

## ARTÍCULOS

# DIFERENCIALES DE INFLACIÓN EN LA ZONA DEL EURO DURANTE LA ÚLTIMA DÉCADA



*Este artículo examina la evolución de los diferenciales de inflación en la zona del euro durante la última década y muestra que, hasta 2008, una serie de factores cíclicos y estructurales hicieron posible la aparición y persistencia de diferenciales de inflación; en concreto, una valoración errónea de los riesgos, unas expectativas demasiado optimistas sobre las perspectivas de la renta futura y unas políticas nacionales inadecuadas. Por el contrario, a partir de esa fecha, la evolución de los diferenciales de inflación parece estar relacionada, principalmente, con cambios en las políticas nacionales encaminados a reducir los desequilibrios.*

*Entender el origen de los diferenciales de inflación es clave en el diseño de la respuesta de política monetaria apropiada para mantener la estabilidad de precios en el conjunto de la zona del euro. Mantener la estabilidad de precios exige salvaguardar el mecanismo de transmisión de la política monetaria en todos los países de la zona. En este sentido, las medidas no convencionales adoptadas por el BCE han asegurado, y siguen asegurando, la transmisión de la orientación de la política monetaria del BCE a la economía real de la zona del euro y han evitado que se produzcan ajustes desordenados. Estas medidas se han concebido a fin de preservar los fuertes incentivos necesarios para llevar a cabo ajustes a escala nacional. En el largo plazo, solo puede hacerse frente a la persistencia de los diferenciales de inflación con políticas nacionales.*

### I INTRODUCCIÓN

Los diferenciales de inflación son un fenómeno habitual en las uniones monetarias. Los países y las regiones pueden estar expuestos a perturbaciones específicas, que afectan a un país o a una región pero no a otro país o región. No obstante, incluso perturbaciones comunes pueden dar lugar a divergencias en las tasas de inflación, dado que los países y las regiones tienden a caracterizarse por estructuras económicas diversas, suelen encontrarse en fases distintas del ciclo económico o aplican políticas nacionales diferentes (por ejemplo, fiscales y salariales), tanto desde una perspectiva de largo plazo como en respuesta a perturbaciones económicas.

Las medidas estadísticas estándar, como las desviaciones típicas, sugieren que la dispersión de la inflación entre los países de la zona del euro ha sido comparable, en general, con la observada entre las distintas regiones de Estados Unidos. Hasta el estallido de la crisis de 2008, los diferenciales de inflación en la zona del euro fueron persistentes, en el sentido de que muchos países mantenían sistemáticamente brechas de inflación positivas o negativas frente a la media de la zona.

El gráfico 1 (panel izquierdo) muestra que durante el período 2002-2008 los países con el mayor

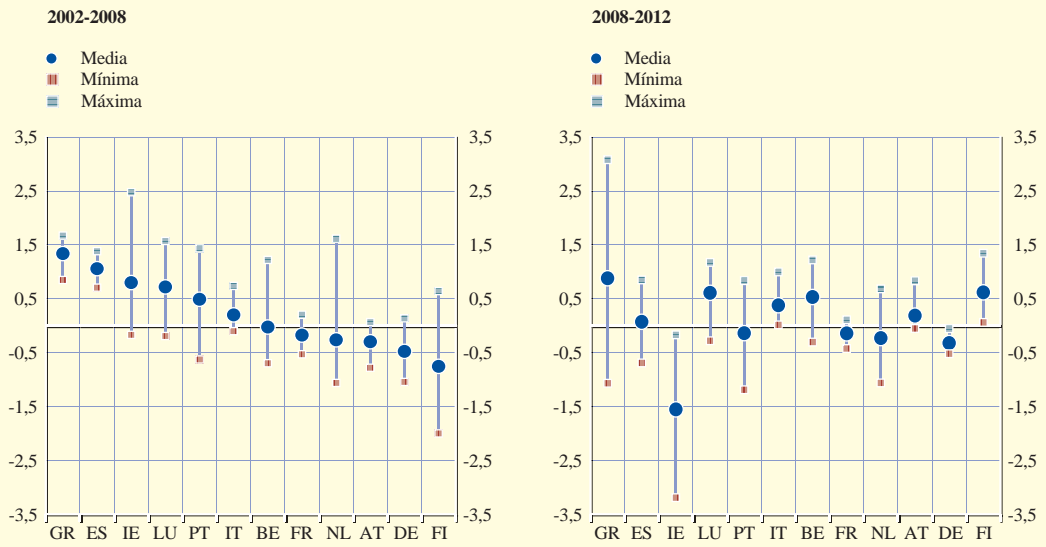
diferencial de inflación medio absoluto frente a la zona del euro eran también los países en los que dichos diferenciales seguían siendo persistentemente positivos o negativos. En muchos casos, esta persistencia reflejaba una evolución insostenible. En el período posterior a 2008 (véase gráfico 1, panel derecho), deja de observarse este patrón sistemático. El proceso de reequilibrio que se ha registrado durante este período ha supuesto que, en algunos países, la tasa de inflación media haya caído por debajo de la media de la zona, mientras que en otros haya crecido por encima de ella. En Alemania y en los Países Bajos, la tasa de inflación se ha situado por debajo de la media de la zona en ambos períodos.

Conocer la magnitud, la persistencia y los determinantes de los diferenciales de inflación es de una importancia crucial para poder valorar adecuadamente la dinámica de la inflación a escala de la zona y diseñar la política monetaria<sup>1</sup>. En este contexto, en este artículo se analizan algunos factores fundamentales que han determinado los diferenciales de inflación en la última década, haciendo una distinción entre el período anterior a

<sup>1</sup> Véase P. Angelini, P. Del Giovane, S. Siviero y D. Terlizzese, «Monetary Policy Rules for the Euro Area: What Role for National Information?», *Working Papers*, n.º 457, Banca d'Italia, febrero de 2002.

## Gráfico | Inflación medida por el IAPC: desviación con respecto a la zona del euro

(puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat, Comisión Europea y cálculos del BCE.

Nota: Los países se presentan en orden descendente según el diferencial frente a la zona del euro en el período 2002-2008. Para 2012 se han utilizado las previsiones de la Comisión Europea.

2008 y el proceso de reequilibrio en el período posterior a 2008<sup>2</sup>.

El artículo se estructura como sigue. En la sección 2 se presenta una visión general de los factores que pueden dar lugar a diferenciales de inflación. En las secciones 3 y 4 se examina, respectivamente, la relevancia de tales factores durante el período de «desequilibrio» 2002-2008 y durante el período de «reequilibrio» 2008-2012. La sección 5 concluye con algunas consideraciones de política monetaria.

## 2 DIFERENCIALES DE INFLACIÓN: ¿POR QUÉ SE PRODUCEN Y POR QUÉ PERSISTEN?

Hay muchos factores que pueden dar lugar a diferenciales de inflación y hacer que persistan en el tiempo. Una manera posible de diferenciar distintos conjuntos de factores es según el horizonte temporal sobre el que es probable que dejen sentir sus efectos: factores estructurales o a largo plazo, factores cíclicos o a medio plazo y factores transitorios o a corto plazo.

## FACTORES ESTRUCTURALES

Varios factores pueden generar diferenciales de inflación persistentes. Un factor destacado es la convergencia de los niveles de precios que es de esperar, hasta cierto punto, al menos en los bienes y servicios comerciables: cuanto más bajo sea el precio de un bien comerciable en un país de la zona del euro dado, mayor será la demanda de este producto y más débil la demanda de sustitutos más caros producidos en otros países de la zona. Este mecanismo de competitividad internacional hace que, en los países «baratos», los precios aumenten con más rapidez y que, en los países «caros», se incrementen más despacio, dando lugar con ello a diferenciales de inflación

2 Este artículo incluye a todos los países que se integraron en la zona del euro antes de 2007. Para análisis anteriores de este tema, véanse el recuadro titulado «Diferenciales de inflación en la zona del euro», *Boletín Mensual*, BCE, diciembre de 2000; el informe titulado «Inflation differentials in the euro area: potential causes and policy implications», BCE, septiembre de 2003; y el artículo titulado «La política monetaria y los diferenciales de inflación en un área monetaria heterogénea», *Boletín Mensual*, BCE, mayo de 2005.

