



Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales

ICADE

EFFECTOS REDISTRIBUTIVOS DE LA POLÍTICA MONETARIA EXPANSIVA DEL BANCO CENTRAL EUROPEO

Autor: Patricia Huertas Martín del Olmo

Director: Diego Villafáñez Sagardoy

MADRID | Marzo 2026

Resumen

La política monetaria del Banco Central Europeo tiene un papel central en la estabilización macroeconómica de la zona euro. En este contexto, el presente trabajo analiza los efectos redistributivos de dicha política, con el objetivo de evaluar en qué medida ha influido sobre la desigualdad de renta y de riqueza. Los resultados muestran que la política monetaria expansiva tiende a reducir la desigualdad de renta a través del canal del mercado laboral, al favorecer la creación de empleo y mejorar los ingresos de los hogares situados en los tramos inferiores de la distribución. Sin embargo, en lo que respecta a la desigualdad de riqueza, los efectos son más ambiguos y, en muchos casos, regresivos, debido al aumento del valor de los activos financieros e inmobiliarios, cuya propiedad se concentra en los hogares de mayor patrimonio. Asimismo, se observa una notable heterogeneidad entre países de la zona euro, derivada de diferencias estructurales que condicionan la transmisión de la política monetaria. En conjunto, se concluye que la política monetaria no es distributivamente neutral, aunque tampoco constituye un instrumento adecuado para la redistribución, lo que subraya la necesidad de complementar su actuación con otras políticas económicas.

Palabras clave

Política monetaria, desigualdad de renta, desigualdad de riqueza, Banco Central Europeo, canales de transmisión.

Abstract¹

The monetary policy of the European Central Bank plays a central role in the macroeconomic stabilization of the euro area. In this context, this paper analyzes the redistributive effects of such policy, with the aim of assessing the extent to which it has influenced income and wealth inequality. The results show that expansionary monetary policy tends to reduce income inequality through the labor market channel, by fostering job creation and improving the earnings of households located in the lower segments of the distribution. However, regarding wealth inequality, the effects are more ambiguous and, in many cases, regressive, due to the increase in the value of financial and real estate assets, whose ownership is concentrated among wealthier households. In addition, significant heterogeneity is observed across euro area countries, stemming from structural differences that shape the transmission of monetary policy. Overall, it is concluded that monetary policy is not distributionally neutral, although it does not constitute an appropriate instrument for redistribution, which highlights the need to complement it with other economic policies.

Key words

Monetary policy, income inequality, wealth inequality, European Central Bank, transmission channels.

¹ Traducción realizada con la herramienta de Inteligencia Artificial Generativa ChatGPT.

ÍNDICE

I. INTRODUCCIÓN	5
II. MARCO TEÓRICO	8
1. Conceptos clave	8
2. Teorías económicas sobre los efectos redistributivos de la política monetaria	9
3. Tipos de desigualdad.....	11
4. Canales de transmisión monetaria con potencial redistributivo	12
III. LA POLÍTICA MONETARIA EXPANSIVA DEL BANCO CENTRAL EUROPEO..	14
1. Evolución de la política monetaria del Banco Central Europeo	14
2. Medidas del Banco Central Europeo	14
IV. EFECTOS REDISTRIBUTIVOS DE LA POLÍTICA MONETARIA DEL BANCO CENTRAL EUROPEO.....	16
1. Efectos sobre la desigualdad de renta	16
2. Efectos sobre la desigualdad de riqueza	18
3. Heterogeneidad entre países	20
V. IMPLICACIONES PARA LA POLÍTICA ECONÓMICA	23
1. La dimensión distributiva en la política monetaria.....	23
2. Interacción entre política monetaria y fiscal	24
3. Instrumentos para mitigar efectos redistributivos.....	24
4. Desafíos institucionales y políticos en la eurozona	26
5. Enfoque integral.....	26
VI. CONCLUSIÓN.....	28
Declaración de Uso de Herramientas de Inteligencia Artificial Generativa en Trabajos Fin de Grado.....	31
VII. BIBLIOGRAFÍA	32

I. INTRODUCCIÓN

Tras la crisis financiera global de 2008, el Banco Central Europeo asumió un papel central en la estabilización macroeconómica de la zona euro. Antes de este episodio, la política monetaria se implementaba fundamentalmente mediante ajustes en los tipos de interés a corto plazo. Sin embargo, el prolongado periodo de bajo crecimiento e inflación posterior a la crisis llevó los tipos de interés al denominado límite inferior efectivo (*effective lower bound*, ELB), a partir del cual reducciones adicionales pierden eficacia como instrumento de estímulo económico (Banco Central Europeo, 2026b).

Ante estas limitaciones, el BCE amplió su marco operativo incorporando un conjunto de medidas no convencionales, como los programas de compra de activos a gran escala (*Quantitative Easing*, QE), las operaciones de financiación a largo plazo dirigidas (TLTRO) y una estrategia reforzada de orientación futura de los tipos de interés (*forward guidance*). Estas medidas tenían como objetivo principal restablecer el funcionamiento del mecanismo de transmisión monetaria, estimular el crédito y apoyar la recuperación económica en el conjunto de la unión monetaria (Banco Central Europeo, 2026b; Banco Central Europeo, 2026c).

Por una parte, estas políticas contribuyeron a evitar un escenario de deflación prolongada y favorecieron la recuperación de la actividad económica y del empleo en la eurozona. Sin embargo, el carácter extraordinariamente expansivo de estas medidas también ha suscitado un creciente debate académico sobre sus posibles efectos distributivos. Aunque la política monetaria se diseña con objetivos agregados, su transmisión a la economía real no es neutral desde el punto de vista distributivo (Galí, 2015). Las variaciones en los tipos de interés o en los precios de los activos, por ejemplo, afectan de forma distinta a los hogares dependiendo de su nivel de renta, su posición patrimonial, su situación laboral o su acceso al crédito. Como resultado, la política monetaria puede influir indirectamente en la distribución de la renta y de la riqueza entre distintos grupos de la población (Vallet, 2021).

En la zona euro, es especialmente relevante la combinación de una política monetaria única con economías nacionales que presentan importantes diferencias estructurales. Factores como la estructura del mercado laboral o el grado de endeudamiento de los hogares pueden modificar sustancialmente la forma en que los impulsos monetarios se transmiten a la economía real. En consecuencia, los efectos distributivos de una misma decisión de política monetaria pueden variar significativamente entre países, regiones o tipos de hogares. (Zukunft, 2025).

En este contexto, la literatura no ofrece un consenso claro sobre el efecto agregado de la política monetaria, ya que algunos autores se centran en la incidencia de la política monetaria expansiva sobre el mercado laboral (Lenza y Slačálek, 2024); mientras que otros se apoyan en el impacto que tiene sobre los precios de los activos financieros (Andersen et al., 2022).

Diversos estudios empíricos han documentado esta heterogeneidad, señalando que los cambios en la política monetaria pueden afectar de forma diferente a los distintos quintiles de renta o a los distintos segmentos de la distribución de la riqueza. Y, además, esa heterogeneidad también depende del peso relativo de estos canales y de las características estructurales de cada economía (Dossche et al., 2021; Lenza y Slačálek, 2024).

A partir de este marco, el objetivo principal de este trabajo es analizar los efectos redistributivos de la política monetaria expansiva del BCE en el contexto de la zona euro. En particular, el estudio pretende examinar en qué medida las medidas adoptadas por el BCE desde la crisis financiera han influido en la desigualdad de renta y de riqueza, así como identificar los principales mecanismos a través de los cuales se producen estos efectos.

Para abordar este objetivo general, el trabajo se articula en torno a varias preguntas de investigación. En primer lugar, ¿a través de qué canales puede la política monetaria influir en la distribución de la renta y la riqueza entre los hogares? En segundo lugar, ¿qué evidencia existe sobre el impacto de las políticas monetarias expansivas del BCE en la desigualdad dentro de la eurozona? En tercer lugar, ¿hasta qué punto estos efectos varían entre países o entre distintos grupos socioeconómicos? Finalmente, estas cuestiones conducen a una pregunta central que orienta el conjunto del análisis: ¿ha contribuido la política monetaria expansiva del BCE a aumentar o reducir la desigualdad en la zona euro, y a través de qué mecanismos se explica este resultado?

Para responder a estas preguntas, el trabajo adopta una metodología basada en la revisión crítica de la literatura económica existente. Se analizan contribuciones teóricas y empíricas que estudian los canales distributivos de la política monetaria, así como investigaciones centradas específicamente en el caso de la eurozona. Este enfoque permite integrar diferentes perspectivas analíticas y evaluar el grado de consenso existente en el debate académico sobre esta cuestión.

