plazo, mientras la banca tradicional suele marcarse como objetivo la maximización de beneficios en el corto plazo (Ferri et al., 2014). Por su parte, Chaves y Soler (2004) señalan que los bancos cooperativos promueven en mayor grado la inclusión financiera, social y territorial en comparación con otras estructuras bancarias. Estos autores también

apunten a que la banca cooperativa ofrece una mayor capacidad de creación y mantenimiento relativo de empleo.

Aunque, como se ha señalado, la literatura previa ha documentado extensamente el impacto diferencial de los bancos cooperativos en el crecimiento económico, este efecto diferencial sobre la desigualdad de renta apenas ha sido investigado. En este sentido, un trabajo pionero ha sido el de Minetti et al. (2019). En un estudio para las provincias italianas, estos autores encuentran que la presencia de bancos cooperativos reduce más la desigualdad que la presencia de otro tipo de estructuras bancarias. Los autores explican este hallazgo basándose en las características diferenciales explicadas anteriormente. Más concretamente, enfatizan al hecho de que los bancos cooperativos mantienen los fondos en su región y tienden a financiar y promover pequeñas y medianas empresas locales que favorecen más a los hogares situados en la parte baja de la distribución.

Por tanto, aunque hay indicios de que la actividad de la banca cooperativa puede reducir en mayor grado la desigualdad que el resto de la banca tradicional, se hacen necesarios más estudios, así como un análisis de los potenciales determinantes de esta hipótesis. En este contexto se enmarca la última parte de la tesis doctoral. El objetivo de esta investigación es evaluar empíricamente si los bancos cooperativos tienen un impacto diferencial sobre la desigualdad en relación con otras entidades bancarias como son la banca tradicional y las cajas de ahorro en la zona del euro. Asimismo, se analiza si el efecto de la banca cooperativa sobre la desigualdad de renta es el mismo en todos los países con independencia de su desarrollo económico y la evolución de distintas variables macroeconómicas o existe algún tipo de relación no lineal entre crecimiento económico y desigualdad como sugiere la literatura. Por último, se ha tratado de discernir empíricamente algunos de los canales de transmisión a través de los cuales la banca cooperativa podría afectar a la desigualdad.

Concretamente se ha evaluado si la banca cooperativa puede reducir la desigualdad a través de: (i) financiar pequeñas y medianas empresas; (ii) fomentar el empleo local y reduciendo, por tanto, los flujos migratorios; (iii) promoviendo la inclusión financiera. El análisis empírico se centra en los 19 países que conforman la Eurozona para un periodo temporal que comprende desde 2010 hasta 2019. Utilizando datos bancarios individuales y datos macroeconómicos agregados a nivel país se ha construido un panel de datos. A través de distintas metodologías de datos panel tanto estáticos (efectos fijos y efectos aleatorios), como dinámicos (Difference GMM y System GMM), se han realizado las estimaciones oportunas y distintas pruebas de robustez.

Los resultados encontrados con independencia de la metodología empleada sugieren que los bancos cooperativos reducen más la desigualdad de renta que el resto de las entidades bancarias analizadas. En base al análisis realizado de los posibles canales de transmisión, se ha encontrado que este impacto diferencial puede ser explicado principalmente por el importante papel que juegan los bancos cooperativos en la promoción de la inclusión financiera. Por último, los resultados también sugieren que este efecto es desigual entre países con diferente nivel de

desarrollo, siendo en los países más avanzados económicamente donde la banca cooperativa tiene un mayor impacto reductor sobre la desigualdad de renta.

#### **4. Conclusiones y consideraciones finales**

A modo de síntesis se recopilan los resultados y conclusiones más importantes obtenidos de la tesis doctoral:

I. Existen distintos canales de transmisión de la política monetaria sobre la desigualdad, tanto de renta como riqueza, de signo opuesto y que conducen a un efecto final ambiguo.

II. Los resultados obtenidos sugieren que un shock expansivo de política monetaria no tiene un impacto significativo sobre la desigualdad de renta en EE. UU.

III. Los resultados obtenidos sugieren que un shock expansivo de política monetaria aumenta significativamente la desigualdad de riqueza en EE. UU si consideramos el conjunto de la distribución. Para la Eurozona los resultados encontrados no son significativos.

IV. Las diferencias entre los resultados de ambas áreas monetarias se pueden deber a la distinta composición de riqueza de los hogares.

V. De acuerdo con los resultados obtenidos, un shock expansivo de política monetaria beneficia más a ambas colas de la distribución – hogares con mayor y menor riqueza relativa. Contrariamente, la clase media suele verse menos beneficiada. La distinta acumulación de activos y pasivos entre grupos de hogares explica este hecho.