Otro mecanismo de convergencia que puede crear, teóricamente, diferencias duraderas en las tasas de inflación de los distintos países es el efecto Balassa-Samuelson<sup>3</sup>, que puede manifestarse en economías con un crecimiento desigual de la productividad del trabajo en los sectores comerciable y no comerciable: la competencia internacional entre países, especialmente en un área monetaria, debería garantizar, en teoría, que no se produzcan presiones inflacionistas sustanciales y divergentes en el sector comerciable como consecuencia de la ley de precio único. Así, pues, según este enfoque, la productividad del trabajo del sector comerciable, que habitualmente es más elevada, se traduce en mayores salarios reales de equilibrio mediante la subida de los salarios nominales. Suponiendo que en un país exista una movilidad laboral perfecta, los salarios nominales más elevados del sector comerciable deberían contribuir, entonces, a empujar al alza los salarios nominales del sector no comerciable. En consecuencia, si el crecimiento de la productividad laboral fuera menor en el sector no comerciable, los precios de dicho sector aumentarían con más rapidez para evitar que el crecimiento de los salarios reales superara el crecimiento de la productividad del trabajo, ejerciendo presiones al alza sobre la inflación.

Los cambios en la estructura de la economía y en la regulación de los mercados de trabajo y de productos pueden dar lugar también a diferenciales de inflación persistentes en un área monetaria. Por ejemplo, una reducción de la protección del empleo o de las prestaciones por desempleo puede ejercer presiones a la baja sobre los salarios y, por lo tanto, generar un diferencial de inflación negativo en relación con otros países, que podría durar un período de tiempo relativamente prolongado. Del mismo modo, la desregulación que aumenta el grado de competencia en los mercados de bienes y servicios puede hacer descender el margen de los precios sobre los costes de las empresas y ocasionar con ello un diferencial de inflación negativo en relación con otros países. La aparición de diferenciales de inflación puede reflejar, por consiguiente, no solo una evolución adversa de los países con una inflación más alta, sino también una evolución favorable de los países con una inflación más baja.

Los diferenciales de inflación pueden surgir, asimismo, porque las estructuras económicas son diferentes: si los salarios y/o los precios se ajustan con distintos grados de flexibilidad en el período posterior a una perturbación (por ejemplo, un aumento de los precios del petróleo), pueden persistir diferenciales de inflación entre los países<sup>4</sup>.

### FACTORES CÍCLICOS

Los diferenciales de inflación en una unión monetaria también pueden aparecer si los ciclos económicos de los países no están sincronizados o sus escalas son muy diferentes: normalmente se espera que los países con economías en plena expansión, debido, por ejemplo, a burbujas del precio de los activos o a políticas fiscales expansivas insostenibles, registren una inflación más elevada que los países cuyas economías crecen por debajo del potencial.

El grado de persistencia de estos diferenciales de inflación «cíclicos» depende claramente, entre otros aspectos, de la velocidad a la que los canales de competitividad cumplen su papel equilibrador. Si el canal de competitividad actúa con mucha rapidez, las condiciones cíclicas volverán a alinearse con la media de la zona del euro con relativa celeridad.

Por el contrario, una posible fuente de persistencia de los diferenciales de inflación podría provenir del funcionamiento procíclico del canal de «tipos de interés reales». En la medida en que las expectativas de inflación a escala nacional se vean afectadas por las condiciones cíclicas del país y, por lo tanto, respondan con fuerza al historial de inflación de dicho país, el tipo de interés real *ex ante* será más reducido en un país que esté experimentando un período de expansión prolongado. Como resultado, la demanda interna se verá impulsada aún más y los diferenciales de inflación podrían durar más que en otra situación distinta.

3 Para consultar la evidencia del efecto Balassa-Samuelson en los primeros años de la UEM, véase M. Wagner, «The Balassa-Samuelson Effect in “East & West”. Differences and Similarities», *Economics Series*, n.º 180, Institute for Advanced Studies, diciembre de 2005.

4 Véase, por ejemplo, S. A. Fahr y F. Smets, «Downward Wage Rigidities and Optimal Monetary Policy in a Monetary Union», *Scandinavian Journal of Economics*, n.º 112, 2010, pp. 812-840.

## FACTORES TRANSITORIOS

También hay fuentes de diferenciales de inflación que tienden a ser de corta duración. Una de ellas es, por ejemplo, el efecto distinto que las perturbaciones de precios de las materias primas pueden tener sobre los niveles de precios de los diferentes países. Este efecto desaparece de las tasas de inflación interanuales al cabo de un año. Los efectos de corta duración pueden estar relacionados, asimismo, con cambios en los precios administrados y en los impuestos indirectos (por ejemplo, los tipos del impuesto sobre el valor añadido) distintos de un país a otro. El que los diferenciales de inflación causados por tales factores persistan en horizontes de medio plazo depende de la prevalencia de los denominados efectos de segunda vuelta, es decir, la me-

didada en que perturbaciones de carácter transitorio sobre la inflación tengan efectos adversos sobre los salarios y los precios en etapas posteriores y propicien cambios en las expectativas de inflación.

## 3 FACTORES DETERMINANTES DE LOS DIFERENCIALES DE INFLACIÓN EN EL PERÍODO 2002-2008

En esta sección se analizan algunos de los principales factores que contribuyeron a la aparición y persistencia de diferenciales de inflación en la zona del euro en el período 2002-2008. Debido a la multitud de factores que pueden existir en un momento dado, el análisis es necesariamente selectivo. El recuadro 1 examina cómo la relevancia de los factores puede determinarse con la ayuda de un modelo econométrico.

### Recuadro 1

#### IDENTIFICACIÓN DE LOS FACTORES CLAVE DETERMINANTES DE LOS DIFERENCIALES DE INFLACIÓN EN LA ZONA DEL EURO DURANTE EL PERÍODO 2002-2008

Los diferenciales de inflación entre un Estado miembro y la zona del euro en su conjunto pueden deberse a muchos factores, y es probable que el conjunto concreto de factores difiera de un Estado miembro a otro. Al mismo tiempo, es importante saber cuáles de estos factores son más comunes y, por lo tanto, más accesibles inmediatamente para formular consideraciones de política monetaria a escala de la zona. En este recuadro se describen algunos resultados empíricos relativos a la identificación de factores clave comunes a los Estados miembros que han determinado los diferenciales de inflación de la zona del euro en el período anterior a la crisis de 2008.

El enfoque empírico se basa en un modelo dinámico de datos de panel estimado con datos anuales para 11 países de la zona del euro (Bélgica, Alemania, Irlanda, Grecia, España, Francia, Italia, los Países Bajos, Austria, Portugal y Finlandia) durante el período 2002-2008. La especificación estimada es:<sup>1</sup>

$$\pi_{it} = -0,05 \times \text{precio}_{it-1} + 0,71 \times E\pi_{it+1} + 0,21 \times \text{brechadeproducción}_{it} + 0,18 \times \text{primaderiesgo}_{it} + 0,18 \times \text{precioadministrado}_{it} + \alpha_i + \varepsilon_{it}$$

donde  $\pi_{it}$  representa la tasa de inflación del país  $i$  en el año  $t$ ,  $\text{precio}_{it-1}$  es el nivel de precios retardado en el país  $i$ ,  $E\pi_{it+1}$  es la previsión de inflación de Consensus Economics para el siguiente año natural procedente de la encuesta de diciembre,  $\text{brechadeproducción}_{it}$  representa el componente cíclico del PIB (extraído mediante el filtro Hodrick-Prescott con datos desde el inicio de la serie temporal del PIB anual de Eurostat),  $\text{primaderiesgo}_{it}$  expresa la distancia entre la prima de riesgo del país (la diferencia entre los tipos de interés de la deuda pública a diez años y los tipos del bono alemán