El trabajo se estructura de la siguiente manera. En primer lugar, el capítulo II presenta el marco teórico necesario para comprender los posibles efectos redistributivos de la política monetaria, introduciendo los principales conceptos y los canales de transmisión con potencial

impacto distributivo. El capítulo III analiza el funcionamiento de la política monetaria del Banco Central Europeo y la evolución de sus instrumentos desde la crisis financiera. A continuación, el capítulo IV examina la evidencia empírica sobre los efectos redistributivos de estas políticas en la zona euro, distinguiendo entre desigualdad de renta y desigualdad de riqueza e incorporando el papel de la heterogeneidad entre países y hogares. Finalmente, el capítulo V aborda las implicaciones de estos resultados para el diseño de la política económica, antes de presentar las principales conclusiones del estudio.

II. MARCO TEÓRICO

1. Conceptos clave

Galí (2015) define la política monetaria, en el marco teórico de la nueva economía keynesiana, como el conjunto de decisiones sistemáticas que adopta una autoridad monetaria o banco central, fijando el tipo de interés nominal a corto plazo, y con el objetivo de estabilizar la inflación y suavizar las fluctuaciones del ciclo económico. A través de su impacto sobre las expectativas y las decisiones de los agentes de la sociedad, la política monetaria influye en la demanda agregada y en la evolución de la actividad económica en presencia de rigideces nominales. Las rigideces nominales implican que los precios y los salarios nominales no cambian instantáneamente, al contrario, tardan en ajustarse ante cambios en las condiciones económicas, lo que provoca desviaciones persistentes de la inflación y de la actividad respecto a sus niveles eficientes.

En este contexto, la política monetaria desempeña un papel estabilizador, ya que sus decisiones no son arbitrarias, sino que responden de forma sistemática al comportamiento de variables macroeconómicas clave como la inflación y la brecha del producto, mediante reglas de reacción que buscan corregir los efectos derivados de dichas rigideces (Galí, 2015).

La política monetaria no es neutral en el corto plazo y afecta a variables reales como la producción, el empleo y la inflación. En el largo plazo, en cambio, se argumenta que la política monetaria es neutral, pues no afecta de forma permanente a la producción o al empleo, sino únicamente al nivel de los precios. Esta distinción entre corto y largo plazo implica que los posibles efectos redistributivos de la política monetaria son, en principio, transitorios, aunque potencialmente relevantes desde el punto de vista económico (Galí, 2015).

Ahora bien, los cambios en estas variables afectan de forma heterogénea a los agentes económicos. Diferencias en las fuentes de renta (salarios vs. rentas del capital), en la composición de la riqueza y en su exposición a tipos de interés (ahorradores vs. deudores) o al mercado laboral, así como en la inflación que experimentan según su patrón de consumo, hacen que los efectos de la política monetaria no sean uniformes entre hogares. Por tanto, aun cuando la política monetaria no tiene efectos redistributivos explícitos, puede generar efectos redistributivos indirectos por dicho impacto desigual sobre ingresos y riqueza (Ampudia et al., 2023).

La política monetaria expansiva, concretamente, se refiere a la orientación de la política monetaria que pretende estimular la actividad económica y evitar desviaciones persistentes de la inflación por debajo de su nivel objetivo. En este contexto, la política monetaria expansiva se introduce mediante la reducción del tipo de interés nominal fijado por el banco central. Dado que los precios no se ajustan inmediatamente, esto provoca una caída del tipo de interés real y favorece el consumo, la inversión y el empleo (Galí, 2015).

En el marco de estudio de este trabajo, sobre la política monetaria expansiva del Banco Central Europeo, conviene una breve mención a este organismo. El Banco Central Europeo (BCE) es la autoridad monetaria responsable de elaborar y aplicar la política monetaria en la zona del euro. Su mandato principal, establecido en el Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea, es “mantener la estabilidad de precios”, y, además, se añade que, “sin perjuicio de este objetivo prioritario, el BCE puede apoyar las políticas económicas generales de la Unión siempre que ello no comprometa la estabilidad de precios”. Para alcanzar sus objetivos, el BCE dispone de un conjunto de instrumentos de política monetaria, entre los que destacan la fijación de los tipos de interés oficiales y la implementación de operaciones destinadas a influir sobre las condiciones monetarias y financieras de la economía (Banco Central Europeo, 2023). Por ejemplo, en su decisión de política monetaria del 5 de febrero de 2026, el Consejo de Gobierno del BCE decidió mantener los tipos de interés sin cambios y subrayó que trabajará para asegurar que la inflación se estabilice en torno a su objetivo del 2 % a medio plazo (Banco Central Europeo, 2026a).

2. Teorías económicas sobre los efectos redistributivos de la política monetaria

En el modelo nuevo keynesiano estándar, utilizado en el análisis moderno de política monetaria, la economía se representa mediante un agente representativo que optimiza intertemporalmente en un entorno con rigideces nominales (Galí, 2015). Bajo esta premisa, la economía carece de heterogeneidad en ingresos, riqueza o exposición financiera, lo que impide analizar efectos redistributivos derivados de la política monetaria.

Sin embargo, la evidencia empírica muestra que los hogares presentan diferencias significativas en sus patrones de consumo y en su exposición a variaciones en la inflación. Ampudia, Ehrmann y Strasser (2023) documentan que la inflación experimentada varía a lo largo de la distribución de ingresos, lo que sugiere que los efectos de la política monetaria pueden ser heterogéneos. Estas limitaciones del enfoque representativo han motivado el

desarrollo de modelos con agentes heterogéneos capaces de analizar explícitamente los efectos redistributivos.

En concreto, los denominados modelos HANK (*Heterogeneous Agent New Keynesian*) extienden el marco nuevo keynesiano tradicional al introducir agentes con distintas posiciones financieras, niveles de renta y restricciones de liquidez. Este enfoque permite analizar cómo la política monetaria afecta de forma diferenciada a los hogares en función de su riqueza, su endeudamiento y su propensión marginal al consumo. De este modo, la política monetaria puede generar efectos distributivos indirectos al alterar las condiciones financieras y laborales que enfrentan distintos grupos (Kase y Dinis Regato, 2024).

Para la zona del euro, la literatura identifica diversos mecanismos a través de los cuales esta heterogeneidad puede influir en los resultados agregados, incluyendo diferencias en la exposición a deuda, en la tenencia de activos financieros y en la sensibilidad del empleo a los ciclos económicos (Lenza y Slačálek, 2024). La consideración explícita de estas diferencias constituye un elemento central para comprender los posibles efectos distributivos de la política monetaria.

Una vez introducida la heterogeneidad como elemento central del análisis, surge el debate acerca de si la política monetaria expansiva tiende a aumentar o a reducir la desigualdad.

Por un lado, algunos estudios sostienen que una política monetaria expansiva puede incrementar la desigualdad, principalmente a través del canal de precios de los activos. Argumentan que las reducciones de los tipos de interés tienden a elevar el valor de los activos financieros e inmobiliarios, cuya tenencia está concentrada en los hogares de mayor riqueza, generando ganancias patrimoniales desigualmente distribuidas (Andersen et al., 2022).

Por otro, diversos trabajos para la zona euro encuentran que el canal del mercado laboral tiende a dominar, de modo que la expansión monetaria reduce el desempleo y aumenta los ingresos laborales de los hogares situados en la parte baja de la distribución (Lenza y Slačálek, 2024). En la misma línea, Marteen Dossche y otros economistas del BCE (2021) sostienen que, aunque la política monetaria no tiene como objetivo la redistribución, sus medidas expansivas han tenido en términos netos un efecto moderadamente igualador sobre la desigualdad de ingresos en la zona euro.

En consecuencia, el impacto distributivo final de la política monetaria no es claro, sino que depende del peso relativo de los distintos canales de transmisión (mercado laboral, precios

de los activos y redistribución entre ahorradores y deudores) así como de la estructura inicial de riqueza y endeudamiento de los hogares. Por ello, el efecto sobre la desigualdad puede variar según el contexto económico y las características financieras de cada economía.

3. Tipos de desigualdad

Para poder analizar los efectos redistributivos de la política monetaria, conviene distinguir entre distintos tipos de desigualdad (de renta, de riqueza, de inflación), ya que, aunque interrelacionados, cada uno responde a mecanismos de transmisión parcialmente diferentes y puede reaccionar de forma distinta ante un mismo impulso monetario.

