

---

# La interpretación de los diferenciales de inflación en la Unión Monetaria

*Este artículo ha sido elaborado por Enrique Alberola, del Servicio de Estudios.*

## 1. INTRODUCCIÓN

Tras el inicio de la Unión Económica y Monetaria (UEM) los diferenciales de inflación persisten entre los países del área del euro, habiéndose situado en 1999 en el entorno de un punto porcentual. Aunque los diferenciales son relativamente reducidos y la evidencia muestra que diferencias de inflación de esta magnitud no son infrecuentes entre las regiones de un país, el análisis de los determinantes de la evolución divergente de los precios entre los países de la UEM resulta relevante al menos por dos razones:

Por un lado, los diferenciales de inflación dentro de la UEM pueden obedecer tanto a factores relacionados con el desequilibrio y las rigideces de la economía, en cuyo caso una mayor inflación se traduciría en una pérdida de competitividad, como a un proceso de convergencia real y de productividad de los países menos desarrollados con respecto a la media europea, situación en la cual los diferenciales de inflación no generarían pérdidas de competitividad ni desequilibrios macroeconómicos; nótese que estas interpretaciones dan lugar a visiones contrapuestas sobre la naturaleza —preocupante en el primer caso, más benigna en el segundo— de los diferenciales de inflación en una unión monetaria.

Por otro lado, en una unión monetaria, por definición, no existe la posibilidad de llevar a cabo ajustes nominales en el ámbito doméstico —a través de la política monetaria o de la devaluación del tipo de cambio—; en el caso de que los diferenciales de inflación respondieran a la interpretación más negativa, es decir, estuvieran asociados a la existencia de rigideces y desequilibrios en la economía, existen razones para esperar que el eventual ajuste tendría mayores efectos en términos reales que cuando existe una política monetaria y cambiaría autónoma.

En este artículo se consideran los argumentos teóricos que subyacen a una y otra interpretación, con el fin de evaluar en la medida de lo posible la naturaleza de los diferenciales de inflación que se vienen observando tras la adopción de la moneda única.

Una conclusión que emerge del análisis es que los diferenciales de inflación observados vienen generados por elementos tanto favorables como desfavorables, cuya importancia relativa es, desafortunadamente, difícilmente

GRÁFICO 1

**Crecimiento del PIB e inflación (IAPC) en la UEM. 1999**

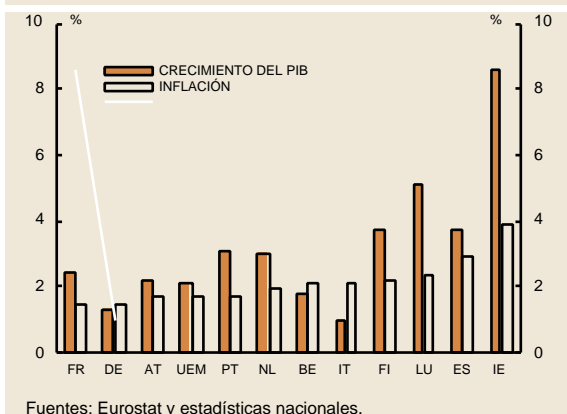
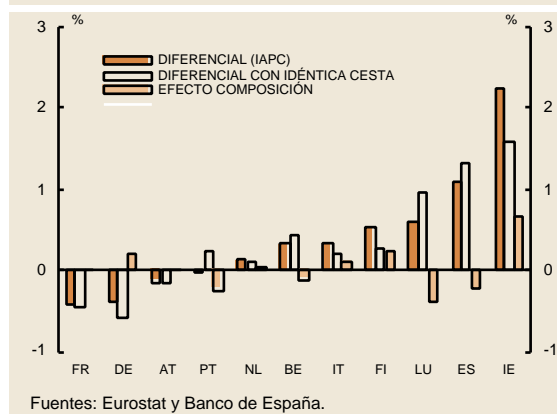


GRÁFICO 2

**Diferenciales de inflación y efecto composición**



cuantificable. En general, puede admitirse que los procesos sostenidos de convergencia real estarán normalmente acompañados, en el medio plazo, por diferenciales de inflación positivos con respecto a los países más desarrollados del área; sin embargo, en el caso de que los diferenciales sean excesivos, en el sentido de que recojan la influencia del inadecuado funcionamiento de los mercados o de los desequilibrios de demanda, el proceso de convergencia puede verse amenazado.

**2. LA MEDICIÓN DE LA INFLACIÓN Y EL EFECTO COMPOSICIÓN**

El gráfico 1, que servirá de referencia a lo largo del artículo, presenta la inflación registrada en el año 1999, según el Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC), junto a la tasa de crecimiento de cada país. El gráfico permite ilustrar que, en general, son los países que más están creciendo los que experimentan mayores tasas de inflación.

Antes de ocuparnos de los factores teóricos que pueden explicar estos diferenciales es conveniente señalar algunos aspectos técnicos que pueden influir en la medición de los diferenciales de inflación entre los miembros de la UEM.

La tasa de inflación de referencia en la UEM viene dada por las variaciones en el IAPC. Este índice pretende homogeneizar la lista de bienes contenidos en las cestas de los IPC nacionales, que presentan en algunos casos importantes disparidades. La armonización no implica, sin embargo, que el peso de cada uno de los bienes en la cesta de consumo sea igual entre países, y de hecho, tal como ocurre en los IPC regionales dentro de España, el peso de cada

bien pretende reflejar su proporción en el gasto de las familias en el área geográfica considerada, en este caso los países del área euro (1).