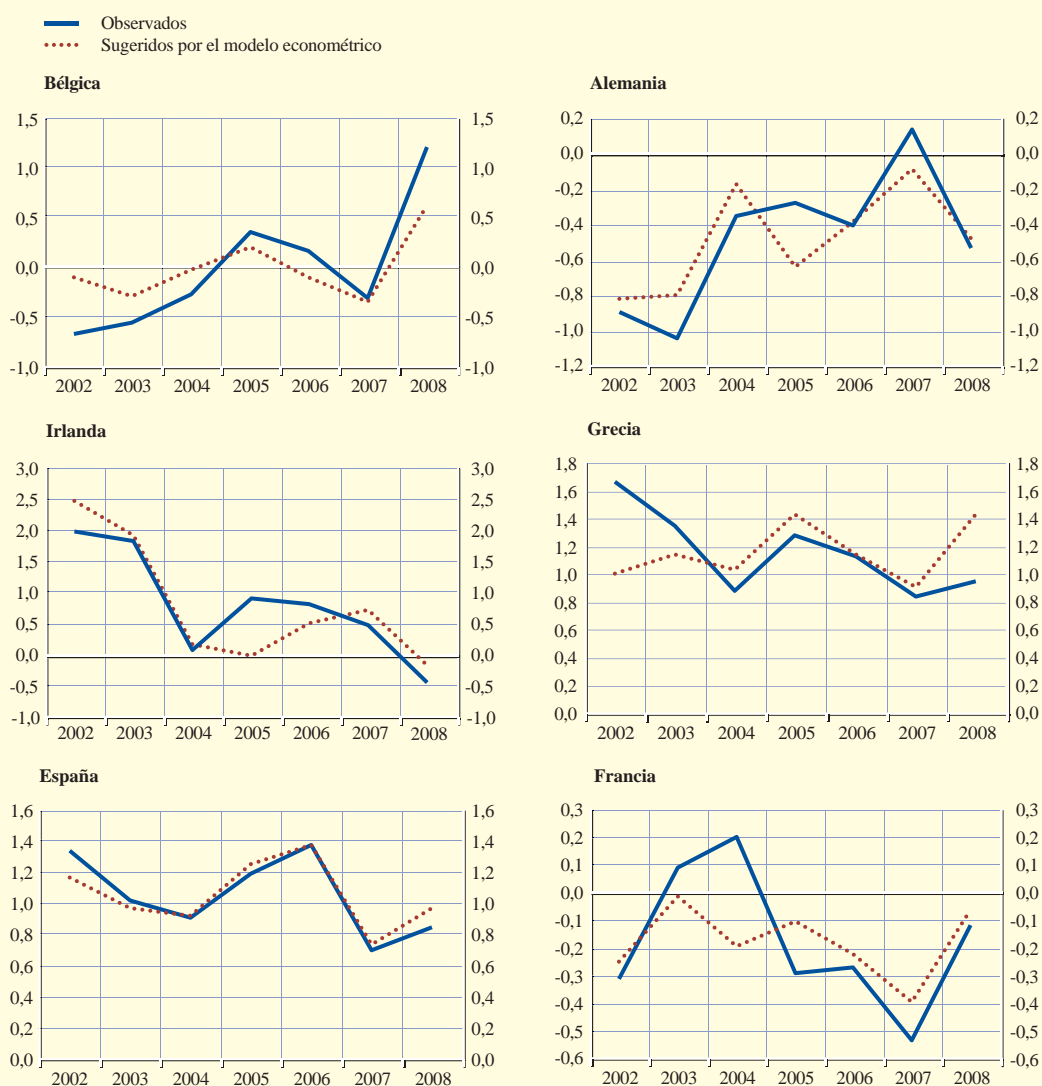
1 El método de estimación es el Método Generalizado de Momentos en dos etapas (véase R. Blundell y S. R. Bond, «Initial Conditions and Moments Restrictions in Dynamic Panel Data Models», *Journal of Econometrics*, n.º 87, 1998, pp. 115-143).

a diez años) y su tendencia a largo plazo (extraída mediante el filtro Hodrick-Prescott con datos desde 1993) y  $precioadministrado_{it}$  es la tasa de inflación de los precios administrados publicada por Eurostat. Todas las variables están incluidas como desviaciones con respecto a las medias de la zona del euro. El término  $\alpha_i$  capta los efectos fijos del país, en tanto que  $\varepsilon_{it}$  es el término de error.

El modelo es capaz de aproximar el patrón de los diferenciales de inflación en la zona del euro a nivel de países (véase gráfico). Se observa un impacto negativo significativo de las diferencias en los niveles de precios (es decir, los países con unos niveles de precios relativos más bajos experimentaron diferenciales de inflación positivos), si bien la magnitud de este impacto negativo es relativamente reducida,

### Diferenciales de inflación observados en la zona del euro y diferenciales sugeridos por el modelo econométrico

(puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

## Diferenciales de inflación observados en la zona del euro y diferenciales sugeridos por el modelo econométrico (cont.)

(puntos porcentuales)

— Observados  
 ..... Sugeridos por el modelo econométrico



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

lo que sugiere que los precios nacionales convergieron hacia los niveles de la zona del euro a un ritmo bastante lento. En lo que se refiere a las variables cíclicas, los resultados apuntan a un impacto positivo de las expectativas de inflación a corto plazo y de la brecha de producción (aunque esta última no es estadísticamente significativa), lo que indica que el ciclo económico ha tenido efectos significativos sobre los diferenciales de inflación durante el período 2002-2008. El coeficiente de la variable prima de riesgo no es estadísticamente significativo, lo que sugiere que el efecto de esta variable sobre los diferenciales de inflación puede transmitirse a través de las variables cíclicas y del efecto fijo de país. Por último, se constata un coeficiente significativamente positivo para los precios administrados, y su magnitud es coherente con la importancia relativa del conjunto de bienes y servicios con precios administrados de la cesta del IAPC.

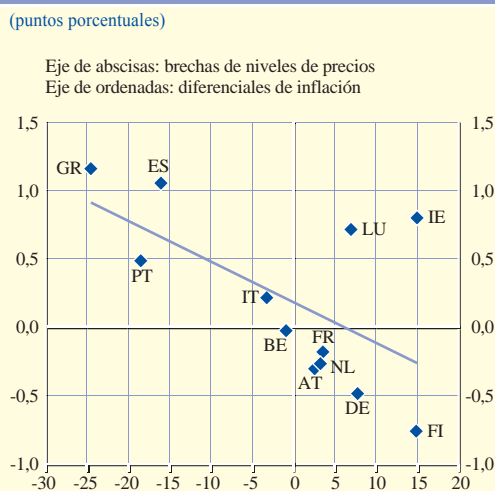
El modelo empírico contrastó la importancia de muchos otros determinantes potenciales de los diferenciales de inflación, pero observó que su contribución no era estadísticamente significativa a nivel de la zona del euro<sup>2</sup>. Este resultado sugiere que, si bien algunas de estas variables pueden ser importantes a nivel de país, no son significativas a escala de la zona del euro. Sin embargo, este hecho podría deberse a relaciones más complejas entre estas variables y los diferenciales de inflación (por ejemplo, efectos no lineales o no contemporáneos), o a que sus efectos se transmiten principalmente a través de otra variable correlacionada. Así pues, conviene ser cautos a la hora de interpretar estos resultados, ya que es difícil modelizar todas las posibles interacciones de las variables mencionadas y encontrar todas las relaciones casuales teóricas confirmadas por los datos. Por consiguiente, un análisis de los diferenciales de inflación en la zona del euro debería examinar también un conjunto más amplio de factores y no solo las variables significativas encontradas en el análisis empírico.

2 La lista de variables adicionales incluye variaciones en el índice de legislación de protección del empleo de la OCDE, cambios en las prestaciones por desempleo, variaciones en el índice de legislación de los mercados de productos de la OCDE, cambios en el índice de barreras a la competencia en el mercado de servicios de la OCDE, el componente cíclico de la participación de las rentas del trabajo de la OCDE, los déficits públicos ajustados de ciclo (en porcentaje del PIB) y cambios en los tipos del IVA (reducido y estándar). Todas las variables se construyen como desviaciones con respecto a las medias de la zona del euro.