La desigualdad de renta se ve afectada principalmente a través del mercado laboral y de la composición de los ingresos de los hogares. En la zona del euro, Lenza y Slačálek (2024) muestran que la política monetaria expansiva tiende a reducir la desigualdad de ingresos al disminuir el desempleo y aumentar los ingresos laborales de los hogares situados en la parte baja de la distribución. No obstante, el impacto distributivo no depende únicamente del empleo, sino también de la exposición de los hogares a rentas del capital y de su posición financiera. En una línea similar, Meriküll y Rottner (2025) destacan que la magnitud del efecto varía según el grado de heterogeneidad en ingresos laborales, financieros y en las características institucionales del mercado laboral.

La desigualdad de riqueza, en cambio, opera por medio de mecanismos ligados principalmente a la valoración de activos financieros e inmobiliarios. Estos activos se encuentran concentrados en los hogares de mayor patrimonio, por lo que las políticas monetarias expansivas pueden generar ganancias patrimoniales desigualmente distribuidas. En este sentido, algunos argumentan que el aumento de la desigualdad patrimonial reside en los cambios de precios de los activos (De Luigi et al., 2023), mientras que otros señalan que el efecto agregado depende también de la estructura inicial de carteras y del endeudamiento de los hogares y de la exposición diferencial a los mercados financieros, lo que introduce heterogeneidad en los resultados (Lenza y Slačálek, 2024).

Por último, la desigualdad de inflación hace referencia a las diferencias en la tasa de inflación efectivamente experimentada por distintos grupos de renta en función de su patrón de consumo. Los hogares de menor renta, cuya cesta de consumo incluye una mayor proporción de bienes esenciales, pueden enfrentarse a tasas de inflación diferentes a las de los hogares de mayor renta, especialmente en contextos de shocks sectoriales como energía o alimentos. Este canal introduce una dimensión adicional en el análisis distributivo, ya que incluso con una

inflación agregada moderada pueden producirse efectos desiguales entre grupos (Ampudia et al., 2023).

4. Canales de transmisión monetaria con potencial redistributivo

Los canales de transmisión monetaria se definen como aquellos mecanismos mediante los cuales las decisiones sobre tipos de interés afectan variables como el PIB, el empleo y la inflación (Galí, 2015). Son el “cómo” de la política monetaria y explican por qué sus efectos no son uniformes entre hogares. Dado que un mismo cambio en los tipos de interés activa simultáneamente distintos canales, el impacto redistributivo final dependerá de cuál de ellos tenga mayor intensidad en cada contexto.

Dossche et al. (2021) clasifican los canales de transmisión monetaria en dos grandes categorías: directos e indirectos. Los canales directos son aquellos cuyos efectos se producen de manera inmediata tras una variación de los tipos de interés, en un marco de equilibrio parcial. En cambio, los canales indirectos operan a través de los ajustes generales de la economía (precios, salarios y empleo) que tienen lugar tras el impulso inicial de la política monetaria, es decir, en un marco de equilibrio general.

Dentro de esta clasificación, la literatura académica identifica tres mecanismos principales a través de los cuales la política monetaria puede generar efectos distributivos sobre la renta y la riqueza de los hogares (Dossche et al., 2021).

El primero es el canal de remuneración del ahorro y coste de la deuda (o exposición neta al tipo de interés). Los hogares presentan composiciones heterogéneas de activos y pasivos, por lo que una reducción de los tipos de interés beneficia a los hogares endeudados al disminuir sus pagos financieros, mientras que perjudica a los hogares ahorradores que mantienen activos de corta duración, cuyos rendimientos se reducen. El impacto es inmediato sobre la posición financiera neta de cada hogar, sin necesidad de que medien otros ajustes macroeconómicos (Dossche et al., 2021).

En segundo lugar, la política monetaria afecta a los precios de los activos financieros e inmobiliarios. El denominado canal de precios de los activos genera ganancias o pérdidas de capital que dependen de la composición de las carteras. Como los hogares con mayor patrimonio tienden a poseer activos de larga duración, las políticas expansivas que elevan el precio de estos activos suelen beneficiar relativamente más a estos hogares (Dossche et al., 2021). En este caso, el efecto redistributivo no se produce de manera inmediata sobre los flujos

financieros, sino a través del ajuste general de los precios tras el cambio en la postura monetaria.

El tercer mecanismo, el canal de ingresos laborales, también actúa de forma indirecta y se relaciona con la heterogeneidad en la sensibilidad del empleo y los salarios al ciclo económico. Una política monetaria expansiva puede estimular la actividad económica y el empleo, pero el impacto no es uniforme: la elasticidad del empleo respecto al ciclo varía según las características individuales, como el nivel de cualificación o el tipo de contrato. Por tanto, los efectos sobre la renta laboral pueden ser más intensos para determinados grupos de trabajadores, generando también implicaciones distributivas (Dossche et al., 2021).

Además, parece conveniente incluir una referencia al canal inflacionario como mecanismo de transmisión con potenciales efectos redistributivos. Los hogares experimentan tasas de inflación diferentes en función de su patrón de consumo, lo que implica que un mismo choque monetario puede erosionar de forma desigual el poder adquisitivo de distintas familias. En particular, los hogares de menor renta tienden a gastar una proporción mayor de su gasto en bienes esenciales, cuya evolución de precios puede divergir de la inflación agregada, introduciendo así una dimensión de heterogeneidad inflacionaria en el análisis distributivo de la política monetaria (Ampudia et al., 2023).

III. LA POLÍTICA MONETARIA EXPANSIVA DEL BANCO CENTRAL EUROPEO

1. Evolución de la política monetaria del Banco Central Europeo

La evolución de la política monetaria del Banco Central Europeo (BCE) ha pasado de una gestión basada casi exclusivamente en los tipos de interés oficiales a un enfoque complejo que integra herramientas no convencionales y una vigilancia estrecha de la heterogeneidad económica en la eurozona (Banco Central Europeo, 2026b).

Antes de la crisis financiera de 2008, el BCE operaba principalmente mediante ajustes en los tipos de interés a corto plazo. Sin embargo, el prolongado entorno de bajo crecimiento e inflación tras la crisis llevó los tipos de interés al denominado límite inferior efectivo (*effective lower bound*, ELB), nivel a partir del cual reducciones adicionales resultan poco eficaces para estimular la actividad económica. Ante esta limitación, el BCE amplió su marco operativo e incorporó medidas no convencionales con el objetivo de evitar riesgos deflacionarios y reforzar el mecanismo de transmisión monetaria (Banco Central Europeo, 2026b).

En 2020, como consecuencia de la pandemia, el BCE tuvo que intensificar estas medidas con el objetivo de estabilizar los mercados financieros y preservar condiciones de financiación favorables (Banco Central Europeo, 2026b). No obstante, a partir de 2021 la economía de la eurozona comenzó a enfrentarse a fuertes choques de oferta, particularmente en los sectores energético y de suministros intermedios, que provocaron un repunte histórico de la inflación (Lane, 2024). En respuesta, el BCE inició un giro hacia el endurecimiento monetario, implementando un ciclo de subidas de tipos entre 2022 y 2023 y manteniendo posteriormente una orientación restrictiva para anclar las expectativas y favorecer la desinflación (Banco Central Europeo, 2023).

Desde junio de 2024, el BCE ha iniciado una fase gradual de normalización, reduciendo progresivamente los tipos de interés y ajustando el tamaño de su balance. Las proyecciones más recientes apuntan a una estabilización de la inflación en torno al objetivo del 2 % a medio plazo, en un entorno de tipos considerados coherentes con la estabilidad de precios (Baptista et al., 2025).

2. Medidas del Banco Central Europeo

El marco operativo del BCE se compone de un conjunto de instrumentos diseñados para garantizar la estabilidad de precios, definida como una inflación del 2 % a medio plazo (Banco

Central Europeo, 2026b). Estas herramientas pueden agruparse en instrumentos convencionales, instrumentos no convencionales y mecanismos destinados a asegurar la correcta transmisión de la política monetaria en la zona euro.

El instrumento central sigue siendo la fijación de los tipos de interés oficiales (Banco Central Europeo, 2023). El Consejo de Gobierno determina tres tipos: el tipo de la facilidad de depósito, el tipo de las operaciones principales de refinanciación y el tipo de la facilidad marginal de crédito. En la práctica del contexto monetario actual caracterizado por un exceso estructural de liquidez en el sector bancario, el tipo de la facilidad de depósito se ha consolidado como la principal referencia para señalar la orientación de la política monetaria, al influir directamente en las condiciones del mercado monetario y en el coste del crédito. A través de estos tipos, el BCE incide sobre las decisiones de ahorro, inversión y consumo, afectando así a la demanda agregada y, en última instancia, a la inflación (Banco Central Europeo, 2026b).