Los diferentes pesos implican que, aunque los precios de cada uno de los bienes crezcan al mismo ritmo en todos los países, la tasa agregada resultante puede diferir entre países debido a la diferente composición de las cestas. Este *efecto composición*, si es muy importante, puede llegar a distorsionar la valoración que se haga de los diferenciales de inflación, ya que una mayor inflación en un país determinado podría no derivarse de un mayor incremento general de los precios, sino del hecho de que los bienes cuyos precios más hayan aumentado tengan un mayor peso relativo en la cesta de consumo de dicho país.

El gráfico 2 ofrece información que permite discernir, a grandes rasgos, la relevancia de este efecto composición en los diferenciales de inflación observados entre los países de la UEM en el año 1999. La primera columna presenta los diferenciales de inflación medidos por el IAPC; la segunda, los diferenciales que se observarían si los pesos de los países en cada uno de los cinco grandes grupos de bienes fueran los mismos, es decir, si no se tuviera en cuenta el efecto composición; y la tercera columna recoge el efecto composición propiamente dicho, que es simplemente la diferencia entre la primera columna y la segunda. Como se observa, el efecto composición no es, en general, muy relevante, explicando tan solo el 14 % de la varianza de los diferenciales obser-

(1) Así, por ejemplo, el peso de los bienes no elaborados en el IAPC es sustancialmente mayor en España que en el agregado del área (16,3 %, frente a 8,97 %), mientras que es menor en los servicios (30 %, frente a 36 %)

vados. No obstante, este efecto presenta cierta entidad en el caso de España (-0,2 %), Luxemburgo (-0,4 %) o Irlanda (+0,7) (2).

En definitiva, el efecto composición puede ser en algunos casos un factor a considerar para explicar los diferenciales de inflación, pero no es fundamental, pues los diferenciales de inflación persisten después de considerarlo, tal como muestra la segunda columna del gráfico 2.

### 3. LA HIPÓTESIS DE CONVERGENCIA

Una vez se ha mostrado que el modo de medir la inflación dentro del área no afecta sustancialmente a la magnitud de los diferenciales, se pueden abordar los argumentos teóricos utilizados para explicarlos.

A pesar de que generalmente se admite que la inflación conlleva unos costes que reducen la capacidad de crecimiento de la economía, existen argumentos teóricos que cuentan con un cierto respaldo empírico y que permiten demostrar que, en una unión monetaria, un mayor crecimiento puede dar lugar a unos diferenciales de inflación positivos (3). Bajo este prisma, los diferenciales de inflación pueden ser considerados como consustanciales a los procesos de convergencia e integración que economías como la española están disfrutando y, por lo tanto, se descarta la posibilidad de que tales diferenciales puedan reflejar problemas estructurales o de competitividad de la economía. A continuación se exponen brevemente estos argumentos y se valoran las críticas a las que son sometidos.

#### 3.1. Convergencia en rentas y en niveles de precios

El primer argumento parte de la observación de que los países con mayor nivel de renta

(2) En España, el efecto composición negativo se explica básicamente por el menor peso de dos de los grupos con mayores incrementos de inflación en el último año: servicios y, en especial, bienes energéticos.

(3) Es importante subrayar que, como se desarrolla a continuación, el mecanismo de causación en este caso es inverso y de signo contrario al de la teoría de los costes de la inflación: no es la inflación la que afecta al crecimiento, sino el mayor crecimiento el que, endógenamente, genera una mayor inflación. De cualquier modo, ambos tipos de argumentos son compatibles entre sí en la práctica. De hecho, aunque los trabajos empíricos sobre la relación entre crecimiento e inflación entre países muestran que la relación es débilmente negativa, cuando se considera la relación entre ambas variables en un contexto de tipos de cambio fijos, es decir, en un contexto similar al de una unión monetaria, no es posible encontrar una relación significativa entre inflación y crecimiento en el medio y largo plazo. Véase Andrés *et al.* (1996).

también tienden a tener los niveles más altos de precios. Si los países más pobres convergieran en términos reales con la media europea se esperaría que sus precios también tendieran a igualarse. Como el tipo de cambio es irrevocable entre los países del área, la convergencia en el nivel de precios supondría para estos países un diferencial continuado y positivo de inflación con respecto a la media europea, hasta que se alcanzara el nivel de convergencia. En un estudio reciente, la Comisión Europea (1999) calcula que si la economía española alcanzara el 90 % de la renta media de la Unión Europea en los próximos diez años, los diferenciales medios de inflación respecto al área estarían en torno al 1,5 % anual a lo largo de este período (4).

La correlación entre nivel de renta y nivel de precios, sin embargo, dista de ser perfecta. Ejemplos como el de Estados Unidos, cuyo nivel de precios es ligeramente inferior al de la Unión Europea, mientras que su renta per cápita es sensiblemente superior (5), o las evidentes diferencias de precios existentes entre provincias españolas con similares niveles de renta demuestran que el argumento debe ser matizado en ciertas ocasiones. En general, sin embargo, cabe esperar que ambas variables estén positiva y significativamente correlacionadas.

