

Los diferenciales de inflación en la UEM: el caso de la economía española

Este artículo ha sido elaborado por J. David López-Salido y Fernando Restoy, de la Dirección General del Servicio de Estudios¹.

Introducción

La existencia de divergencias en las tasas de inflación de los países o regiones pertenecientes a una unión monetaria es un hecho común a todas ellas y no supone por sí misma una dificultad para su adecuado funcionamiento. De hecho, la dispersión observada en las tasas de inflación nacionales dentro de la zona del euro resulta comparable a la correspondiente a las regiones de Estados Unidos. La evolución dispar de los índices de precios nacionales puede resultar, en principio, una consecuencia directa de desarrollos puntuales, como los cambios en los precios regulados y en la imposición indirecta, de las discrepancias en las posiciones cíclicas de las distintas economías, o de su diferente grado de exposición a perturbaciones concretas, como las que afectan al mercado de petróleo [véase, por ejemplo, ECB (2003)].

Sin embargo, un rasgo singular de los diferenciales de inflación en la UEM es su elevada persistencia. Así, algunos países, como Alemania y Francia, vienen experimentando tasas de inflación que se sitúan sistemáticamente por debajo de la media; mientras que otros, como Portugal, España, Irlanda y Grecia, han mostrado regularmente diferenciales positivos de inflación respecto al conjunto de la UEM. Esta observación ha motivado la aparición reciente de análisis teóricos, empíricos y de política económica que pretenden estudiar los determinantes y las implicaciones normativas de la persistencia de los diferenciales de inflación entre los países miembros de la UEM.

En ocasiones se ha defendido que la persistencia de los diferenciales de inflación podría estar asociada a procesos de convergencia real (o *catching-up*). Los países que se encuentran en esta situación tienden a registrar un mayor crecimiento de la productividad relativa en el sector expuesto a la competencia internacional, lo que puede ocasionar un mayor aumento de los salarios y los precios que en las economías más maduras de la unión monetaria. Según esta hipótesis (conocida como Balassa-Samuelson), los diferenciales de inflación vendrían causados por el ajuste eficiente de las distintas economías ante la evolución de la productividad y, por lo tanto, no conllevarían alteraciones en la competitividad ni efectos adversos directos sobre la eficacia de la política monetaria común. Sin embargo, aunque la evolución de la productividad puede explicar la dinámica a medio y largo plazo de los precios relativos [véase Ortega (2003)], la hipótesis Balassa-Samuelson no resulta conciliable con la evolución observada desde 1999 de los precios y de las productividades sectoriales en España [véase Estrada y López-Salido (2002 y 2005)] o en otros países de la UEM [véase ECB (2003)], por lo que no puede constituir una explicación general de los diferenciales de inflación observados en la zona del euro.

Una hipótesis alternativa, con mayor apoyo empírico, asocia los diferenciales persistentes de inflación entre las distintas economías nacionales pertenecientes a la UEM a las rigideces que caracterizan el ajuste de precios y salarios en cada una de ellas, que generan una evolución dispar de los índices de precios nacionales ante perturbaciones comunes o específicas. De este modo, según esta argumentación, los diferenciales de inflación no son un desarrollo benigno, sino el reflejo de imperfecciones en los mercados de factores, bienes y servicios que afectan a la compe-

1. Este artículo está basado en el Documento de Trabajo n.º 0514, titulado *Inflation differentials in EMU: the Spanish case*, del que es también coautor Javier Vallés.

titividad de las economías y pueden llegar a dificultar la instrumentación eficiente de la política monetaria común [véase, por ejemplo, Benigno y López-Salido (2003)].

Esta segunda línea de análisis conlleva implicaciones normativas relevantes, que, sin embargo, solo pueden ser concretadas en la medida en que se identifiquen el tipo de perturbaciones y la naturaleza de las fricciones (o rigideces) que contribuyen a generar los diferenciales de inflación. En particular, resulta pertinente analizar si la discrepancia en la evolución de los precios responde a perturbaciones comunes que se transmiten de modo distinto en cada economía o son más bien la consecuencia de perturbaciones idiosincrásicas en cada una de ellas. Asimismo, debe estimarse la importancia relativa de las perturbaciones de oferta y de demanda y, sobre todo, obtener evidencia sobre los aspectos de los procesos de formación de precios y de salarios que influyen en mayor medida sobre los diferenciales de inflación.

La literatura reciente aporta abundante evidencia sobre estas cuestiones, utilizando, normalmente, modelos de equilibrio general con rigideces nominales, en la tradición nekeynesiana². Estos trabajos no proporcionan, sin embargo, evidencia que permita caracterizar de modo general los determinantes de los diferenciales de inflación observados en la UEM. Por el contrario, la heterogeneidad de los resultados encontrados parece sugerir que las discrepancias observadas en la evolución de los precios entre países no obedecen siempre a las mismas causas. De este modo, la adecuada comprensión del fenómeno obligaría a profundizar en el análisis específico de cada economía. En la investigación que sirve de base a este artículo se ha seguido precisamente esta estrategia, tratando de identificar las causas específicas del persistente diferencial de inflación que muestra la economía española frente a la media del área del euro, los efectos de estos diferenciales sobre la actividad económica y algunas implicaciones para la conducción de la política económica.