Cuando los tipos de interés alcanzaron el límite inferior efectivo, el BCE incorporó medidas no convencionales para reforzar el estímulo monetario. Entre ellas destacan: los tipos de interés oficiales negativos, diseñados para incentivar la concesión de crédito; las operaciones de refinanciación a plazo más largo con objetivo específico (TLTRO), que ofrecían liquidez a la banca condicionada a la concesión de préstamos; los programas de compra de activos, en particular el Programa de Compras de Activos (APP) y el Programa de Emergencia por la Pandemia (PEPP), orientados a reducir los tipos de interés a largo plazo y fomentar el reequilibrio de carteras; y la gestión de expectativas (*forward guidance*), destinada a influir en las expectativas de los agentes económicos mediante una comunicación explícita sobre la trayectoria futura de la política monetaria (Banco Central Europeo, 2026b; Banco Central Europeo, 2026c).

Más recientemente, el BCE ha desarrollado instrumentos específicos para preservar la transmisión homogénea de la política monetaria entre los distintos Estados miembros, como el Instrumento para la Protección de la Transmisión (TPI). Asimismo, la fase de normalización monetaria ha implicado una reducción progresiva del balance mediante la finalización de las reinversiones de los programas de compra de activos (Banco Central Europeo, 2026a; Banco Central Europeo, 2026c).

IV. EFECTOS REDISTRIBUTIVOS DE LA POLÍTICA MONETARIA DEL BANCO CENTRAL EUROPEO

1. Efectos sobre la desigualdad de renta

Los efectos de la política monetaria expansiva del BCE sobre la desigualdad de renta difieren dependiendo de la región y de la metodología empleada, no obstante, para el conjunto de la eurozona, predomina la tesis de que la política monetaria expansiva del Banco Central Europeo ha tenido, en términos agregados, un efecto relativamente igualador en la renta.

Por una parte, Lenza y Slačálek (2024) estiman que un shock de expansión cuantitativa, o *Quantitative Easing* (QE), que reduzca el diferencial de tipos en 30 puntos básicos disminuye el coeficiente de Gini de la renta bruta del 43,15 al 43,09. Aunque la variación del coeficiente de Gini es numéricamente reducida, el hecho de que la desigualdad disminuya sugiere que el canal del mercado laboral predomina sobre otros mecanismos de transmisión. Dado que este canal opera principalmente a través de la reducción del desempleo y el aumento de los ingresos laborales en los tramos inferiores de la distribución, la caída del Gini tras un shock expansivo indica que estos efectos han superado a los potenciales impactos regresivos asociados a la revalorización de activos y al incremento de las rentas del capital. En la misma línea, Dossche et al. (2021) concluyen que la política monetaria expansiva del BCE contribuyó a reducir la desigualdad económica en los años posteriores a la crisis financiera.

En particular, la expansión monetaria reduce el desempleo de forma desproporcionada en el quintil inferior de renta (con caídas superiores a dos puntos porcentuales frente a menos de 0,5 puntos en otros quintiles), lo que implica que las transiciones desde el desempleo hacia el empleo explican prácticamente todo el aumento de ingresos en los hogares más vulnerables (Dossche et al., 2021). Más que un simple efecto estadístico, este resultado refleja la elevada sensibilidad del empleo de baja cualificación al ciclo económico, lo que convierte a la política monetaria en un mecanismo indirecto de estabilización distributiva. En este sentido, la mejora del mercado laboral actúa como principal contrapeso frente a los canales potencialmente regresivos (Lenza y Slačálek, 2024).

No obstante, este efecto igualador no implica ausencia de tensiones distributivas. En los hogares de renta alta domina el canal de composición de la renta, es decir, que perciben una mayor proporción de ingresos empresariales y financieros y se benefician indirectamente de mejoras en las condiciones financieras y del dinamismo de los mercados de activos. Aunque la inflación puede erosionar parte de estos ingresos, la mayor diversificación patrimonial y la

exposición al mercado de valores tienden a compensar dichos efectos. (Andersen et al., 2022). Así, la reducción agregada del Gini oculta dinámicas internas complejas.

Al fijarse en el canal de inflación heterogénea, resulta relevante apuntar que los hogares de menor renta son más susceptibles a los bienes con precios volátiles como la energía o los alimentos, lo que, en determinados contextos, puede deteriorar su renta real. Por el contrario, los hogares de renta alta tienen una mayor capacidad de sustitución en sus decisiones de consumo, lo que aumenta su sensibilidad a la política monetaria. Este doble efecto sugiere que el impacto distributivo no depende únicamente del empleo nominal, sino también de la evolución diferenciada del poder adquisitivo (Ampudia et al., 2023).

Por otra parte, y en sentido contrario, la evidencia para países concretos sugiere resultados más ambivalentes. Andersen et al. (2022: 3), utilizando microdatos administrativos de Dinamarca, concluyen que “(...) una política monetaria expansiva aumenta inequívocamente la desigualdad del ingreso al elevar la proporción del ingreso en la cima de la distribución del ingreso y reducirla en la base”. En su estimación, una reducción de un punto porcentual en los tipos de interés incrementa la renta disponible de forma muy desigual: en más del 5 % para el 1 % superior, frente a menos del 0,5 % para el quintil más pobre. Del mismo modo, Meriküll y Rottner (2025) encuentran para Estonia un patrón en forma de U, en el que tanto las rentas bajas como las más altas experimentan efectos significativos, reflejando la interacción entre empleo e ingresos del capital. Estos resultados sugieren que la estructura institucional y financiera nacional condiciona de manera decisiva la transmisión distributiva.

Las diferentes conclusiones de los autores se explican debido a los distintos enfoques metodológicos. Lenza y Slačálek (2024) combinan modelos VAR para estimar efectos agregados con microsimulaciones basadas en la *Household Finance and Consumption Survey* (HFCS), lo que puede subestimar el comportamiento del 1 % más rico. Por el contrario, Andersen et al. (2022) y Meriküll y Rottner (2025) explotan registros fiscales de Dinamarca y Estonia, respectivamente, lo que supone una estimación más precisa de la extrema heterogeneidad de la riqueza y del impacto en el top 1 % más rico.

De este modo, es preciso señalar que existen limitaciones relacionadas con la disponibilidad y la calidad de los datos. Los microdatos administrativos ofrecen mayor precisión, pero suelen publicarse con retraso y con una frecuencia limitada, lo que dificulta analizar los efectos inmediatos de los choques de política monetaria (Meriküll y Rottner, 2025). Por otro lado, las encuestas de hogares, como la HFCS, constituyen una fuente fundamental

para el análisis de la desigualdad en la zona euro, pero tienden a infrarrepresentar a los hogares más ricos, especialmente al 1 % superior de la distribución. Esta infrarrepresentación conduce a una subestimación de la concentración real de la riqueza y puede sesgar las estimaciones sobre los efectos distributivos de la política monetaria (Samarina y Nguyen, 2019).

En conjunto, la evidencia apunta a que, en la eurozona, la política monetaria expansiva ha tenido un efecto ligeramente igualador sobre la desigualdad de renta, impulsado principalmente por el canal laboral (Lenza y Slačálek, 2024). Sin embargo, este efecto es cuantitativamente modesto, potencialmente transitorio (Lenza y Slačálek, 2019), y sensible a la estructura financiera y laboral de cada país (Dossche et al., 2021). La coexistencia de ganancias significativas en la cúspide de la distribución y mejoras en el empleo en la base sugiere que el balance distributivo final depende del peso relativo de cada canal, lo que mantiene abierto el debate académico sobre la neutralidad distributiva de la política monetaria.

2. Efectos sobre la desigualdad de riqueza

A diferencia de la desigualdad de renta, donde el canal laboral desempeña un papel central, en el ámbito patrimonial el principal mecanismo de transmisión es el canal de precios de los activos (*asset price channel*). La política monetaria expansiva, especialmente a través de los programas de compra de activos (QE), eleva el precio de la vivienda, las acciones y los bonos al reducir los tipos de descuento y estimular la demanda de activos financieros. Este proceso genera plusvalías patrimoniales cuya distribución depende de la estructura previa de tenencia de activos (De Luigi et al., 2023).

Andersen et al. (2022) subrayan que el impacto de la política monetaria sobre la apreciación de activos es más de diez veces superior al efecto sobre la renta disponible en todos los niveles de renta, lo que sugiere que, en términos de magnitud, el canal patrimonial puede superar ampliamente al canal de ingresos. Cabe destacar que un 30% de los hogares en la eurozona queda excluido de los beneficios directos de la revalorización de activos, pues no poseen ni vivienda ni activos financieros. Esta exclusión supone una fractura estructural entre hogares propietarios y no propietarios, ampliando potencialmente la brecha patrimonial cuando los precios de los activos aumentan (De Luigi et al., 2023).