#### 3.2. El modelo Balassa-Samuelson

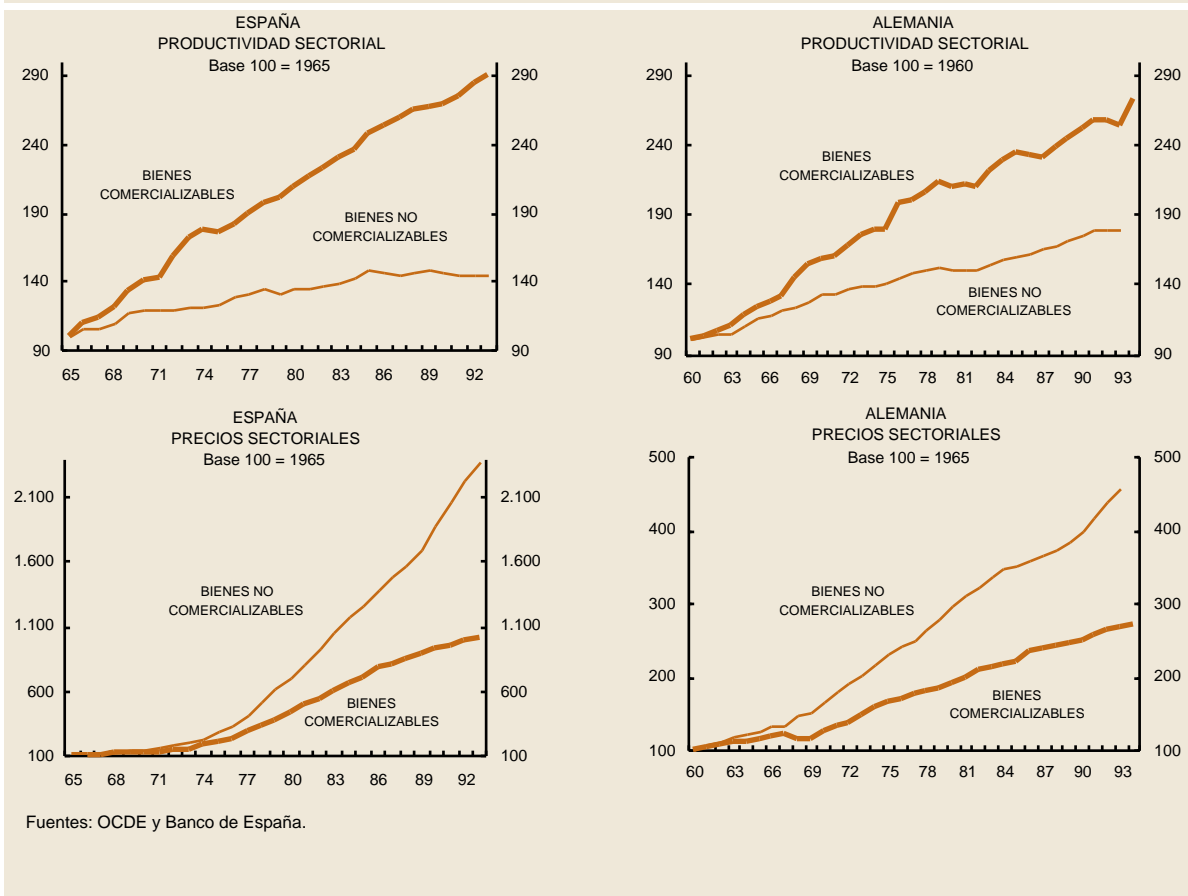
El debate en torno a la valoración de los diferenciales de inflación en la UEM ha girado predominantemente en torno a un modelo que Bela Balassa y Paul Samuelson desarrollaron hace casi cuarenta años para explicar por qué los países con menor nivel de renta tienen un nivel de precios más bajo. Dada su relevancia teórica en este contexto, es conveniente desarrollar sus argumentos con cierto detalle.

Como punto de partida, deben distinguirse dos sectores en la economía: un sector de bie-

(4) El estudio de la Comisión Europea realiza estas proyecciones usando las rentas medidas en términos de paridad del poder adquisitivo. Sería más correcto realizar la comparación en términos de euros, ya que en el futuro la convergencia en rentas se hará en esta moneda. Si este fuera el caso, los diferenciales de inflación se ampliarían sensiblemente, puesto que las divergencias de rentas en el área son mayores si se miden en términos de euros.

(5) Estos datos se derivan de los cálculos de la paridad de poder adquisitivo realizados por la OCDE, según los cuales, la renta *per cápita* en Estados Unidos era 42 puntos superior a la media de la UE en 1997 y sus precios 5 puntos inferiores.

España y Alemania. Productividades y precios sectoriales



nes comercializables y por lo tanto *expuesto* a la competencia exterior, cuyo precio está determinado básicamente en los mercados internacionales (por ejemplo, las manufacturas), y un sector de bienes no comercializables (la mayoría de los servicios), *protegido* de la competencia exterior y cuyo precio se determina a nivel interno.

A partir de esta distinción, Balassa y Samuelson observaron que la productividad tiende a crecer más en el sector expuesto que en el sector protegido, debido a que el primero es generalmente más intensivo en capital y, por lo tanto, se beneficia más del progreso tecnológico. Esta característica, junto con la condición de que en el largo plazo el salario real en cada sector crece aproximadamente al ritmo de su productividad y la observación de que los salarios nominales tienden a crecer homogéneamente en toda la economía (debido a la movilidad del factor trabajo o a los mecanismos comunes de negociación salarial dentro de los distintos países), permite explicar la existencia de diferenciales de inflación sectoriales.

La mayor productividad del sector expuesto empuja al alza los salarios nominales de toda la economía, de tal modo que, para que los salarios reales reflejen adecuadamente los incrementos de productividad sectorial, los precios de los bienes no comercializables deberán crecer más que los precios de los bienes comercializables. Se genera de este modo una situación de *inflación dual*.

Puede comprenderse que, en principio, esta inflación dual no es problemática, puesto que se deriva del diferente ritmo con el que los sectores asimilan el progreso técnico, es decir, de factores de oferta que actúan en el largo plazo y no subyace a ella, por lo tanto, un desequilibrio macroeconómico.