## CONVERGENCIA DE LOS NIVELES DE PRECIOS

En los primeros años de la UEM, los diferenciales de inflación estuvieron asociados principalmente al proceso de convergencia nominal de los países inmersos en dicho proceso. Estos efectos de convergencia, que funcionaban a través de los precios, se volvieron menos importantes después de los años iniciales, pero aún son visibles.

**Gráfico 2 Diferenciales medios de inflación interanual desde 2002 hasta 2008 y brechas de niveles de precios en 2002**  
(puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: La línea azul pálido representa la regresión lineal entre las dos variables.

El gráfico 2 muestra la relación entre los diferenciales medios de inflación interanual de los distintos países desde 2002 a 2008 y la brecha de precios entre cada país y la zona del euro en 2002. La pendiente negativa de esa relación es coherente con cierto grado de convergencia de los niveles de precios en la zona del euro: los países cuyo nivel de precios era relativamente bajo han registrado tasas de inflación relativamente más altas, como es el caso, por ejemplo, de Grecia, España y Portugal. Luxemburgo e Irlanda son los dos únicos países en los que se observó un diferencial medio de inflación positivo partiendo de un nivel de precios superior a la media de la zona del euro en 2002<sup>5</sup>.

## CICLO ECONÓMICO Y FACTORES CÍCLICOS

Los ciclos económicos de los países de la zona del euro antes de que estallara la crisis de 2008 incluían algunos países que experimentaban una expansión insostenible (por ejemplo, Irlanda, Grecia y España), mientras que en otros países el crecimiento económico era relativamente débil y más

5 Sin embargo, no debe esperarse la plena convergencia del nivel de precios en la zona del euro, ya que muchos bienes y servicios no son perfectamente comerciables. Por ejemplo, el mercado de servicios sigue caracterizándose por barreras significativas a la competencia, en cuyo caso su precio no se igualaría entre fronteras, sino que seguiría vinculado en el largo plazo a los niveles de la renta real de la población de cada país (véase M. Andersson, K. Masuch y M. Schiffbauer, «Determinants of inflation and price level differentials across the euro area countries», *Working Paper Series*, n.º 1129, BCE, diciembre de 2009).

lento. Tales diferencias cíclicas pueden reflejar, en parte, los considerables cambios en los tipos de interés reales observados en algunos países a finales de la década de los noventa, siendo los países periféricos los que registraron unas caídas más significativas.

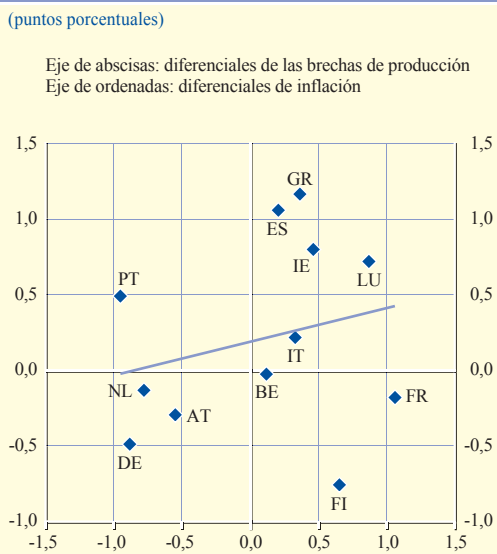
Los indicadores de la posición cíclica de un país utilizados habitualmente son la brecha de producción (la expansión económica se asocia con frecuencia a que el producto aumenta por encima de su potencial), los costes laborales (los salarios tienden a crecer más cuando hay poco paro) y las expectativas de inflación (la tasa de inflación tiende a ser más alta cuando la demanda es elevada). La brecha de producción suele emplearse para aproximar las presiones sobre los costes a lo largo del ciclo económico. Los países con un PIB real por encima del PIB potencial experimentarían, *ceteris paribus*, aumentos de costes y de precios más rápidos que otros países con un producto inferior al potencial<sup>6</sup>. Sin embargo, las estimaciones de la brecha de producción suelen estar sometidas a un grado significativo de incertidumbre, por lo que sería conveniente utilizarlas con cautela.

El gráfico 3 muestra la relación entre los diferenciales medios de inflación interanual de los distintos países y los diferenciales de las brechas medias de producción en relación con la media de la zona del euro durante el periodo 2002-2008. Los datos sugieren que las distintas posiciones cíclicas han sido, probablemente, las que han sostenido los diferenciales de inflación en el conjunto de la zona del euro. La pujante expansión económica en muchos países (por ejemplo, Irlanda, Grecia, España y Luxemburgo) estuvo acompañada de diferenciales de inflación positivos, mientras que las brechas de producción negativas en otros Estados miembros (por ejemplo, Alemania, Países Bajos y Austria) estuvieron asociadas a diferenciales de inflación más reducidos e incluso negativos.

Un segundo indicador de utilidad de la posición cíclica de un país es la tasa de crecimiento de los costes

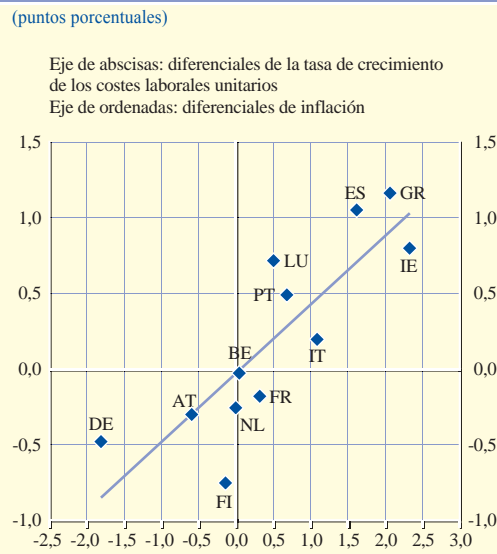
6 El enfoque estándar para la determinación de la inflación a la frecuencia del ciclo económico es la curva de Phillips neok Keynesiana. En este enfoque, la inflación se ve afectada principalmente por dos determinantes: los costes de las empresas y las expectativas de inflación. Véase, por ejemplo, J. Gali y M. Gertler, «Inflation Dynamics: A Structural Econometric Analysis», *Journal of Monetary Economics*, n.º 44, 1999, pp. 195-222.

**Gráfico 3 Diferenciales medios de inflación interanual y diferenciales medios de las brechas de producción desde 2002 hasta 2008**



Fuentes: Eurostat, Comisión Europea y cálculos del BCE.  
Nota: La línea azul pálido representa la regresión lineal entre las dos variables.

**Gráfico 4 Diferenciales medios de inflación interanual medida por el IAPC y diferenciales de la tasa de crecimiento media de los costes laborales unitarios nominales desde 2002 hasta 2008**



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.  
Nota: La línea azul pálido representa la regresión lineal entre las dos variables.

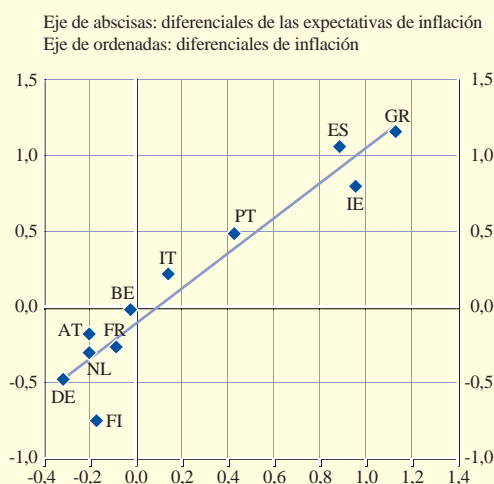


laborales unitarios. Como se muestra en el gráfico 4, es evidente que las diferencias entre los distintos países de la zona del euro en relación con la evolución de los costes laborales unitarios han estado asociadas positivamente a diferencias en las tasas de inflación medidas por el IAPC durante el mismo período. Ello sugiere que los países que experimentaron un período de pujante expansión económica registraron incrementos de costes y de precios más significativos que el resto de la zona del euro (véase el recuadro 2 para una descomposición de las presiones de los costes internos en los países de la zona).