La distinción por tipo de activo es el factor determinante del signo de la desigualdad. La vivienda representa entre el 70% y el 80% de los activos totales de los hogares de la eurozona (Lenza y Slačálek, 2019) y, en países con alta propiedad residencial como España o Países Bajos, su revalorización tiene un efecto moderadamente igualador al beneficiar a

amplios sectores de la población; en cambio, en Francia, Portugal y Alemania, los efectos sobre el coeficiente de Gini son mínimos.

En contraste, las acciones y otros activos financieros de riesgo, concentrados en el decil superior, generan un efecto claramente desigualador: su rápida revalorización beneficia casi exclusivamente a los hogares más ricos. El impacto de los bonos es menor, dado que constituyen una fracción reducida de la riqueza financiera directa de las familias europeas (De Luigi et al., 2023). Así, el efecto redistributivo final de la política monetaria expansiva depende de qué activos experimenten mayores ganancias y de cómo se mida la desigualdad.

Existen opiniones contradictorias acerca de si el QE aumentó de forma significativa la desigualdad patrimonial en la eurozona. Lenza y Slačálek (2024) sostienen que el efecto agregado es reducido o incluso ligeramente igualador. En sus estimaciones, un shock de QE que reduzca el diferencial de tipos en 30 puntos básicos apenas modificaría el Gini de riqueza neta, dado que las ganancias inmobiliarias compensan las derivadas de la bolsa. Asimismo, estiman que dicho shock incrementa la riqueza neta del quintil más pobre en torno a un 2,5 % (principalmente por la reducción relativa de deuda), frente a un 1 % en el resto de quintiles (Lenza y Slačálek, 2019).

Sin embargo, hay autores que argumentan que el coeficiente de Gini presenta algunas limitaciones. En particular, esta medida es más sensible a los cambios que se producen en el centro de la distribución que a las variaciones en sus extremos, y esto puede llevar a subestimar los cambios en la parte superior de la distribución de la riqueza (importante porque la revalorización de los activos financieros suele concentrarse en los hogares más ricos). Además, dado que este indicador otorga un peso considerable a la clase media, los estudios que lo utilizan tienden a encontrar efectos igualadores derivados del aumento de los precios de la vivienda, un activo ampliamente distribuido entre los hogares europeos. Así, es posible que el coeficiente de Gini tienda a camuflar dinámicas relevantes que tienen lugar en la cola superior de la distribución de riqueza (De Luigi et al., 2023).

Por este motivo, una parte creciente de la literatura recurre a indicadores alternativos más sensibles a los extremos de la distribución, como las ratios entre percentiles, como la

P90/P10², o la cuota de riqueza del 10 % o del 5 % más rico³. Mientras que el coeficiente de Gini puede sugerir que el QE reduce la desigualdad en algunos países, los indicadores centrados en la parte superior de la distribución muestran con frecuencia un aumento de la concentración de riqueza, debido a las fuertes ganancias de capital registradas en los activos financieros (De Luigi et al., 2023). En consecuencia, la evaluación del impacto distributivo de la política monetaria depende en gran medida del indicador utilizado, lo que explica parte de las discrepancias observadas en la literatura empírica.

Con todo, el debate académico permanece abierto: mientras una parte subraya el efecto compensador del empleo y la vivienda, otra destaca que la magnitud de las ganancias de capital en la cúspide de la distribución puede superar ampliamente los beneficios patrimoniales de los hogares medios. El balance final, por tanto, depende no solo del instrumento monetario, sino de la estructura previa de riqueza y del indicador distributivo utilizado para su medición.

3. Heterogeneidad entre países

Los estudios coinciden en señalar que los efectos redistributivos de la política monetaria del BCE no son homogéneos entre los Estados miembros de la eurozona. Aunque el instrumento es único, su transmisión depende de características estructurales nacionales que condicionan tanto la intensidad como el signo de los efectos sobre la renta, la riqueza y el empleo.

Por un lado, Lenza y Slačálek (2024) muestran que la tasa de desempleo en España reacciona de manera considerablemente más intensa a un shock de QE que en Alemania, Francia o Italia. Esta mayor sensibilidad agregada se explica, en parte, por diferencias en la distribución del desempleo entre quintiles de renta: mientras que en Alemania e Italia se concentra más claramente en el quintil inferior, en España pertenece a quintiles superiores, reduciendo la dispersión de los efectos entre grupos de renta.

En el mismo estudio se constata que el impacto sobre la desigualdad de ingresos, medida mediante el coeficiente de Gini, también difiere entre países. Tras un shock expansivo, el Gini se reduce en Francia, Italia y, de forma más acusada, en España, mientras que aumenta

² La ratio P90/P10 es el cociente entre el percentil 90, el nivel de ingresos o riqueza por debajo del cual se encuentra el 90 % de la población; y el percentil 10, el nivel por debajo del cual se encuentra el 10 % más pobre de la población. Es un indicador de desigualdad que mide la distancia entre los extremos superior e inferior de una distribución (De Luigi et al., 2023).

³ Las cuotas de riqueza del 10 % o del 5 % más rico reflejan el porcentaje del 10 % o del 5 % de los hogares con mayores ingresos en la distribución total de la riqueza neta.

ligeramente en Alemania. Este resultado confirma que, aun bajo una misma orientación monetaria, los efectos distributivos pueden ser divergentes según la estructura socioeconómica nacional (Lenza y Slačálek, 2024).

Por otro lado, De Luigi et al. (2023) concluyen que en España y Países Bajos el efecto igualador derivado del aumento del precio de la vivienda compensa las ganancias concentradas en los activos financieros, reduciendo la desigualdad neta. En cambio, en Italia, Finlandia y Bélgica, el incremento del valor de los activos financieros en manos de los hogares más ricos supera el efecto inmobiliario, dando lugar a un aumento de la desigualdad patrimonial.

Además, en la dimensión regional, también resultan diferencias entre las regiones situadas en la parte inferior de la distribución del PIB, que experimentan efectos más persistentes tras los shocks monetarios, y las regiones más prósperas, en las que el producto tiende a retornar a su nivel previo. Esta asimetría implica que los shocks contractivos agravan la desigualdad regional, mientras que los expansivos la mitigan, confirmando que la política monetaria puede tener efectos estructurales sobre el crecimiento territorial (de Groot et al., 2023).

Estas diferencias vienen determinadas por diversos factores que exponemos a continuación. En primer lugar, la estructura del mercado hipotecario desempeña un papel central. En países como España e Italia predominan las hipotecas a tipo variable (ARM), lo que permite que los cambios en los tipos oficiales se trasladen con rapidez a la renta disponible de los hogares. Por el contrario, en Alemania y Francia prevalecen las hipotecas a tipo fijo (FRM), lo que retrasa y amortigua el impacto directo sobre el flujo de caja familiar (Baptista et al., 2025).

En segundo lugar, las tasas de propiedad de vivienda condicionan el alcance del canal inmobiliario. En economías con alta proporción de propietarios (como las del sur de Europa) la revalorización de la vivienda puede generar un efecto igualador más intenso que en países con mercados de alquiler más amplios, como Alemania, donde los beneficios de la apreciación inmobiliaria se concentran en una fracción menor de hogares (De Luigi et al., 2023).

Asimismo, el nivel de deuda pública y el espacio fiscal influyen en la transmisión. En países altamente endeudados, los incrementos de deuda tienen efectos contractivos sobre el producto y estos Estados muestran mayor sensibilidad a las condiciones monetarias debido a su limitado margen fiscal, lo que amplifica la dependencia respecto a la política del BCE (Žihala et al., 2025). Finalmente, la “beta”, es decir, la velocidad con la que los bancos trasladan

las variaciones de los tipos oficiales a los depósitos y préstamos depende de múltiples factores, como el nivel de liquidez existente, el grado de competencia y el poder de mercado en cada sistema bancario nacional, generando diferencias adicionales en la transmisión efectiva (Lane, 2024).

En este contexto, la tradicional división entre el norte y el sur de Europa ofrece una síntesis ilustrativa de estas diferencias. Las economías con un sector manufacturero de mayor peso, como Alemania, experimentan caídas del PIB más pronunciadas ante subidas de tipos que aquellas más orientadas a los servicios (Datsenko y Fleck, 2024). Además, los hogares del norte tienden a ser ahorradores netos con depósitos a corto plazo, por lo que se ven relativamente más perjudicados en periodos prolongados de tipos bajos, mientras que los hogares del sur, con mayores niveles de endeudamiento hipotecario, se benefician más directamente del canal de flujo de caja (Dossche et al., 2021). Por último, los efectos del QE sobre el crecimiento resultan más positivos en los países miembros antiguos que en los nuevos, donde la menor capacidad fiscal y estabilizadores automáticos más débiles limitan la magnitud y velocidad de la respuesta del producto (Žihala et al., 2025).