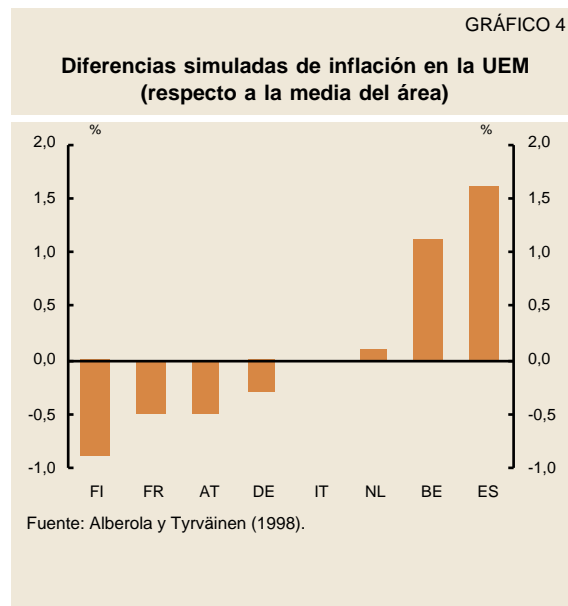
Si se admite que los procesos de convergencia real están asentados en ganancias de productividad en el sector de bienes comercializables, la inflación en el sector protegido será mayor en los países con mayor crecimiento, lo que implica una inflación agregada también mayor, puesto que la inflación en el sector expuesto será similar al resto de la UEM debido a la competencia.

Los siguientes gráficos ilustran la relevancia empírica de la hipótesis del modelo, según la cual el mayor crecimiento de la productividad en el sector de bienes comercializables debe traducirse en un mayor crecimiento de los precios en el sector protegido en el largo plazo.

En el gráfico 3 se muestra la evolución de los precios y las productividades sectoriales para España y Alemania, donde se puede observar que, efectivamente, el mayor dinamismo de la productividad de los bienes comercializables corre parejo al mayor crecimiento de los precios de los bienes del sector protegido. El mismo resultado se repite para todos los países de la UEM. Con esta evidencia, y tras contrastar de un modo más riguroso la hipótesis de Balassa-Samuelson para ocho países europeos, ha sido posible realizar un ejercicio que permite simular los diferenciales de inflación en el área que resultarían de extrapolar las tendencias pasadas en productividad sectorial. Los resultados aparecen en el gráfico 4. Se puede observar que el rango de los diferenciales es similar a los que existen actualmente y que España aparece con un diferencial positivo estimado en torno al 1,5 %, lo que también es consecuente con los resultados del estudio de la Comisión mencionado anteriormente (6).

El modelo de Balassa-Samuelson también está sujeto a ciertas críticas. Aunque el gráfico 3 muestra que la relación esperada entre productividades y precios sectoriales se cumple, se ha argumentado en ocasiones que otra regularidad empírica derivada del modelo, el crecimiento de la proporción de comercializables en la producción, está muy lejos de verificarse. En efecto, el crecimiento económico ha venido asociado en las últimas décadas a la terciarización de la actividad económica, que ha supuesto una importante reducción en la importancia relativa del sector de bienes comercializables. Sin embargo, este dato no refuta la hipótesis de Balassa-Samuelson. El incremento relativo del sector servicios es un reflejo de la evolución de las preferencias de los consumidores conforme aumenta su nivel de renta. Por un lado, la demanda de servicios relacionados con el ocio, como el turismo y la restauración, tiende a incrementarse; por otro, las demandas sociales en términos de educación y salud (todos ellos servicios) suelen ser más elevadas. Por el contrario, el modelo Balassa-Samuelson solamente

(6) Para más detalles, veáse Alberola y Tyrväinen (1998). Debe señalarse que estos resultados indican, conforme al espíritu del modelo, tendencias de largo plazo en la inflación y que son solo orientativos, puesto que las tendencias pasadas pueden no ser un indicador de las tendencias futuras y la propia UEM puede generar cambios en la evolución de las productividades sectoriales.



contempla la evolución de la oferta de la economía, mientras que el fenómeno de la terciarización afecta, en primera instancia, a la demanda sectorial. La consideración conjunta de ambos tipos de factores permitiría conciliar el mayor crecimiento de los precios relativos de los bienes no comercializables, con su importancia creciente en la producción agregada.

En todo caso, este tipo de consideraciones de demanda apunta en la dirección correcta, al sugerir que la evolución de los precios relativos puede no solo depender de la evolución de la productividad sectorial, sino que también puede estar ligada a otros factores que, tal como se señalará más adelante, pueden condicionar la interpretación de los diferenciales de inflación.

### 3.3. Integración económica y convergencia en precios

El último argumento se basa en la profundización del proceso de integración económica asociado a la UEM. Si bien los precios de los bienes comercializables están en general fijados por la competencia internacional, esto no implica que su nivel no pueda variar entre países. Los diferentes gravámenes externos o internos y otras barreras comerciales, legales o culturales, pueden hacer diferir los precios de bienes muy similares. Por otra parte, la denominación de los precios en diferentes monedas, según su lugar de venta, puede dificultar su comparabilidad internacional, sobre todo si va asociada a una elevada variabilidad de los tipos de cambio.

En la UEM, la moneda única potenciará los mecanismos de arbitraje, desactivando, al me-

nos parcialmente, los factores que dificultan la igualación de los niveles de precios. De este modo, los precios de los bienes comercializables tenderán a converger hacia los niveles más bajos (7).