Los diferenciales de inflación pueden estar correlacionados, asimismo, con un tercer indicador del ciclo económico, las expectativas de inflación, debido a los efectos del canal de tipos de interés reales (véase la sección 2). Si, *ceteris paribus*, unas expectativas de inflación relativamente elevadas reducen el coste real del endeudamiento para los hogares y las empresas, un consumo y una inversión más elevadas podrían provocar un auge transitorio de la actividad económica y presiones inflacionistas al alza.

**Gráfico 5** Diferenciales medios de inflación interanual y diferenciales medios de las expectativas de inflación a corto plazo desde 2002 hasta 2008

(puntos porcentuales)



Fuentes: Consensus Economics y cálculos del BCE.

Notas: Las expectativas de inflación corresponden al siguiente año natural y se obtienen de los números de Consensus Economics de enero. Consensus Economics no facilita información sobre las expectativas de inflación en Luxemburgo. La línea azul pálido representa la regresión lineal entre las dos variables.

El gráfico 5 muestra los diferenciales de inflación y de las expectativas de inflación a un año vista y muestra que estos últimos parecen estar altamente correlacionados con los primeros.

El principal determinante que subyace a las diferencias en las posiciones cíclicas podría guardar relación con unas primas de riesgo excesivamente bajas, definidas aquí como el diferencial entre el rendimiento de la deuda pública a diez años y el del bono alemán a diez años. El paso a la tercera fase de la UEM dio lugar a unos tipos de interés muy bajos en una serie de países en los que la inflación y los tipos de interés nominales se habían situado sistemáticamente por encima de la media de la zona del euro antes de 1999. La reducción de los costes financieros y un mayor grado de integración con los mercados de capitales del resto de la zona del euro puede haber contribuido a este resultado, pero la mayor parte de este efecto provino de la creencia de los mercados de que el riesgo-país era casi el mismo para todos los emisores soberanos que habían experimentado el proceso de convergencia y que participaban en el tercera fase de la UEM<sup>7</sup>.

En varios países, los hogares y las empresas aprovecharon la oportunidad que les brindaban los bajos tipos de interés para endeudarse a costes favorables. Así pues, el consumo y la inversión aumentaron en dichos países, respaldando el crecimiento de la demanda y del producto agregados, e impulsando la inflación de los precios de consumo y del precio de los activos. En algunos de ellos, la acusada subida de los precios de la vivienda estimuló aún más la demanda interna y de ese modo presionó adicionalmente al alza la inflación de precios de consumo<sup>8</sup>.

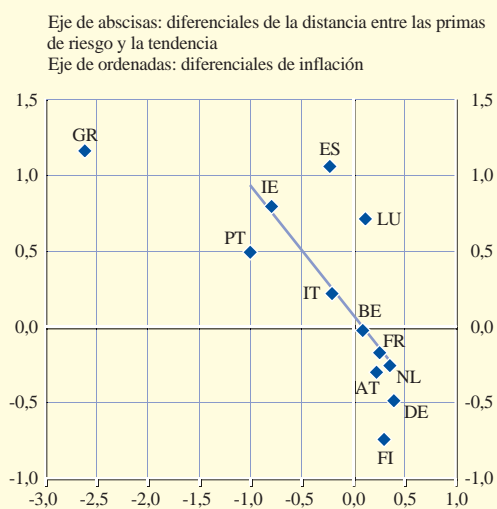
Cada rombo del gráfico 6 muestra en el eje vertical el diferencial de inflación medio de un Estado miembro correspondiente al período 2002-2008. En el eje horizontal, cada rombo representa la distancia

7 Véase G. Fagan y V. Gaspar, «Adjusting to the euro», *Working Paper Series*, n.º 716, BCE, enero de 2007.

8 Este efecto cíclico puede haber reforzado la convergencia de los niveles de precios en los países cuyo nivel de precios era más bajo que el de la media de la zona del euro en 2002 y que luego experimentaron una pronunciada expansión económica en el período 2002-2008. También puede ayudar a explicar por qué los precios en Irlanda siguieron subiendo por encima de la media de la zona del euro.

**Gráfico 6 Diferenciales medios de inflación interanual y diferenciales de la distancia media entre la prima de riesgo de los países y su tendencia a largo plazo desde 2002 hasta 2008**

(puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat, BCE y cálculos del BCE.

Notas: La prima de riesgo se define como el diferencial entre el rendimiento de la deuda pública a diez años y el del bono alemán a diez años. Se utiliza el filtro Hodrick-Prescott para extraer la tendencia a largo plazo de cada serie temporal de primas de riesgo de los países durante el período 1993-2011. La línea azul pálido representa la regresión lineal entre las dos variables.

media entre la prima de riesgo del país y su tendencia a largo plazo menos la distancia media entre la prima de riesgo de la zona del euro y su tendencia a largo plazo<sup>9</sup>. Por consiguiente, los valores negativos del eje horizontal implican que la prima de riesgo de los países estaba muy por debajo de su tendencia a largo plazo en relación con la zona del euro en su conjunto. El gráfico muestra una relación negativa entre estas dos variables: los países cuya prima de riesgo estaba muy por debajo de su tendencia a largo plazo experimentaron un auge de la demanda interna más pronunciado, que propició la aparición de diferenciales de inflación positivos. Esto parece ser lo que ocurrió especialmente en Grecia, pero también en Irlanda y Portugal y, en menor medida, España.

#### LA INFLUENCIA DE OTROS FACTORES

A la hora de explicar los diferenciales de inflación de la zona del euro en el período 2002-2008, la evidencia que se presenta en esta sección sugiere

que es probable que las diferentes posiciones cíclicas hayan influido en ellas. Las influencias a largo plazo, como la convergencia de los niveles de precios, también han contribuido. No obstante, esto no significa que otros factores no hayan sido relevantes durante este período, especialmente en los distintos países. Es posible que las reformas estructurales de los mercados de trabajo y de productos hayan favorecido diferenciales de inflación negativos en Alemania, los Países Bajos y Austria, mientras que reformas relativamente más tímidas pueden ayudar a explicar la existencia de niveles de inflación más elevados en países tales como Grecia, España y Portugal. Las rigideces en los salarios reales pueden haber contribuido a la persistencia de los diferenciales de inflación en Bélgica, España y Luxemburgo debido a las cláusulas de indicación salarial.

Los posiciones fiscales ajustadas de ciclo más elevadas en relación con la zona del euro se han visto acompañadas de diferenciales de inflación negativos en Bélgica, Alemania (después de 2004), los Países Bajos, Austria y Finlandia, mientras que los déficits fiscales ajustados de ciclo superiores a la media pueden haber contribuido a diferenciales de inflación positivos, sobre todo en Grecia y, en menor medida, Portugal.

En el período 2002-2008, también se pudo observar el impacto de los distintos cambios registrados en los precios administrados de los países de la zona del euro sobre los diferenciales de inflación a corto plazo. Los países que habían subido los precios administrados significativamente más rápido que los demás (por ejemplo, Irlanda, Luxemburgo y Portugal) experimentaron diferenciales de inflación positivos con respecto a la zona del euro.

Por último, los cambios en los impuestos indirectos podrían ayudar también a explicar algunos diferenciales de inflación de carácter temporal. En

<sup>9</sup> La prima de riesgo de la zona del euro se calcula como media ponderada de las primas de riesgo específicas de cada país, siendo las ponderaciones iguales a las ponderaciones del IAPC que varían en el tiempo. Se utiliza el filtro Hodrick-Prescott para obtener la tendencia a largo plazo de cada serie temporal de primas de riesgo durante el período 1993-2011 ( $\lambda=1400$ ). Estas estimaciones de la tendencia a largo plazo de las primas de riesgo tienen un nivel significativo de incertidumbre, por lo que conviene tratarlas con cautela.