En conclusión, aunque no existe consenso sobre el signo del efecto redistributivo de la política monetaria, sí existe cierto consenso respecto a la existencia de una significativa heterogeneidad en sus impactos dentro de la zona euro (Žihala et al., 2025). Este acuerdo no implica que los autores identifiquen las mismas diferencias entre países, sino que reconocen que una misma decisión del BCE puede tener efectos distributivos distintos según las características estructurales de cada economía.

V. IMPLICACIONES PARA LA POLÍTICA ECONÓMICA

Para continuar con el análisis de los efectos redistributivos de la política monetaria expansiva del BCE, es conveniente resaltar las implicaciones que tiene para la política económica. En este sentido, no solo se plantea si el BCE debe incorporar consideraciones distributivas en su proceso de toma de decisiones, sino también cómo pueden articularse distintos instrumentos de política económica para mitigar los efectos regresivos identificados.

1. La dimensión distributiva en la política monetaria

La cuestión de incorporar la desigualdad en las decisiones del BCE está intrínsecamente relacionada con lo que se conoce como su “responsabilidad social”. Lejos de poder operar como una “caja negra” puramente técnica, los bancos centrales son instituciones que desempeñan una misión social al perseguir un bien público (estabilidad macroeconómica y prosperidad) y un bien común (estabilidad financiera) mediante el cumplimiento de sus objetivos (Adolph, 2013, citado por Vallet, 2021). En este marco, el BCE ejerce un poder estructural a través de la regulación del crecimiento del crédito y la inflación y, cada vez más, sobre variables como el PIB o la deuda, así como mediante la supervisión macroprudencial (Vallet, 2021).

Esta capacidad de influencia implica que la política monetaria no es socialmente neutral. Las variaciones en los tipos de interés generan efectos diferenciados entre grupos sociales, alteran el endeudamiento de los agentes económicos, por ejemplo, en el acceso a la vivienda o en la financiación empresarial y, además, afectan de manera desigual a los sectores productivos sensibles a las condiciones financieras (Vallet, 2021). Tal como se ha explicado en los apartados anteriores, estos mecanismos inciden de forma heterogénea sobre hogares endeudados, ahorradores netos, propietarios de activos o trabajadores de baja cualificación.

Desde esta perspectiva, la incorporación de la dimensión distributiva no implica alterar el mandato de estabilidad de precios, sino comprender mejor sus efectos colaterales. Kase y Dinis Rigato (2024) sostienen que, al identificar cómo las medidas monetarias afectan de manera desigual a los hogares, el BCE puede diseñar políticas que estabilicen la economía minimizando impactos adversos sobre la distribución de la riqueza.

En consecuencia, considerar explícitamente la desigualdad en el análisis preliminar a las decisiones monetarias no supone una desviación del mandato, sino un refinamiento técnico

coherente con la complejidad de la economía de la eurozona. Por ello, resulta razonable considerar la dimensión distributiva como un elemento relevante en su evaluación.

2. Interacción entre política monetaria y fiscal

Desde el punto de vista económico, la política monetaria no puede analizarse aisladamente de las políticas fiscales nacionales. El QE, además de influir sobre la actividad y la inflación, actúa como un mecanismo de alivio fiscal al reducir los costes de servicio y emisión de la deuda pública y al incrementar los ingresos fiscales derivados del empleo y el consumo. Esta combinación convierte a la política monetaria expansiva en una herramienta especialmente atractiva en contextos de espacio fiscal limitado (Adrian et al., 2025).

Las experiencias recientes como la pandemia o la guerra entre Rusia y Ucrania apoyan esta complementariedad. Durante la pandemia, la política fiscal y monetaria actuaron conjuntamente para contrarrestar el shock masivo, mientras que la agresión rusa generó un escenario distinto, al tensionar simultáneamente demanda y precios en un contexto de riesgo para la estabilidad a medio plazo. En este entorno, un adecuado *policy mix* monetario-fiscal resulta decisivo para preservar la cohesión social, proteger el poder adquisitivo y sostener la recuperación (Zukunft, 2025).

En la misma línea, la eficacia de la política monetaria única depende del marco fiscal nacional. El impacto de los shocks monetarios está condicionado por la posición fiscal de cada país: los niveles de deuda influyen en la respuesta del producto y la naturaleza “ricardiana” de la política fiscal determina los efectos sobre los precios. En particular, el objetivo de inflación resulta más efectivo en regímenes de baja deuda y alta sostenibilidad fiscal, lo que sugiere que la responsabilidad fiscal de los Estados miembros mejora la eficacia de las intervenciones monetarias (Žihala et al., 2024).

3. Instrumentos de política económica para mitigar efectos redistributivos

Aunque el BCE no tiene como objetivo explícito la redistribución, dispone de cierto margen para modular los efectos distributivos de sus instrumentos. En primer lugar, el diseño de los programas de QE puede orientarse hacia la reducción de primas de riesgo en regiones o sectores más afectados, contribuyendo a aliviar disparidades económicas. Este enfoque se ha descrito como una forma de “federalismo monetario”, en la medida en que permite canalizar estímulos hacia áreas donde las condiciones financieras son más restrictivas (Hughes Hallett,

2015). Asimismo, la creación de órganos internos especializados en desigualdad podría mejorar el diseño de las intervenciones (Vallet, 2021).

En segundo lugar, la *forward guidance* u “orientación futura” permite reducir la incertidumbre y estabilizar expectativas. No obstante, su eficacia podría reforzarse mediante mecanismos de flexibilidad que permitan ajustar rápidamente la política monetaria ante riesgos inflacionarios, evitando así efectos regresivos prolongados (Adrian, 2025).

Además, el uso de modelos con agentes heterogéneos (HANK) ha mejorado la capacidad de los bancos centrales para identificar cómo distintos grupos responden a cambios en los tipos de interés, permitiendo determinar qué hogares son más sensibles a variaciones en los tipos de interés y ajustar la intensidad de las medidas para minimizar impactos desproporcionados (Kase y Dinis Regato, 2024).

Se han planteado propuestas como el *helicopter money*, que consiste en distribuir directamente liquidez a los hogares. Desde esta perspectiva, el objetivo sería evitar el sesgo implícito de las políticas monetarias convencionales hacia los hogares con mayor acceso a los mercados de capitales y garantizar que los estímulos lleguen de forma más equitativa al conjunto de la población. No obstante, este tipo de propuestas plantea importantes desafíos institucionales y jurídicos, ya que difumina la frontera entre política monetaria y política fiscal (Hernández de Cos, 2018).

Por otra parte, las políticas macroprudenciales desempeñan un papel clave en la mitigación de los efectos regresivos asociados a los ciclos financieros. Estas herramientas permiten limitar el crecimiento excesivo del crédito y la formación de burbujas en los precios de los activos, evitando aumentos desproporcionados de la desigualdad de riqueza (Banco Central Europeo, 2023).

Asimismo, el refuerzo de los requisitos de capital y liquidez contribuye a garantizar la estabilidad del sistema financiero y a mantener el flujo de crédito en momentos de crisis. Durante la crisis del COVID-19, por ejemplo, la relajación temporal de los colchones de capital permitió mantener el flujo de financiación hacia empresas y hogares, reduciendo el riesgo de una contracción crediticia que habría agravado la situación de los grupos más vulnerables (Kindelán y Cortina, 2022).

4. Desafíos institucionales y políticos en la eurozona

Además de la heterogeneidad entre países, la heterogeneidad interregional (a nivel de provincias o condados) también supone un reto, ya que altera de manera significativa la transmisión de la política monetaria, generando efectos diferenciados dentro de los propios Estados (de Groot et al., 2023). Esta diversidad estructural complica la aplicación de una política monetaria única a economías con realidades productivas, financieras y sociales distintas.

A ello se añade la inadecuación de concebir una política fiscal homogénea para todos los países. Žihala et al. (2024), exponen cómo en economías altamente endeudadas, los incrementos de deuda tienen efectos negativos sobre el producto y los instrumentos fiscales presentan bucles de retroalimentación más adversos, evidenciando un espacio fiscal limitado. De lo que se concluye que las estrategias fiscales deben adaptarse a las circunstancias específicas de cada país, en particular a su perfil de deuda.