VI. Las políticas monetarias extraordinariamente laxas que los bancos centrales han aplicado para hacer frente a la Gran Recesión y a la crisis económica derivada de la pandemia de la COVID-19, podrían haber exacerbado la desigualdad de riqueza, especialmente en EE. UU.

VII. En el contexto previo a la guerra de Ucrania, con elevados niveles de desigualdades, bajas expectativas de inflación y los tipos de interés situados en su límite inferior efectivo (ELB), nuevos diseños de política monetaria en coordinación con las autoridades fiscales pueden ser de gran ayuda para mejorar la transmisión de la política monetaria a la economía real, evitando al mismo tiempo efectos distributivos no deseados.

VIII. La relación entre la política monetaria y la desigualdad no solo es importante para entender los efectos indeseados y secundarios de estas políticas, también se ha mostrado fundamental para entender la propia efectividad de la política monetaria.

IX. Los resultados obtenidos sugieren que los bancos cooperativos reducen más la desigualdad de renta que los bancos tradicionales y las cajas de ahorro en la Eurozona en su conjunto.

X. La relación negativa entre la banca cooperativa y la desigualdad es solamente significativa en los países del norte de Europa con un mayor desarrollo económico.

XI. La promoción de la inclusión financiera por parte de los bancos cooperativos es el factor clave que podría jugar un papel determinante en la reducción de la desigualdad de renta.

XII. Un mejor diseño del sistema monetario y financiero podrían ser claves para conseguir un crecimiento más inclusivo en las áreas desarrolladas.

Por otra parte, es importante señalar que el estudio de los efectos distributivos de la política monetaria y de la actividad financiera y bancaria es relevante tanto por una cuestión de eficiencia como de justicia social. Tanto los resultados de la tesis como la literatura al respecto enfatizan la importancia de los efectos distributivos y la relevancia de la desigualdad en la trasmisión y efectividad de la política monetaria.

Por último, no podemos obviar que los potenciales efectos distributivos de la política monetaria y la política financiera es un tema que puede ser de vital importancia en distintas corrientes de justicia social y de la filosofía política. Una distribución de los recursos económicos más justa e igualitaria es un elemento clave para las distintas teorías de justicia, ya sea para reforzar los principios de justicia escogidos bajo el velo de la ignorancia de Rawls (Rawls ,1971), para proteger la libertad entendida como libertad de no dominación del republicanismo democrático (Pettit, 1997) o bien para disfrutar de una “libertad real” en el sentido de Van Parijs, (1995), entendida como una libertad donde todos los individuos de la sociedad deben tener cubiertas sus necesidades básicas. Incluso en aquellas corrientes de pensamiento que justifican algunas desigualdades a través del mérito, el esfuerzo o el talento, no cabe duda de que las potenciales desigualdades que podría producir la actuación de los bancos centrales no son justificables desde ninguna corriente de la filosofía política y se trataría de una desigualdad objetable en el sentido de Scalón (2018). De acuerdo con Scalón, una desigualdad objetable se produce: “si un individuo o institución que tiene la misma obligación de proporcionar un determinado beneficio a cada uno de los miembros de un grupo proporciona este beneficio a un nivel más alto para algunos que para otros”. Estos pueden ser motivos para estudiar y replantearse socialmente las actuaciones de los bancos centrales y de la política bancaria y financiera.

## 5. Referencias

Albert, J. F., Gómez-Fernández, N., & Ochando, C. (2019). Effects of unconventional monetary policy on income and wealth distribution: Evidence from United States and Eurozone. *Panoeconomicus*, 66(5), 535-558.

Albert, J. F., Peñalver, A., & Perez-Bernabeu, A. (2020). The effects of monetary policy on income and wealth inequality in the US Exploring different channels. *Structural Change and Economic Dynamics*, 55, 88-106.

Albert, J. F. & Gómez-Fernández, N. (2022). Monetary Policy and the redistribution of net worth in the U.S. *Journal of Economic Policy Reform*.

Albert, J. F. & Chaves, R. (2021). Estructura bancaria y desigualdad de renta. La banca cooperativa marca la diferencia. CIRIEC-España, *Revista de Economía Pública, Social y Cooperativa*.

Alesina, A. & Summers, L. (1993). Central Bank Independence and Macroeconomic Performance: Some Comparative Evidence. *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 25, No. 2, May, pp. 151-162.

Auclert, A. (2019). Monetary policy and the redistribution channel. *American Economic Review*, 109(6), 2333-67.

Auclert, A., & Rognlie, M. (2018). Inequality and aggregate demand. *National Bureau of Economic Research* No. w24280.