Así, de forma algo paradójica, la convergencia en precios puede tener un efecto perverso en términos de inflación para los países cuyos niveles de precios iniciales son más bajos. Por ejemplo, si los precios de los automóviles alemanes convergen hacia los precios de los españoles, más bajos, este componente de la inflación alemana será negativo, propiciando un diferencial de inflación positivo entre España y Alemania. Por lo tanto, la mayor integración económica derivada de la Unión Monetaria puede inducir unas tasas de inflación superiores en los países con niveles de precios más reducidos.

### 3.4. Diferenciales de inflación y competitividad

En general, un incremento de los precios relativos respecto al exterior suele ser identificado, no siempre de un modo acertado, con una pérdida de competitividad en la economía. Sin la posibilidad de ajustar el tipo de cambio, el empeoramiento de los precios relativos se manifiesta a través de los diferenciales de inflación. Sin embargo, la inflación diferencial no llevará aparejada problemas de competitividad si es la consecuencia de cualquiera de los efectos descritos en los epígrafes anteriores.

Por un lado, tanto los argumentos relativos a la igualación de los niveles de precios como el modelo Balassa-Samuelson permiten justificar los diferenciales de inflación basándose en ganancias de productividad, sin que los precios relativos de los bienes del sector expuesto frente al exterior tengan que incrementarse.

Por otro lado, en el caso de la mayor transparencia de precios derivada de la UEM, lo que se produce es una ganancia inicial de competitividad, que posteriormente desaparece al incrementarse los precios de los productos. Volviendo al ejemplo anterior, la comparación de los precios de los coches en euros, junto con la reducción de los obstáculos para su comercio entre países, derivada de los avances en el mercado único, supondría una mayor demanda de vehículos españoles. Esta mayor demanda

(7) Es probable que la convergencia en precios no sea completa, puesto que la calidad y características de los productos pueden ser diferentes, debido a las distintas tecnologías utilizadas y a las diferentes preferencias de los consumidores nacionales.

es equivalente a una ganancia de competitividad, asociada en este caso no a los precios relativos (que, en principio, no cambian), sino a la caída de las barreras comerciales que obstaculizaban la competencia vía precios. Al converger los precios, estas ganancias de competitividad se agotan, retornándose a la posición competitiva previa.

En definitiva, la existencia de ciertos diferenciales de inflación en la Unión Monetaria no debe ser necesariamente contemplada como una señal de desequilibrio o pérdida de competitividad, ya que puede ser compatible con la estabilidad macroeconómica y con la ausencia de desequilibrios importantes. Por otro lado, la evidencia empírica muestra que los diferenciales de inflación observados, en torno a un punto porcentual, se corresponden aproximadamente con lo que cabría esperar, de acuerdo con los argumentos considerados.

No obstante, de esta conclusión solo se puede colegir que bajo ciertas circunstancias los diferenciales de inflación en una unión monetaria no son preocupantes. A continuación se describen las situaciones en las que sí pueden serlo.

## 4. LA HIPÓTESIS DEL DESEQUILIBRIO

No cabe duda de que la existencia de una política monetaria común y la consideración de los factores mencionados suponen un cambio en la concepción del proceso inflacionista dentro de una unión monetaria. Esta nueva concepción no implica, sin embargo, la desaparición de otros factores, de demanda o estructurales, que han servido tradicionalmente para explicar los mecanismos inflacionarios de una economía. La consideración de estos factores permite matizar o modificar el juicio sobre los diferenciales de la inflación, pudiendo llegar a generar una visión menos benigna sobre los mismos. Por lo tanto, resulta pertinente desarrollar estos argumentos con más detalle.

### 4.1. Desequilibrios macroeconómicos

La existencia de desequilibrios macroeconómicos, en particular, de una presión excesiva de demanda, es el primer elemento a considerar. Un incremento de la demanda doméstica derivado de unas mejores perspectivas económicas o de una mejor situación del empleo tiende a generar, si la oferta agregada es relativamente rígida en el corto plazo, como se suele admitir, presiones al alza sobre los precios internos, por un lado, y un incremento de la demanda de productos importados, por el otro, con el consiguiente deterioro de la posición exterior. El incremento de la inflación, en este

caso, no es el resultado de una mejora de la productividad, por lo que el empeoramiento de los precios relativos frente al exterior supone una pérdida de competitividad en la economía y, por lo tanto, contribuye en sí mismo a la acumulación de desequilibrios exteriores.

A pesar de que la presión de demanda se debe, en primera instancia, a la posición cíclica de la economía, la caída de la competitividad que genera puede tener efectos a largo plazo sobre la actividad económica (histéresis), que serán más importantes cuanto mayor y más prolongado sea el desajuste de precios relativos. La acumulación de pérdidas de competitividad durante un período dilatado dificulta el mantenimiento de las exportaciones, al tiempo que facilita la entrada y posterior permanencia de las importaciones. En el medio plazo, si las pérdidas de competitividad no se corrigen, se puede llegar a la pérdida definitiva de mercados exteriores e interiores para ciertos productos, dañando las perspectivas futuras de crecimiento de la economía.

Es importante subrayar que la Unión Monetaria modifica sustancialmente los mecanismos tradicionales de ajuste en la economía. Por un lado, la irrevocabilidad del tipo de cambio supone que la corrección de las pérdidas de competitividad acumuladas solo es posible mediante la acomodación de los precios relativos domésticos; si persisten las rigideces que obstaculizan este ajuste, es previsible que la corrección de los precios solo se verificará tras costosos ajustes en términos de empleo y actividad. Por otro lado, también puede argumentarse que la UEM permite financiar los desequilibrios exteriores con mayor facilidad y por períodos más prolongados, puesto que dichos desequilibrios no afectan a los diferenciales de tipos de interés a través de una prima de riesgo cambiario, ya que esta es, por definición, nula. Por lo tanto, algunos de los mecanismos tradicionales de estabilización dejan de actuar en la UEM, haciendo más complicado el aterrizaje suave de la economía.