Finalmente, los riesgos de fragmentación financiera también presentan un desafío. El diseño flexible del Programa de Compras de Emergencia frente a la Pandemia (PEPP) y el anuncio del Instrumento para la Protección de la Transmisión (TPI) ofrecieron garantías a los inversores frente a dinámicas desordenadas en los mercados de deuda soberana que pudieran amenazar la transmisión uniforme de la política monetaria, siempre que los países cumplan criterios de “política prudente” (Lane, 2024). Estos instrumentos reflejan que la credibilidad y la legitimidad del BCE dependen no solo de la estabilidad de precios, sino también de su capacidad para preservar la cohesión financiera de la unión monetaria.

5. Enfoque integral

En conjunto, la evidencia analizada sugiere que la mitigación de los efectos redistributivos requiere un enfoque integrado de política económica. Ningún instrumento por sí solo es suficiente para abordar la desigualdad. Una estrategia eficaz debe combinar la política monetaria, la política fiscal y las herramientas macroprudenciales, aprovechando sus complementariedades (Kindelán y Cortina, 2022).

Además, el diseño de estas políticas debe enmarcarse en una gobernanza económica más amplia dentro de la Unión Europea, que incorpore políticas industriales, energéticas y de competencia capaces de limitar presiones inflacionarias estructurales que afectan de forma desproporcionada a los hogares con menor renta. En última instancia, avanzar hacia un enfoque

más preventivo, orientado a identificar riesgos estructurales como el cambio climático o la evolución demográfica, puede contribuir a integrar la desigualdad como un elemento relevante para la estabilidad económica a largo plazo (Zukunft, 2025).

De este modo, integrar la dimensión distributiva en el diseño de la política económica no solo mejora su eficacia, sino que también contribuye a reforzar la legitimidad del proyecto monetario europeo.

VI. CONCLUSIÓN

El objetivo central del trabajo es analizar los efectos redistributivos de la política monetaria expansiva del BCE. En particular, el análisis se centra en si las políticas monetarias expansivas implementadas por este organismo (tanto convencionales como no convencionales) tienen consecuencias sobre la distribución de la renta y la riqueza entre los hogares, así como en los principales mecanismos a través de los cuales estos efectos se materializan. Se estudia igualmente la heterogeneidad estructural entre los Estados miembros de la unión monetaria, con el objetivo de comprender por qué una política monetaria común puede generar impactos distributivos distintos en diferentes economías.

A partir de la revisión de la literatura teórica y empírica, es posible extraer tres resultados principales. En primer lugar, en relación con la desigualdad de renta, la evidencia sugiere que la política monetaria expansiva tiende a ejercer, en términos agregados, un efecto moderadamente igualador. Este resultado se explica fundamentalmente a través del canal del mercado laboral. Al estimular la actividad económica y favorecer la creación de empleo, las políticas monetarias expansivas reducen el desempleo y mejoran las oportunidades laborales de los hogares situados en la parte inferior de la distribución de ingresos (Samarina y Nguyen, 2019).

En segundo lugar, en cuanto a la desigualdad de riqueza, la evidencia apunta a efectos de carácter regresivo. Las políticas monetarias expansivas tienden a elevar el precio de los activos financieros e inmobiliarios, generando ganancias de capital que benefician de manera desproporcionada a los hogares con mayor patrimonio. Dado que la propiedad de activos financieros se encuentra altamente concentrada en los tramos superiores de la distribución de riqueza, la revalorización de estos activos puede contribuir a ampliar la brecha patrimonial entre hogares. No obstante, este efecto no es uniforme, ya que el aumento de los precios de la vivienda también puede generar ganancias patrimoniales para los hogares de clase media con vivienda en propiedad. Como resultado, el impacto final sobre la desigualdad de riqueza depende del peso relativo de los distintos activos en las carteras de los hogares y de la estructura de propiedad existente en cada economía (De Luigi et al., 2023).

En tercer lugar, existe una importante heterogeneidad entre países dentro de la zona euro. Aunque la política monetaria se aplica de forma uniforme en toda la unión monetaria, su transmisión a la economía real está condicionada por características estructurales nacionales. Diversos factores influyen en la intensidad y el signo de los efectos redistributivos y, en

consecuencia, una misma decisión de política monetaria puede generar resultados distributivos distintos entre economías del norte y del sur de Europa, o entre países con estructuras financieras y productivas diferentes (Lenza y Slačálek, 2024; De Luigi et al. 2023).

Estos resultados son muy útiles para diseñar la política económica. En particular, la literatura coincide en señalar que la política fiscal es el instrumento más adecuado para abordar la desigualdad (Blot et al., 2015). En este sentido, la interacción entre política monetaria y política fiscal resulta fundamental. Las políticas monetarias expansivas pueden facilitar la acción fiscal al reducir los costes de financiación de los gobiernos y sostener la actividad económica, mientras que la política fiscal puede complementar estos efectos mediante medidas dirigidas específicamente a proteger a los grupos más vulnerables (Kindelán y Cortina, 2022).

En conjunto, el análisis desarrollado en este trabajo permite extraer una conclusión central: la política monetaria no es distributivamente neutral. Aunque su objetivo principal es la estabilidad de precios, sus decisiones afectan inevitablemente a distintos grupos de la población a través de múltiples canales, como el mercado laboral, los precios de los activos o la inflación. No obstante, reconocer la existencia de estos efectos no implica necesariamente que la política monetaria deba convertirse en un instrumento de redistribución. El mandato institucional de los bancos centrales, y en particular del Banco Central Europeo, se centra en garantizar la estabilidad macroeconómica, no en diseñar la distribución de la renta o la riqueza en la economía.

Aun así, el hecho de que la política monetaria no esté diseñada con fines redistributivos no significa que sus efectos distributivos deban ignorarse. Por el contrario, comprender estos efectos resulta esencial para evaluar de manera completa el impacto de la política monetaria sobre la economía. Los resultados ponen de manifiesto que el análisis de la política monetaria no puede limitarse a variables agregadas, sino que debe incorporar de forma explícita su dimensión distributiva.

Analizar cómo diferentes canales de transmisión afectan a distintos grupos sociales, y cómo estos efectos varían entre países o estructuras económicas, permite desarrollar una visión más realista y completa del funcionamiento de la unión monetaria. De este modo, el estudio de los efectos redistributivos de la política monetaria contribuye a enriquecer el debate académico y a mejorar la calidad del análisis de política económica.

En última instancia, la estabilidad macroeconómica y la cohesión social no deben considerarse objetivos contrapuestos, sino elementos complementarios de un marco de política

económica eficaz. La política monetaria, la política fiscal y las políticas estructurales deben interactuar de forma coherente para garantizar no solo la estabilidad de precios, sino también un crecimiento económico sostenible e inclusivo. En el caso de la zona euro, donde una política monetaria única convive con economías nacionales heterogéneas, comprender las implicaciones distributivas de las decisiones del banco central resulta especialmente importante.

Solo a través de un análisis que integre todos estos elementos será posible avanzar hacia un marco de política económica capaz de combinar estabilidad macroeconómica y cohesión social en la unión monetaria europea.

Declaración de Uso de Herramientas de Inteligencia Artificial Generativa en Trabajos Fin de Grado

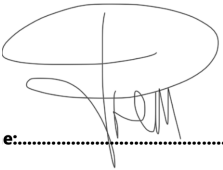
ADVERTENCIA: Desde la Universidad consideramos que ChatGPT u otras herramientas similares son herramientas muy útiles en la vida académica, aunque su uso queda siempre bajo la responsabilidad del alumno, puesto que las respuestas que proporciona pueden no ser veraces. En este sentido, NO está permitido su uso en la elaboración del Trabajo fin de Grado para generar código porque estas herramientas no son fiables en esa tarea. Aunque el código funcione, no hay garantías de que metodológicamente sea correcto, y es altamente probable que no lo sea.

Por la presente, yo, Patricia Huertas Martín del Olmo, estudiante de Derecho y Administración de Empresas (E-3) de la Universidad Pontificia Comillas al presentar mi Trabajo Fin de Grado titulado "Efectos redistributivos de la política monetaria expansiva del Banco Central Europeo", declaro que he utilizado la herramienta de Inteligencia Artificial Generativa ChatGPT u otras similares de IAG de código sólo en el contexto de las actividades descritas a continuación:

1. Brainstorming de ideas de investigación: Utilizado para idear y esbozar posibles áreas de investigación.
2. Referencias: Usado conjuntamente con otras herramientas, como Science, para identificar referencias preliminares que luego he contrastado y validado.
3. Corrector de estilo literario y de lenguaje: Para mejorar la calidad lingüística y estilística del texto.
4. Sintetizador y divulgador de libros complicados: Para resumir y comprender literatura compleja.
5. Revisor: Para recibir sugerencias sobre cómo mejorar y perfeccionar el trabajo con diferentes niveles de exigencia.
6. Traductor: Para traducir textos de un lenguaje a otro.