Ayadi, R., Llewellyn, D.T. Schmid, R.H., Arbak, E. & De Groen, G.W. (2010). Investigating Diversity in the Banking Sector in Europe: Key Developments. Performance and Role of Cooperative Banks. Brussels: Centre for European Policy Studies.

Balls, E., Howat, J. & Stansbury, A. (2018). Central Bank Independence Revisited: After the financial crisis, what should a model central bank look like? M-RCBG Associate Working Paper, No. 87, April.

Barro R. (1995). Inflation and Economic Growth. NBER Working Paper, No. 5326.

Beck, T. & Levine, R. (2004). Stock markets, banks, and growth: Panel evidence. *Journal of Banking and Finance*, 28, 423-442.

Beck, T., Demirgüç-Kunt, A., & Levine, R. (2007). Finance, inequality, and the poor. *Journal of Economic Growth*, 12(1), 27-49.

Bencivenga, V. R., Smith, B. D., & Starr, R. M. (1995). Transactions costs, technological choice, and endogenous growth. *Journal of Economic Theory*, 67(1), 153-177.

Bernanke, B.S. (2015). Monetary Policy and Inequality. Brookings, June 01. <https://www.brookings.edu/blog/ben-bernanke/2015/06/01/monetary-policy-&inequality/>.

Blanchard, O. & Galí, J. (2005). Real wage rigidities and the new keynesian model. Working Paper N° 11806, NBER.

Briault, C. (1995). The costs of inflation. *Bank of England Quarterly Bulletin*, February, pp. 33-45.

Brunnermeier, M.K. & Sannikov, Y. (2012). Redistributive monetary policy, in: Jackson Hole Symposium, Federal Reserve Bank of Kansas City Kansas City, KS. pp. 331-384.

Cantillon, R. (1755). *Essay on the Nature of Trade in General*. London: Frank Cass & Company Ltd.

Carpenter, S.B. & Rodgers, W.M. (2004). The disparate labor market impacts of monetary policy. *Journal of Policy Analysis and Management*, 23, 813-830.

Carroll, C., Slacalek, J., Tokuda, K., & White, M. N. (2017). The distribution of wealth and the marginal propensity to consume. *Quantitative Economics*, 8(3), 977-1020.

Chaves. R. & Soler. F.V. (2004). *El gobierno de las cooperativas de crédito en España*. CIRIEC-España. Valencia.

Clarke, G. R., Xu, L. C., & Zou, H. F. (2006). Finance and income inequality: what do the data tell us? *Southern Economic Journal*, 578-596.

Cloyne, J., Ferreira, C., & Surico, P. (2020). Monetary policy when households have debt: new evidence on the transmission mechanism. *The Review of Economic Studies*, 87(1), 102-129.

Coibion, O., Gorodnichenko, Y., Kueng, L., & Silvia, J. (2017). Innocent Bystanders? Monetary policy and inequality. *Journal of Monetary Economics*, 88, 70-89.

Colciago, A., Samarina, A., & de Haan, J. (2019). Central bank policies and income and wealth inequality: A survey. *Journal of Economic Surveys*, 33(4), 1199-1231.

Cornée, S., Fattobene, L., & Migliorelli, M. (2018). An overview of cooperative banking in Europe. In *New Cooperative Banking in Europe* (pp. 1-27). Palgrave Macmillan.

Cukierman, A. (2008). Central bank independence and monetary policymaking institutions — Past, present, and future. *European Journal of Political Economy*, Vol. 24 (4), 722-736.

Di Maggio, M., Kermani, A., Keys, B. J., Piskorski, T., Ramcharan, R., Seru, A., & Yao, V. (2017). Interest rate pass-through: Mortgage rates, household consumption, and voluntary deleveraging. *American Economic Review*, 107(11), 3550-88.

Dikau, S. & Volz, U. (2020). Central bank mandates, sustainability objectives and the promotion of green finance. Working Papers 222, Department of Economics, SOAS, University of London, UK.

Doepke, M., & Schneider, M. (2006). Inflation and the redistribution of nominal wealth. *Journal of Political Economy*, 114(6), 1069-1097.

Draghi, M. (2016). Stability, Equity & Monetary Policy. 2nd DIW Europe Lecture, <http://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2016/html/sp161025.en.html>

Ferri G., Kalmi P. & Kerola E. (2014). Does bank ownership affect lending behavior? Evidence from the Euro area. *Journal of Banking and Finance*. 48. 194–209.

Finer, D. A. (2018). What Insights Do Taxi Rides Offer into Federal Reserve Leakage?. Chicago Booth: George J. Stigler Center for the Study of the Economy and the State Working Paper, (18).