Alemania, por ejemplo, el Gobierno aumentó considerablemente los impuestos indirectos en 2007, y los diferenciales de inflación del país, que habían sido tradicionalmente negativos, pasaron a ser ligeramente positivos en ese año. En 2008, sus diferenciales de inflación volvieron a ser negativos por la influencia de los factores más persistentes descritos anteriormente.

#### 4 DIFERENCIALES DE INFLACIÓN DESPUÉS DE 2008: EL PAPEL DEL REEQUILIBRIO

Desde 2008, en los países que habían acumulado previamente importantes desequilibrios macroeconómicos y diferenciales de inflación positivos frente a la zona del euro está en marcha un proceso de ajuste que ha provocado la adopción de importantes reformas de carácter fiscal, financiero y estructural. Este proceso de reequilibrio no ha logrado todavía que la inflación sea más baja que la media de la zona en todos los países que tenían previamente una inflación elevada (véase gráfico 2). De hecho, las esperadas presiones a la baja sobre la inflación derivadas del acusado ajuste a la baja de la demanda interna y de un aumento de la tasa de paro han sido contrarrestadas, en algunos casos, por las medidas de consolidación fiscal a través de la subida de los impuestos indirectos y de los precios administrados. En otros casos, las rigideces salariales nominales a la baja han limitado el ajuste de la competitividad, impidiendo con ello una reducción significativa de las presiones inflacionistas internas. Al mismo tiempo, en los países que no han resultado afectados por el proceso de ajuste, han prevalecido las presiones inflacionistas al alza en vista de las condiciones cíclicas relativamente más favorables, que posiblemente se vieron reforzadas por el funcionamiento del canal de tipos de interés reales, dado que los tipos de interés nominales cayeron hasta mínimos históricos y las expectativas de inflación se mantuvieron ancladas.

En esta sección se analizan los diferentes factores macroeconómicos y estructurales que han contribuido a la reducción de los diferenciales de inflación en los distintos países de la zona del euro a partir de 2008, o que han actuado en contra.

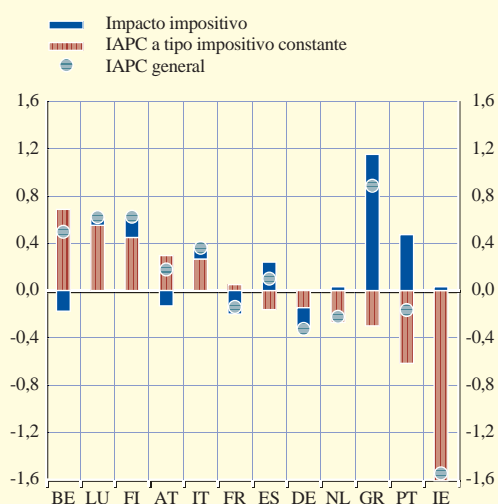
#### EL PAPEL DE LAS MEDIDAS DE CONSOLIDACIÓN FISCAL

Al contrario que en el período 2002-2008, el impacto de los impuestos indirectos desempeñó un papel fundamental a la hora de explicar los diferenciales de inflación en los países de la zona del euro entre 2008 y 2012. El gráfico 7 muestra el impacto impositivo medio sobre la inflación medida por el IAPC en el período 2008-2012 en los distintos países como desviación con respecto a la zona del euro. Este impacto afectó considerablemente en los últimos años<sup>10</sup> al diferencial de inflación de Grecia, España y Portugal y, en menor medida, de Italia y Finlandia. Es probable que los impuestos indirectos sigan siendo un elemento principal de las políticas presupuestarias de los Gobiernos, tanto en lo que se refiere a la consolidación

10 En el caso de Irlanda, no se dispone del IAPC a tipo impositivo constante. El impacto impositivo se ha aproximado mediante la diferencia entre el deflactor del PIB a precios de mercado y el deflactor del PIB a coste de los factores.

**Gráfico 7 Inflación medida por el IAPC desagregada por tipo impositivo constante e impacto impositivo (media entre 2008 y 2012): desviación con respecto a la zona del euro**

(puntos porcentuales)

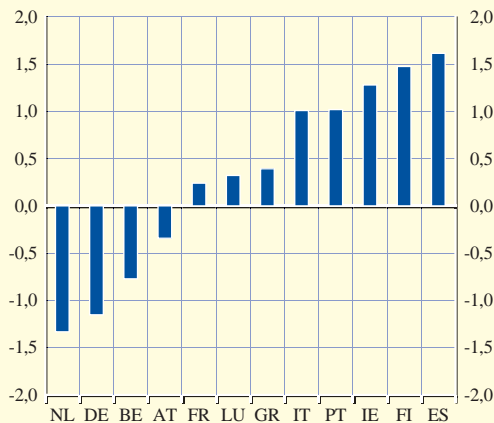


Fuentes: Eurostat, Comisión Europea y cálculos del BCE.

Nota: El IAPC a tipo impositivo constante excluye el posible impacto de los cambios en los impuestos indirectos sobre la inflación general. Se construye suponiendo la transmisión instantánea de las variaciones del tipo impositivo al precio pagado por el consumidor. Los países se presentan en orden descendente según el IAPC a tipo impositivo constante. Las últimas observaciones corresponden a agosto de 2012.

**Gráfico 8 Cambios medios en los precios administrados entre 2008 y 2012: desviación con respecto a la zona del euro**

(puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: Los países se presentan en orden ascendente según los cambios en los precios administrados. Las últimas observaciones corresponden a agosto de 2012.

fiscal necesaria en muchos países como a la tendencia general a reequilibrar la carga fiscal, desde los impuestos directos a los indirectos, a fin de reducir los costes laborales y el sesgo impositivo contrario al ahorro<sup>11</sup>.

Las políticas públicas han venido afectando también a los precios relativos a través de los precios administrados. A la luz de la evidencia presentada en la sección 3, este es un factor que ha sido relevante tanto antes como después de 2008. El gráfico 8 muestra que, entre 2008 y 2012, el aumento de los precios administrados en Irlanda, España, Italia, Portugal y Finlandia ha superado la media de la zona del euro por un amplio margen. En cambio, ha sido significativamente inferior a la media de la zona del euro en Bélgica, Alemania y los Países Bajos.

#### EL PAPEL DEL AJUSTE DE LA COMPETITIVIDAD

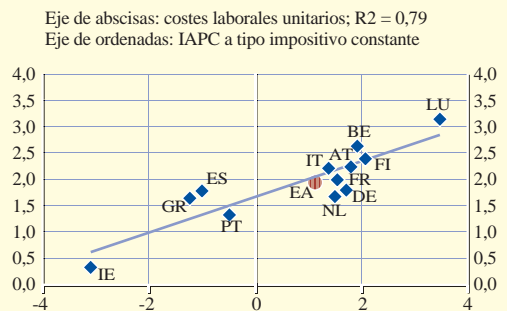
En contraposición con las medidas públicas anteriores, la evolución relativa de los costes laborales unitarios nominales ha sido un factor clave en el reequilibrio de los diferenciales de inflación, al tratar los países de mejorar la competitividad<sup>12</sup>.

El gráfico 9 muestra que la correlación entre la inflación a tipos impositivos constantes y el crecimiento de los costes laborales unitarios ha sido relativamente estrecha desde 2008. Así pues, los países que comenzaron a corregir el crecimiento previamente elevado de los costes laborales unitarios experimentaron al mismo tiempo tasas de inflación más bajas (comparadas con la media de la zona del euro). En cambio, los países con necesidades limitadas o nulas de llevar a cabo ajustes registraron en la mayoría de los casos un crecimiento de los costes laborales unitarios más elevado que en la zona del euro en su conjunto y tasas de inflación superiores a la media. No obstante, la significativa corrección de los costes laborales unitarios observada en los países que estaban llevando a cabo el ajuste no se ha traducido totalmente en una reducción de la inflación a escala nacional, debido en parte a la resistencia de los márgenes de beneficio (recuadro 2).