De todo ello se puede conjeturar que, dentro de la UEM, las pérdidas de competitividad, al no activar los mecanismos de ajuste tradicionales, pueden ser más pronunciadas, empeorando los efectos de histéresis y dando lugar a que el ajuste pueda ser más drástico y costoso en términos reales.

#### 4.2. Rigideces de los mercados

Los efectos de las presiones de demanda sobre los precios y la actividad dependen, entre otros factores, del grado de rigidez de los mercados de factores y productos. Así, las presio-

nes de demanda tenderán a trasladarse más a precios y salarios cuanto más rígidos sean los mercados de bienes y trabajo.

Se recordará que la piedra angular del modelo Balassa-Samuelson es la existencia de una relación inversa entre los crecimientos sectoriales de productividad y de precios. Sin embargo, esta relación puede no venir determinada por un saludable proceso de convergencia real en productividad, sino responder a problemas de competencia y rigideces en los mercados.

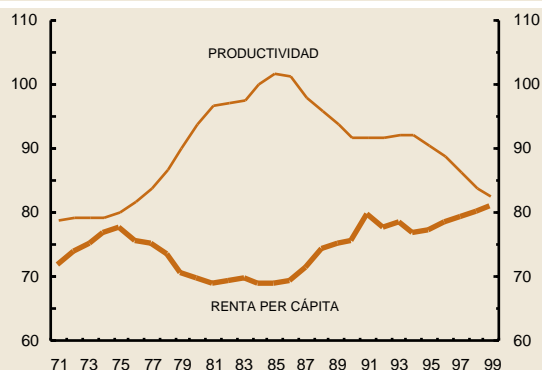
Sirva un ejemplo para comprender mejor este problema de identificación. Con un tipo de cambio irrevocable y en una situación de exceso de demanda, si las rigideces en el mercado de trabajo o los mecanismos de negociación salarial generan excesivas presiones salariales, las empresas tratarán de reaccionar trasladando las presiones salariales a precios. Esto puede suceder con cierta facilidad en el sector protegido, pero en el expuesto a la competencia esta traslación conllevaría pérdidas de competitividad, una vez se agote el margen para la reducción de márgenes empresariales en dicho sector. El previsible resultado final de este proceso es, por un lado, una *mayor inflación en el sector protegido*; por otro, en el sector expuesto, cuando el ajuste a través de los márgenes se agote, será necesario un ajuste de producción y plantilla que se reflejará en un *incremento de la productividad* aparente del trabajo en el sector expuesto.

Obsérvese que este ejemplo genera exactamente los mismos resultados que el modelo de Balassa-Samuelson: inflación dual acompañada de diferenciales de productividad entre sectores, pero su interpretación es completamente *opuesta* y, sin duda, mucho más familiar, puesto que en este caso es producto de la falta de competencia en los mercados de bienes y de flexibilidad en el mercado de trabajo.

El gráfico 5 ilustra este tipo de situación en el caso de la economía española. Durante la crisis económica de finales de los años setenta y principios de los ochenta, la renta relativa de España se redujo sustancialmente, mientras que la productividad relativa convergió hacia la media europea (8). Lo que subyace a este resultado, aparentemente paradójico, es el proceso de destrucción de empleo que tuvo lugar en la economía española durante esos años. Por el contrario, el proceso de convergencia real

(8) Es difícilmente admisible que la productividad española fuera en los años 1985 y 1986 superior a la europea. En realidad, la utilización de la productividad aparente del trabajo da una idea bastante imprecisa de los niveles reales de productividad de las economías.

GRÁFICO 5

**Convergencia España-UEM.  
UEM=100**

Fuente: Eurostat.

posterior ha venido acompañado por una caída de la productividad relativa del trabajo. Las rigideces e imperfecciones en los mercados contribuyen a explicar la evolución de la productividad aparente del trabajo y, por lo tanto, a que los diferenciales de inflación asociados al proceso de convergencia en productividad sean, en buena medida, el reflejo de los problemas estructurales de la economía.

En definitiva, al ser las dos teorías consideradas observacionalmente equivalentes, se corre el riesgo de interpretar los diferenciales positivos de inflación de un modo benigno, cuando en realidad lo que subyace a tales diferenciales es un problema estructural de la economía. Por otra parte, aunque cabe esperar que, en el largo plazo, la convergencia en renta vaya acompañada de convergencia en productividad, en el caso de España, la convergencia real solo podrá alcanzarse si lleva aparejada un incremento considerable del empleo, que no solo reduzca las diferencias en las tasas relativas de desempleo, sino que también tienda a igualar las tasas de actividad, que son sustancialmente menores que en el resto de Europa. Por lo tanto, el ritmo de convergencia en la productividad tenderá a ser más reducido que el de la renta per capita, lo cual contribuiría a moderar los diferenciales de inflación asociados, según el modelo Balassa-Samuelson, a dicho proceso.

## 5. INTERPRETACIÓN DE LOS DIFERENCIALES DE INFLACIÓN OBSERVADOS

Tras describir estas visiones contrapuestas sobre los procesos de inflación en una unión monetaria, resulta pertinente evaluar de un modo tentativo la naturaleza de los diferencia-

les de inflación que se observan actualmente en la UEM y, en particular, en España.