Fischer, S. (1993). The Role of Macroeconomic Factors in Growth. NBER Working Paper, No. 4565.

Friedman, M. (1968). The Role of Monetary Policy. *American Economic Review*, Vol. 58, No. 1, pp. 1-17

Guiso, L., Sapienza, P. & Zingales, L. (2004). Does local financial development matter? *Quarterly Journal of Economics*, 119(3).

Jappelli, T. & Pistaferri, L. (2010). The Consumption Response to Income Changes. *Annual Review of Economics*, 2, 479–506.

Jappelli, T., & Scognamiglio, A. (2018). Interest rate changes, mortgages, and consumption: evidence from Italy. *Economic Policy*, 33(94), 183-224.

Kaplan, G., Moll, B., & Violante, G. L. (2018). Monetary policy according to HANK. *American Economic Review*, 108(3), 697-743.

Lenza, M. & Slačálek, J. (2018) How does monetary policy affect income and wealth inequality? Evidence from quantitative easing in the Euro area. ECB Working Paper 2190, ECB European Central Bank, Frankfurt am Main.

Levine, R. (1997). Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda. *Journal of Economic Literature*. 35: 688-726.

Mersch, Y. (2014). Monetary policy and economic inequality. In *Speech at Corporate Credit Conference, Zurich (Vol. 17)*.

Merton, R. C., & Bodie, Z. (1995). A conceptual framework for analyzing the financial system. *The global financial system: A functional perspective*, 3-31.

Minetti, R., Murro, P., & Peruzzi, V. (2019). One size does not fit all. Cooperative banking and income inequality, Working Paper No. 2019-10.

Monzón, J. L., & Chaves, R. (2012). La economía social en la Unión Europea. Informe elaborado para el Comité Económico y Social Europeo por el Centro Internacional de Investigación e Información sobre la Economía Pública, Social y Cooperativa (CIRIEC). Valencia.

Mumtaz, H., & Theophilopoulou, A. (2017). The impact of monetary policy on inequality in the UK. An empirical analysis. *European Economic Review*, 98, 410-423.

Mumtaz, H., & Theophilopoulou, A. (2020). Monetary policy and wealth inequality over the great recession in the UK. An empirical analysis. *European Economic Review*, 130, 103598.

O'Farrell, R., Rawdanowicz, Ł. & Inaba, K.I. (2016). Monetary policy and inequality. OECD Economics Department Working Paper 1281, Organisation for Economic Cooperation & Development, Paris.



Pettit, P. (1997). *Republicanism. A Theory of Freedom and Government*. Oxford University Press.

Phelps, E. (1967). Phillips Curves, Expectations of Inflation and Optimal Unemployment over Time. *Economica*, Vol. 34, No. 135, pp. 254-281.

Rawls, J. (1971). *A Theory of Justice*. Harvard University Press.

Romer, C. & Romer, D. (1998). Monetary policy and the well-being of the poor. NBER Working Paper Series, no 6793.

Roubini, N. & Bilodeau, J. (2008). The Financial Development Index: Assessing the World's Financial Systems. *The Financial Development Report 2008*, World Economic Forum, Geneva, Switzerland.

Scanlon T. (2018). *Why Does Inequality Matter?* Oxford University Press.

Stein, J. C. (2002). Information production and capital allocation: Decentralized versus hierarchical firms. *The Journal of Finance*, 57(5), 1891-1921.

Sterk, V. & Tenreyro, S. (2018). The transmission of monetary policy through redistributions and durable purchases. *Journal of Monetary Economics*, 99, 124-137.

Summers, L. H. (2015). Demand side secular stagnation. *American Economic Review*, 105(5), 60-65.

Summers, L. H., Wessel, D., & Murray, J. D. (2018). Rethinking the Fed's 2 percent inflation target. A report from the Hutchins Center on Fiscal and Monetary Policy at Brookings.

Taylor, J. B. (1993). Discretion versus policy rules in practice. In *Carnegie-Rochester conference series on public policy* (Vol. 39, pp. 195-214). North-Holland.

Tucker, P. (2018). *Unelected Power: The Quest for Legitimacy in Central Banking and the Regulatory State*. Princeton University Press.

Usai, S., & Vannini, M. (2005). Banking structure and regional economic growth: lessons from Italy. *The Annals of Regional Science*, 39(4), 691.

Van Parijs, P. (1995): Real Freedom for all. What (if anything) can justify capitalism? Oxford, Clarendon Press.

Vonessen, B., Arnold, K., Mas, R. D. O., & Fehlker, C. (2020). The case for central bank independence: a review of key issues in the international debate. ECB Occasional Paper, (2020248).