- 11 Véase el recuadro titulado «Devaluación fiscal: una herramienta de ajuste económico», *Boletín Mensual*, BCE, diciembre de 2011. Véase también Å. Johansson et al. «Taxation and Economic Growth», *OECD Economic Department Working Papers*, n.º 620, OCDE, 2008, que constata que el IVA y los impuestos sobre la propiedad son los impuestos menos perjudiciales para el crecimiento, mientras que los impuestos sobre las rentas del trabajo y de sociedades son los más perjudiciales.
- 12 Véase el artículo titulado «Seguimiento de la evolución de los costes laborales en los países de la zona del euro», *Boletín Mensual*, BCE, noviembre de 2008.

**Gráfico 9 Inflación medida por el IAPC a tipos impositivos constantes y crecimiento de los costes laborales unitarios (media para el período 2002-2008)**

(tasas de variación)



Fuentes: Eurostat, Comisión Europea y cálculos del BCE.

Nota: La línea azul pálido representa la regresión lineal entre las dos variables.

## Recuadro 2

## CONTABILIDAD DE LA INFLACIÓN EN LOS PERÍODOS 2002-2008 Y 2008-2012

En este recuadro se presentan los resultados de un ejercicio de contabilidad de la inflación, que analiza los determinantes principales de los diferenciales de inflación de la zona del euro. El ejercicio descompone las variaciones del deflactor del PIB en contribuciones procedentes de los salarios, los beneficios (medidos por el excedente bruto de explotación) y los impuestos indirectos (netos de subsidios), todos ellos medidos por unidad de producto. En los períodos 2002-2008 y 2008-2012, las principales contribuciones al diferencial entre los distintos países provienen de los costes laborales unitarios (CLU) y del excedente bruto de explotación. Sin embargo, se observa que en el segundo período la contribución de los impuestos indirectos netos al diferencial de inflación ha aumentado significativamente.

Hay que destacar que en Alemania y Finlandia la evolución de los CLU y del excedente bruto de explotación, en ambos casos por debajo de la media, contribuyó a los diferenciales de inflación negativos, en términos de deflactor del PIB, en relación con la media de la zona del euro entre 2002 y 2008. En el segundo período, sin embargo, la dinámica de los CLU se ha fortalecido en relación con la zona del euro en ambos países.

Entre los cuatro países con diferenciales de inflación más elevados en el primer período, la brecha positiva de España y Grecia fue consecuencia de un crecimiento dinámico tanto de los CLU como del excedente bruto de explotación, mientras que la brecha de Irlanda y Portugal se debió solamente a la evolución de los CLU. En el segundo período, puede observarse una inversión de la dinámica del deflactor del PIB en los cuatro países, especialmente en Irlanda. Cabe mencionar que, en el segundo período, la contribución de los beneficios al deflactor del PIB fue muy elevada en relación con la zona del euro en Grecia, España y Portugal, lo que mitigó los ajustes logrados en términos de costes laborales.

## Cuadro A Resultados del ejercicio de contabilidad de la inflación para el período 2002-2008

(puntos porcentuales; salvo indicación en contrario)

	Deflactor del PIB				Costes laborales unitarios		
	Tasa de variación total	Contribuciones al cambio			Tasa de variación total	Contribuciones al cambio	
		Costes laborales unitarios	Excedente bruto de explotación	Impuestos indirectos netos		Remuneración por asalariado	Productividad del trabajo inversa
<i>1=2+3+4</i>	<i>2</i>	<i>3</i>	<i>4</i>	<i>5=6+7</i>	<i>6</i>	<i>7</i>	
<b>Crecimiento interanual medio</b>							
Zona del euro	2,1	0,7	1,0	0,3	1,2	2,2	-1,0
<b>Desviación de la media de la zona del euro</b>							
Bélgica	0,0	-0,7	0,9	-0,2	0,5	0,4	0,1
Alemania	-1,3	-1,1	-0,2	0,0	-1,8	-1,4	-0,4
Irlanda	0,2	0,9	-1,2	0,1	2,2	3,1	-0,9
Grecia	1,3	0,9	0,3	0,0	2,1	2,9	-1,1
España	1,6	0,9	0,8	0,0	1,6	1,1	0,5
Francia	0,0	0,2	-0,2	0,1	0,3	0,6	-0,3
Italia	0,0	-0,1	0,0	0,1	1,0	-0,1	1,1
Países Bajos	0,0	0,1	-0,1	0,0	0,0	0,8	-0,8
Austria	-0,4	-0,3	0,1	-0,2	-0,5	0,0	-0,6
Portugal	0,6	0,4	-0,1	0,3	0,7	0,7	0,0
Finlandia	-0,8	-0,1	-0,7	-0,1	0,0	0,9	-0,9

Fuentes: Comisión Europea, Eurostat y cálculos del BCE.

## Cuadro B Resultados del ejercicio de contabilidad de la inflación para el período 2008-2012

(puntos porcentuales; salvo indicación en contrario)

	Deflactor del PIB				Costes laborales unitarios		
	Tasa de variación total	Contribuciones al cambio			Tasa de variación total	Contribuciones al cambio	
		Costes laborales unitarios	Excedente bruto de explotación	Impuestos indirectos netos		Remuneración por asalariado	Productividad del trabajo inversa
<i>1=2+3+4</i>	2	3	4	<i>5=6+7</i>	6	7	
<b>Crecimiento interanual medio</b>							
Zona del euro	1,3	1,1	0,1	0,2	1,9	2,1	-0,2
<b>Desviación de la media de la zona del euro</b>							
Bélgica	-0,2	0,6	-0,8	-0,1	0,9	0,4	0,4
Alemania	-0,2	0,2	-0,5	0,0	0,4	-0,1	0,5
Irlanda	-2,8	-1,9	-0,1	-0,7	-3,4	-2,3	-1,2
Grecia	0,7	-0,9	1,6	0,0	-1,7	-3,0	1,3
España	-0,2	-1,1	1,2	-0,4	-1,9	0,2	-2,1
Francia	0,1	0,2	-0,2	0,1	0,2	0,0	0,2
Italia	-0,2	1,4	-1,7	0,2	0,2	-0,6	0,8
Países Bajos	-0,2	0,1	0,0	-0,3	0,2	-0,1	0,2
Austria	0,3	0,3	-0,1	0,1	0,6	0,5	0,1
Portugal	-0,3	-0,9	0,7	-0,1	-1,7	-1,3	-0,3
Finlandia	0,8	0,9	-0,4	0,4	1,6	1,1	0,4

Fuentes: Comisión Europea, Eurostat y cálculos del BCE.

Nota: Los datos correspondientes a 2012 proceden de estimaciones de la Comisión Europea.

Si se observa la evolución de los CLU, en el primer período su dinámica relativamente vigorosa con respecto a la media de la zona del euro, especialmente en Irlanda, Grecia y España, se debió a aumentos relativamente elevados de la remuneración por asalariado. En el segundo período, se produjo una notable corrección a la baja de los CLU en los países mencionados y en Portugal. La corrección con respecto a la media de la zona del euro se logró principalmente gracias a reducciones salariales significativas en Irlanda, Grecia y Portugal, mientras que en España estas reducciones se produjeron a través de importantes ganancias en la productividad «aparente», derivadas de la destrucción de empleo. En Italia, que registró acusados aumentos de los CLU en el primer período, no se observó un ajuste significativo de los CLU en el segundo período, debido a que las caídas en la productividad causadas por la recesión no estuvieron acompañadas de ajustes salariales a la baja.

En general, la descomposición muestra el destacado papel desempeñado por el crecimiento de los salarios tanto en la acumulación de desequilibrios como en el reequilibrio de la economía, pero también señala que el reequilibrio de los diferenciales de inflación requiere que los progresos logrados mediante la contención salarial no queden absorbidos por un aumento de los márgenes de beneficios.