Afirmo que toda la información y contenido presentados en este trabajo son producto de mi investigación y esfuerzo individual, excepto donde se ha indicado lo contrario y se han dado los créditos correspondientes (he incluido las referencias adecuadas en el TFG y he explicitado para que se ha usado ChatGPT u otras herramientas similares). Soy consciente de las implicaciones académicas y éticas de presentar un trabajo no original y acepto las consecuencias de cualquier violación a esta declaración.

Fecha: 25 de marzo de 2026

Firma:  e:.....

VII. BIBLIOGRAFÍA

- Ampudia, M., Ehrmann, M. y Strasser, G. (2023). *The effect of monetary policy on inflation heterogeneity along the income distribution*. BIS Working Paper No. 1124. <https://www.bis.org/publ/work1124.pdf>
- Andersen, A. L., Johannesen, N., Jørgensen, M. y Peydró, J. L. (2022). *Monetary policy and inequality*. Cato Institute Research Briefs in Economic Policy, No. 282. Cato Institute. <https://www.cato.org/sites/cato.org/files/2022-01/RB-282-1.pdf>
- Banco Central Europeo. (2023). *Declaración de política monetaria*. <https://www.bde.es/f/webbe/GAP/Secciones/SalaPrensa/ComunicadosBCE/DecisionesPoliticaMonetaria/23/2023-12-14-ECBMonetaryPolicystatement.pdf>
- Banco Central Europeo. (2026a). *Decisiones de política monetaria*. <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2026/html/ecb.mp260205~001d26959b.es.html>
- Banco Central Europeo. (2026b). *Decisions, statements & accounts*. Recuperado el 13 de febrero de 2026 de <https://www.ecb.europa.eu/mopo/decisions/html/index.es.html>
- Banco Central Europeo. (2026c). *Nuestros instrumentos de política monetaria y la revisión de la estrategia*. Recuperado el 13 de febrero de 2026 de <https://www.ecb.europa.eu/mopo/strategy/strategy-review/html/monetary-policy-instruments.es.html>
- Baptista, P., Dossche, M., Hannon, A., Henricot, D., Kouvavas, D., Malacrino, D. y Zimmermann, L. (2025). *The transmission of monetary policy: From mortgage rates to consumption*. ECB Economic Bulletin, Issue 4/2025. Banco Central Europeo. https://www.ecb.europa.eu/press/economic-bulletin/articles/2025/html/ecb.ebart202504_01~b621c01098.en.html
- Blot, C., Creel, J., Hubert, P., Labondance, F. y Ragot, X. (2015). *The redistributive effects of quantitative easing*. En European Parliament, Monetary dialogue papers (PE 587.287, pp. 69–83). European Parliament. [https://www.europarl.europa.eu/cmsdata/105464/IPOL_IDA\(2015\)587287_EN.pdf](https://www.europarl.europa.eu/cmsdata/105464/IPOL_IDA(2015)587287_EN.pdf)

- Claeys, G., Darvas, Z. L., Leandro, A., Walsh, T. (2015). *The effects of ultra-loose monetary policies on inequality*. Bruegel Policy Contribution, No. 2015/09, Brujas, Bruselas <https://www.econstor.eu/bitstream/10419/126695/1/831938005.pdf>
- Datsenko, O. y Fleck, J. (2024, noviembre 12). *Country-specific effects of euro-area monetary policy: The role of sectoral differences*. FEDS Notes. Board of Governors of the Federal Reserve System. <https://doi.org/10.17016/2380-7172.3649>
- De Groot, J., Hauptmeier, S., Holm-Hadulla, F. y Nikalixi, K. (2023). *Monetary policy and regional inequality*. Working Paper Series. No. 2385. Banco Central Europeo. (Trabajo original publicado en 2020). <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecb.wp2385~bc63eeb13b.en.pdf>
- De Luigi, C., Feldkircher, M., Poyntner, P. y Schuberth, H. (2023). *Quantitative easing and wealth inequality: The asset price channel*. Oxford Bulletin of Economics and Statistics, 85(3), 638–670. <https://doi.org/10.1111/obes.12543>
- Dossche, M., Slačálek, J. y Wolswijk, G. (2021). *Monetary policy and inequality*. ECB Economic Bulletin, Issue 2/2021. European Central Bank. https://www.ecb.europa.eu/press/economic-bulletin/articles/2021/html/ecb.ebart202102_01~1773181511.en.html
- Galí, J. (2015). *Monetary policy, inflation, and the business cycle: An introduction to the New Keynesian framework* (2nd ed.). Princeton University Press. https://perhuaman.wordpress.com/wp-content/uploads/2014/06/gali_polc3adtica_monetaria.pdf
- Kase, J. y Dinis Regato, R. (2024). *Heterogeneous agent New Keynesian models and the transmission of monetary policy*. European Central Bank Working Paper Series, No. 3086. European Central Bank. <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecb.wp3086~5c2ee96b1e.en.pdf>
- Kindelán, A., y Cortina, A. (2022). La política monetaria del Banco Central Europeo y la crisis del COVID-19. *Información Comercial Española (ICE)*, 924 (enero-febrero). <https://doi.org/10.32796/ice.2022.924.7354>

- Hernández de Cos, P. (2018). La política monetaria del Banco Central Europeo durante la crisis y los retos de futuro. *Información Comercial Española (ICE)*, 903 (julio-agosto). <https://doi.org/10.32796/ice.2018.903.6655>
- Hughes Hallett, A. (2015). *Quantitative easing: Side effects in the financial markets, in inequality and in the risk of secular stagnation*. En European Parliament, Monetary dialogue papers (PE 587.287, pp. 47–66). European Parliament. [https://www.europarl.europa.eu/cmsdata/105464/IPOL_IDA\(2015\)587287_EN.pdf](https://www.europarl.europa.eu/cmsdata/105464/IPOL_IDA(2015)587287_EN.pdf)
- Lane, P. R. (2024). *The effectiveness and transmission of monetary policy in the euro area*. Contribution to the panel on “Reassessing the effectiveness and transmission of monetary policy” at the Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Symposium, Jackson Hole. <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2024/html/ecb.sp240824~c215968c41.en.html>
- Lenza, M., y Slačálek, J. (2019). *Quantitative easing did not increase inequality in the euro area* (Research Bulletin No. 54). Banco Central Europeo. <https://www.ecb.europa.eu/press/research-publications/resbull/2019/html/ecb.rb190129.en.html>
- Lenza, M. y Slačálek, J. (2024). *How Does Monetary Policy Affect Income and Wealth Inequality? Evidence from Quantitative Easing in the Euro Area*. <https://slacalek.com/research/lsMPinequality/lsMPinequality.pdf>
- Meriküll, J., y Rottner, M. (2025). *Monetary policy and earnings inequality: Inflation dependencies* (BIS Working Papers No. 1271). Bank for International Settlements. <https://www.bis.org/publ/work1271.htm>
- Samarina, A., y Nguyen, A. D. M. (2019). *Does monetary policy affect income inequality in the euro area?* DNB Working Paper No. 626. Nederlandsche Bank. https://www.dnb.nl/media/xskhwve2/working-paper-no-626_tcm47-382613.pdf
- Unión Europea. (2012). *Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea* (versión consolidada). Diario Oficial de la Unión Europea, C 326, 26 de octubre de 2012. <https://www.boe.es/doue/2010/083/Z00047-00199.pdf>

- Vallet, G. (2021). *Great power, great responsibility: Addressing the underestimated issue of central bank's social responsibility*. *Journal of Central Banking Theory and Practice*, 3, 23–39. <https://reference-global.com/article/10.2478/jcbtp-2021-0022>
- Žihala, P. Brixová, B., Siničáková, M. y Šulíková, V. (2025). *Heterogeneous macroeconomic effects of interplay in recent fiscal and monetary policies*. *Economic Change and Restructuring*, Volume 58, article number 93. <https://doi.org/10.1007/s10644-025-09931-x>
- Zukunft, D. (2025). *Overcoming myopia in the ECB's 2025 monetary policy strategy review*. European Macropolicy Network, Institute for Macrofinance. <https://dezernatzukunft.org/wp-content/uploads/2025/05/van-t-Klooster-2025-Overcoming-myopia-in-the-ECBs-2025-monetary-policy-strategy-1.pdf>