La observación del gráfico 1 nos muestra que la mayor inflación se registra en la actualidad en los países con un crecimiento más alto (9), aunque este resultado no permite una identificación nítida de qué tipo de factores están operando predominantemente. Así, apoyándose en la hipótesis de Balassa-Samuelson, avalada por el gráfico 3, podría señalarse que los diferenciales de inflación reflejan un proceso de convergencia real del que se están beneficiando países como España. Por el contrario, una perspectiva menos benigna da pie a argumentar que es un exceso de demanda transitorio el que está generando presiones inflacionistas en las economías más dinámicas y que, en algún caso, podrían estar amplificadas por la persistencia de rigideces en los mercados de factores y productos.

En la práctica, es extremadamente difícil identificar en un momento del tiempo qué papel juega cada factor explicativo. Por un lado, los posibles determinantes de largo plazo están distorsionados por la posición cíclica de la economía; por otro, como se ha visto, los propios argumentos teóricos están sujetos a importantes matizaciones. No obstante, y a efectos meramente ilustrativos, se puede intentar evaluar la existencia de elementos de uno y otro tipo en la coyuntura actual, partiendo de la relación entre crecimiento e inflación para el año 1999, que aparecía en el gráfico 1, y atendiendo a la situación las economías europeas en este momento.

En concreto, pueden distinguirse dos elementos en el crecimiento de cada país: un componente estructural, asociado a la tasa de crecimiento potencial de la economía, y un componente cíclico, que puede aproximarse por la brecha de producción (es decir, la diferencia entre el nivel de producción observado y el nivel potencial) (10). El componente estructural da una idea del crecimiento tendencial y, por lo tanto, explicaría, en una primera aproximación, la inflación asociada a los procesos de

(9) De hecho, un análisis de regresión nos revela que, con los datos del gráfico, existe una relación positiva estadísticamente significativa entre inflación y tasa de crecimiento.

(10) El nivel potencial de producción se define como aquel en el que los recursos efectivos de la economía están plena y eficientemente utilizados. La evolución del producto potencial, y por lo tanto su tasa de crecimiento, está determinada por la evolución del capital productivo, la oferta efectiva de trabajo y el progreso técnico acumulado en ambos recursos. Cuando el producto observado y el potencial se igualan, la oferta iguala a la demanda y, en consecuencia, no existen presiones inflacionistas en la economía.



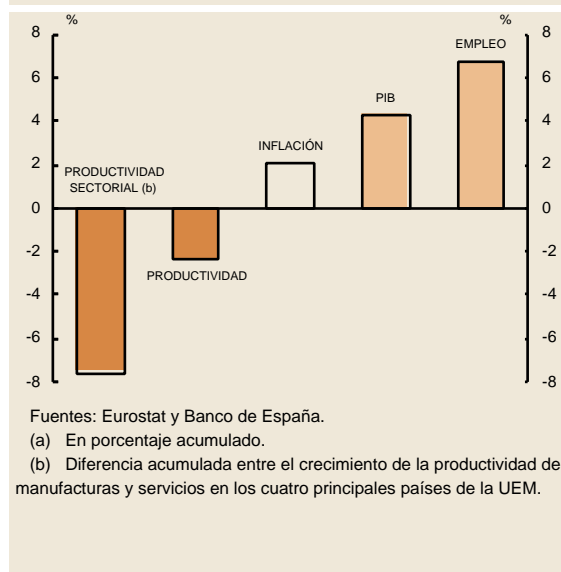
convergencia de largo plazo. Por el contrario, la brecha de producción está relacionada con la posición cíclica de la economía y es, por tanto, indicativa de las presiones inflacionistas asociadas a un exceso de demanda en la economía. Es de esperar que en el largo plazo los diferenciales de inflación estén determinados por el componente estructural, mientras que en el corto plazo sea el componente de demanda el predominante.

En la coyuntura actual, todos los países que presentan una mayor inflación, como Irlanda, España, Luxemburgo o Finlandia, tienen una brecha de producción positiva, lo que sugiere la posible existencia de presiones de demanda en dichos países. No obstante, son también estos países los que disfrutaron de una tasa de crecimiento potencial más elevada, lo cual avalaría la hipótesis de productividad implícita en el modelo de Balassa-Samuelson. Por lo tanto, se puede argumentar, si bien con muchas precauciones, dadas las características de los datos, que los diferenciales de inflación durante el primer año de la UEM pueden ser interpretados tanto sobre la base de la hipótesis de convergencia como de la hipótesis de desequilibrio.

Un análisis más profundo de cuál es el tipo de elemento predominante puede obtenerse evaluando el grado de cumplimiento de los supuestos del modelo Balassa-Samuelson. En particular, el modelo requiere que la convergencia en rentas vaya acompañada de una convergencia en productividad, y que esta genere, a su vez, una brecha mayor entre el crecimiento de la productividad entre del sector expuesto frente al sector protegido de la competencia exterior.

En el gráfico 6 se recogen los resultados de este tipo de análisis, comparando la evolución relativa de las variables relevantes de España con respecto al conjunto de la UEM entre los años 1997 y 1999, en los que el tipo de cambio se ha mantenido prácticamente fijo. En una primera aproximación, los diferenciales de inflación acumulados (2 % en los tres años) podrían justificarse por el mayor ritmo de crecimiento experimentado por nuestro país en los últimos años (superior en algo más del 4 % al del agregado del área). No obstante, esta convergencia en renta no ha tenido su contrapartida en una convergencia en productividad aparente del trabajo, puesto que la evolución de esta ha sido menos dinámica en nuestro país que en el conjunto del área, ni tampoco en la evolución relativa de la productividad sectorial. El factor que explica esta divergencia entre la evolución de la renta y la de la productividad relativas es la elevada tasa de creación de empleo registrada en España durante los últimos años, que,

GRÁFICO 6  
Evolución relativa de la inflación y la productividad.  
España-UEM. 1997-1999 (a)



comparada con la del agregado de la UEM, resulta de un crecimiento relativo acumulado del empleo cercano al 7 % (11). El dinamismo del empleo tiene componentes cíclicos, aunque las recientes reformas del mercado de trabajo también pueden contribuir a explicar el intenso proceso de creación de empleo. Por otro lado, los déficit comerciales crecientes, la rápida expansión del crédito y las evidentes presiones inflacionistas en ciertos sectores protegidos (vivienda, hostelería...) indican que las tensiones de demanda están presentes en la actual fase alcista del ciclo.