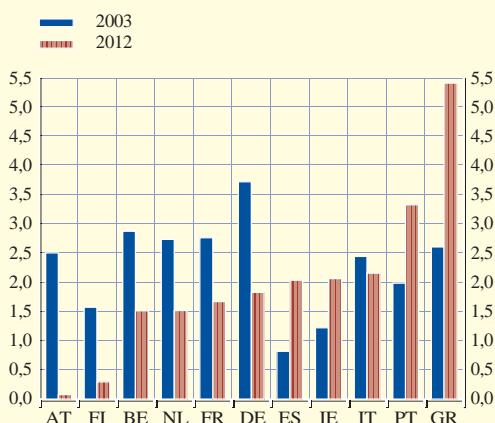
### CONDICIONES CÍCLICAS Y TIPO DE INTERÉS REAL

Las diferentes medidas de las condiciones cíclicas, como la brecha de producción y el nivel de los tipos de interés reales *ex ante*, señalan un impacto muy diferente de las condiciones cíclicas sobre los diferenciales de inflación entre los distintos países. En la mayoría de los países con tipos de interés reales *ex ante* bajos o incluso negativos en el período previo a la crisis se observaron subidas significativas de los tipos de interés de los préstamos *ex ante*

reales al inicio del ajuste en 2008, debido, entre otros factores, al ajuste de las primas de riesgo (véase, por ejemplo, en el gráfico 10 los tipos de interés de los préstamos y créditos aplicado por las entidades de crédito a las sociedades no financieras). Esto frenó, a su vez, el crecimiento del crédito y la demanda interna. El tamaño de la brecha de producción negativa ha contribuido, asimismo, a que se observen tasas de inflación moderadas en esos países en relación con la zona del euro (véase gráfico 11). Sin embargo, no en todos los países con

**Gráfico 10 Tipos de interés reales ex ante de los préstamos y créditos aplicados a las sociedades no financieras**

(porcentajes)



Fuentes: BCE y Consensus Economics.

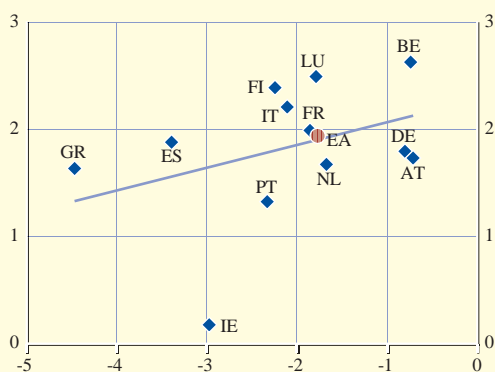
Notas: Los tipos de interés (compuestos) de los préstamos y créditos solo están disponibles a partir de 2003 y no lo están para Luxemburgo. Los países se presentan en orden descendente según el tipo de interés real *ex ante* de los préstamos y créditos en 2012. Las últimas observaciones corresponden a agosto de 2012.

**Gráfico 11 Brecha de producción e IAPC a tipo impositivo constante (media para el período 2008-2012)**

(en porcentaje de la tendencia del PIB; tasas de variación)

Eje de abscisas: brecha de producción

Eje de ordenadas: IAPC a tipo impositivo contante



Fuentes: Eurostat, Comisión Europea y cálculos del BCE.

Nota: la línea azul pálido representa la regresión lineal entre las dos variables.

brechas de producción sustancialmente negativas se registraron reducciones acordes en las tasas de inflación, como hubiera sugerido la correlación históricamente positiva entre la dos variables (véase gráfico 3 en la sección 3). Lo anterior muestra, entre otras cosas, la existencia de rigideces estruc-

turales, que impiden el ajuste necesario de los precios (véase el papel de los márgenes de beneficios en el recuadro 2).

## EL PAPEL DE LAS POLÍTICAS ESTRUCTURALES

La eliminación de las rigideces existentes en los mercados de trabajo y de productos permitirá mantener los beneficios derivados del ajuste cíclico de la competitividad en marcha en estos momentos y reducir los diferenciales de inflación<sup>13</sup>. Muchos de los países que experimentaron pérdidas considerables de competitividad antes de la crisis han empezado a aumentar la flexibilidad de sus mercados de trabajo y de productos. Concretamente, las reformas de los mercados de trabajo han contribuido a lograr cierto grado de flexibilidad salarial a la baja en varios países. En contraposición a los avances realizados en los mercados de trabajo, las medidas adoptadas para mejorar la competencia en el sector no comerciable han sido hasta la fecha mucho más tímidas en la mayoría de los países, lo que ha limitado el ajuste de precios. Los márgenes de beneficios excesivos predominan sobre todo en los sectores orientados al mercado interno (principalmente en las ramas de servicios).

Distintas políticas fiscales, como los recortes de los salarios del sector público, han ayudado a ajustar la competitividad y han ejercido, por lo tanto, presiones a la baja sobre la inflación interna.

## 5 CONCLUSIONES

En este artículo se han identificado los factores que ayudan a explicar la aparición de diferenciales de inflación en los países de la zona del euro durante el período anterior a 2008 y los concurrentes durante el período de «reequilibrio» posterior a 2008. Algunos factores, como las brechas de producción,

13 La evidencia empírica confirma que las reformas encaminadas a eliminar las rigideces facilitarán la supresión de los persistentes diferenciales de inflación. Véanse P. Birioli, G. Mourre y A. Turrini, «Adjustment in the euro area and regulation of product and labour markets: an empirical assessment», *European Economy, Economic Papers*, n.º 428, 2010, y F. Jaumotte y H. Morsy, «Determinants of Inflation in the Euro Area: The Role of Labour and Product Market Institutions», *Working Paper Series*, n.º 12/37, FMI, enero de 2012.

los tipos de interés reales y las primas de riesgo se están comportando en estos momentos de forma opuesta a lo observado en el período anterior a 2008. En general, el proceso de reequilibrio en marcha ha reducido la persistencia previa de los diferenciales de inflación, aunque el impacto inflacionista de algunas medidas de consolidación fiscal necesarias impide una caída más evidente de la inflación en los países que están llevando a cabo ajustes, hasta niveles inferiores a la media de la zona del euro. Así pues, el hecho de que la dispersión de la inflación en el período posterior a 2008 siga siendo elevada es reflejo, en parte, de un bienvenido proceso de ajuste y de reequilibrio.

Para asegurarse de que el reequilibrio siga funcionando y se logre, en última instancia, una menor dispersión de la inflación, las autoridades nacionales tendrán que mostrar una firme determinación a fin de lograr un mayor grado de flexibilidad en todas las regiones de la zona del euro. A más largo plazo, una vez que se hayan ajustado los desequilibrios actuales, una serie de cambios en la gobernanza económica de la zona del euro debería hacer menos probable una nueva y significativa acumulación de desequilibrios macroeconómicos, limitando así el riesgo de que, en el futuro, se observen diferenciales de inflación perjudiciales. Concretamente, en el contexto del nuevo procedimiento de desequilibrio macroeconómico, se debe velar por que los países de la zona del euro adopten las políticas adecuadas para impedir la aparición futura de desequilibrios macroeconómicos.

El marco fiscal reforzado introduce, asimismo, mecanismos de control fundamentales que deberían evitar la reaparición de la fuerte prociclicidad de las políticas fiscales experimentada anteriormente en algunos países. Por lo tanto, las políticas fiscales inadecuadas no deberían ser fuente de presiones inflacionistas internas y de diferenciales de inflación en la zona del euro, siempre que se adopten y apliquen con rapidez las normas presupuestarias más estrictas introducidas en las legislaciones nacionales y que se implemente con celeridad el nuevo marco de gobernanza europeo.

Los diferenciales de inflación que se derivan de ineficiencias estructurales o de políticas nacionales sistemáticamente desajustadas han de ser abordados mediante políticas económicas y fiscales nacionales, y no mediante la política monetaria única.

La mejor contribución que puede hacer la política monetaria para apoyar el proceso de reajuste en la zona del euro es garantizar la estabilidad de precios a medio plazo. Sin embargo, mantener dicha estabilidad requiere salvaguardar el mecanismo de transmisión de la política monetaria en todos los países de la zona del euro. En este sentido, las medidas no convencionales adoptadas por el BCE han asegurado, y siguen asegurando, la transmisión de la orientación de la política del BCE a la economía real en el conjunto de la zona y han evitado que se produzca un ajuste desordenado. Estas medidas se han concebido a fin de preservar los fuertes incentivos necesarios para llevar a cabo ajustes a escala nacional.