En definitiva, se puede argumentar que los diferenciales de inflación que se están produciendo en la actualidad en nuestro país podrían estar reflejando, por un lado, el proceso de convergencia real que la economía española está disfrutando, y, por otro, las presiones de demanda asociadas a la expansión económica, que no pueden ser completamente absorbidas por la oferta sin que se tensionen los precios, debido a la persistencia de ciertas rigideces estructurales en los mercados.

Si bien es imposible identificar de modo siquiera aproximado la proporción de cada factor en los diferenciales, es evidente que diferenciales de inflación en torno a un punto porcentual no deben ser interpretados con excesiva com-

(11) El dinamismo del empleo en España ha sido particularmente destacable en las manufacturas, sector que en Europa ha sufrido descensos de la ocupación. Este factor explica la importante brecha de productividad sectorial que aparece en el gráfico 6.

placencia, puesto que en cierta medida tienen su origen en presiones de demanda y pueden estar contribuyendo a la acumulación de pérdidas de competitividad, que son susceptibles de generar efectos reales desfavorables en el medio plazo.

## 6. CONCLUSIONES

A pesar de que la inflación suele ser vista normalmente como un factor que afecta negativamente al bienestar, la teoría económica ofrece argumentos sólidos para pensar que, en una unión monetaria, diferenciales positivos de inflación no tienen por qué generar necesariamente efectos adversos e incluso pueden ser interpretados de un modo positivo, siempre que estén asociados a un proceso de crecimiento basado en ganancias en la productividad. No obstante, los diferenciales de inflación dentro de una unión monetaria también pueden, a menudo, reflejar factores negativos como las rigideces en el funcionamiento de los mercados que exacerban los efectos inflacionistas de las presiones de demanda. Puesto que los procesos de crecimiento tienden a generar presiones de demanda, es posible que ambos tipos de factores aparezcan simultáneamente, siendo muy complejo identificar en qué medida los diferenciales de inflación observados son preocupantes o benignos.

En el caso de que los diferenciales de inflación fueran excesivos, en el sentido de que no pueden ser exclusivamente explicados por el crecimiento de la productividad sino también por los factores negativos apenas mencionados, pueden generar efectos persistentes sobre la competitividad de la economía. Con la pérdida del tipo de cambio, se puede conjeturar que los efectos reales de las pérdidas de competitividad pueden ser relativamente mayores en la UEM, obstaculizando o incluso revertiendo el propio proceso de convergencia real.

En el caso de España, el mantenimiento de un proceso sostenido de convergencia real requerirá con toda probabilidad un incremento de la productividad relativa del factor trabajo, que podría generar, en el largo plazo, diferenciales positivos de inflación con el resto del área del euro.

No obstante, en el corto y medio plazo es factible, probable e incluso deseable que el crecimiento se apoye en un mayor uso del factor

infrautilizado, el trabajo. Si esto es así, el proceso de convergencia no tiene por qué generar ganancias sustanciales de productividad del factor trabajo, ni, por lo tanto, constituir en sí mismo una fuente de diferenciales de inflación en un futuro próximo. De este modo, la observación de diferenciales de inflación relativamente altos y persistentes en el corto plazo debe verse como un posible síntoma de excesivas presiones de demanda, que tendrán una mayor incidencia inflacionista cuanto mayores sean las rigideces que persistan en los mercados de factores y productos.

Desde un punto de vista normativo, estas reflexiones sugieren que las medidas más eficaces para reducir el sesgo inflacionista del proceso de crecimiento serían las destinadas, por un lado, a mejorar la utilización del factor trabajo y, por otro, a liberalizar y abrir a la competencia los sectores donde aún existen comportamientos poco competitivos. Las primeras permitirían que los incrementos de la productividad relativa fueran menores que los crecimientos relativos en renta per cápita, moderando los efectos inflacionistas de los crecimientos sectoriales de la productividad; las segundas tendrían en general un efecto de contención sobre los precios y evitarían que las presiones de demanda se trasladaran fácilmente a una mayor inflación. Por otra parte, aunque la política fiscal debe mantener fundamentalmente una orientación de medio plazo, resulta aconsejable utilizar todo su margen de maniobra para evitar un incremento de las presiones de demanda.

14.4.2000.

## BIBLIOGRAFÍA

- COMISIÓN EUROPEA (1999). *EU Economy: 1999 Review*, Study 4, pp. 212-234.
- ALBEROLA, E. y TYRVÄINEN, T. (1998). *Is there scope for inflation differentials in EMU?*, Documento de Trabajo nº 9823, Banco de España.
- BALASSA, B. (1964). «The purchasing power parity doctrine: A reappraisal», *The Journal of Political Economy*, 72, pp. 584-596.
- SAMUELSON, P. A. (1964). «Theoretical notes on trade problems», *Review of Economics and Statistics*, 46, pp. 145-154.
- ANDRÉS, J., HERNÁNDO I., y KRUGER M. (1996). «¿Cómo incide el régimen cambiario en la medición de los costes de la inflación?», *Boletín Económico*, Banco de España, mayo, pp. 49-57.