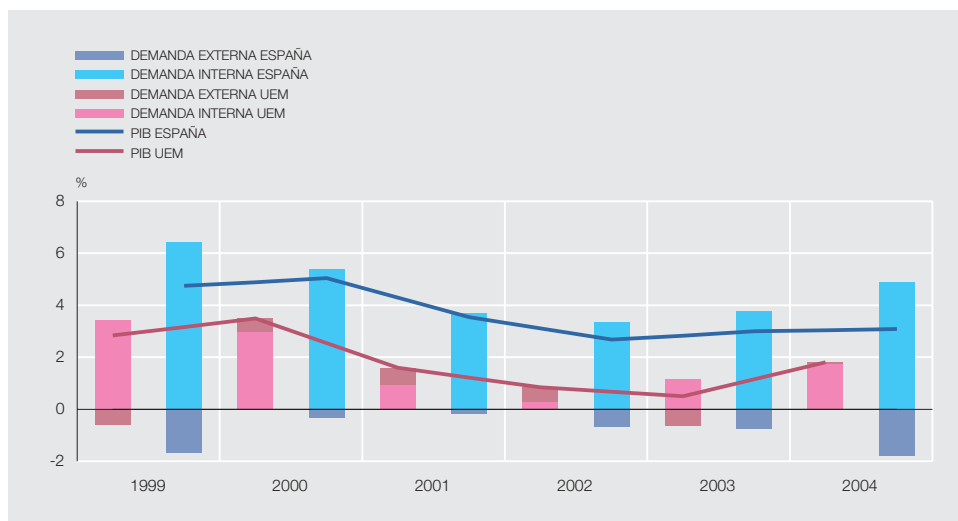
La estructura del resto de este artículo es la siguiente: En la segunda sección se describen los rasgos característicos de la evolución macroeconómica española en los últimos años que pueden resultar relevantes para explicar la evolución de su diferencial de inflación. En la tercera sección se exploran los factores determinantes de la evolución de los precios de consumo en España sobre la base de un modelo de equilibrio general. En la cuarta sección se describe el ajuste macroeconómico ante las perturbaciones que generan los diferenciales de inflación observados. Por último, la sección quinta proporciona algunas conclusiones normativas.

Cinco rasgos característicos de la economía española

CRECIMIENTO ELEVADO
Y ESTABLE, BASADO
FUNDAMENTALMENTE
EN LA EXPANSIÓN DE LA
DEMANDA DOMÉSTICA

En el gráfico 1 se presenta la evolución del PIB en España y en la zona del euro desde 1999, distinguiendo entre la contribución de la demanda interna y la de las exportaciones netas. Del mismo se desprende que la economía española ha experimentado, de forma sostenida, unas tasas de crecimiento significativamente superiores a la media de la UEM. El origen de esta evolución está en la fuerte expansión de la demanda doméstica, puesto que la contribución de la demanda exterior neta ha resultado crecientemente negativa. Más concretamente, destaca el fuerte dinamismo del consumo privado (en especial, de servicios) y de la inversión residencial, cuyas tasas de crecimiento superan claramente el promedio de crecimiento del PIB³.

2. Por ejemplo, Andrés et al. (2003) utilizan un modelo de dos sectores para ilustrar cómo la posibilidad de discriminar precios proporcionada por la existencia de competencia monopolística permite generar un impacto diferencial en los precios ante *shocks* de naturaleza común. Duarte y Wolman (2002) usan el mismo tipo de modelos para concluir que los *shocks* de oferta son mejores candidatos que los de demanda para explicar un persistente diferencial de inflación. Por el contrario, Altissimo et al. (2004) señalan que, si los mercados laborales no están lo suficientemente integrados entre sí, perturbaciones de demanda pueden generar períodos prolongados de desajustes en los precios relativos tanto entre sectores como entre países. 3. La tasa de crecimiento del consumo de servicios supera en más de un punto porcentual el crecimiento del consumo de alimentos y bienes elaborados. Por otro lado, durante el período 1999-2004 la tasa de crecimiento de la inversión residencial ha sido superior al 6%. Los datos de PIB y de sus componentes utilizados en el gráfico 1 se basan en la Contabilidad Nacional de España base 2000.



FUENTE: Eurostat.

Esta evolución responde directamente a la drástica reducción experimentada por el tipo de interés asociada al proceso de convergencia e ingreso en la UEM, así como a la intensa creación de empleo.

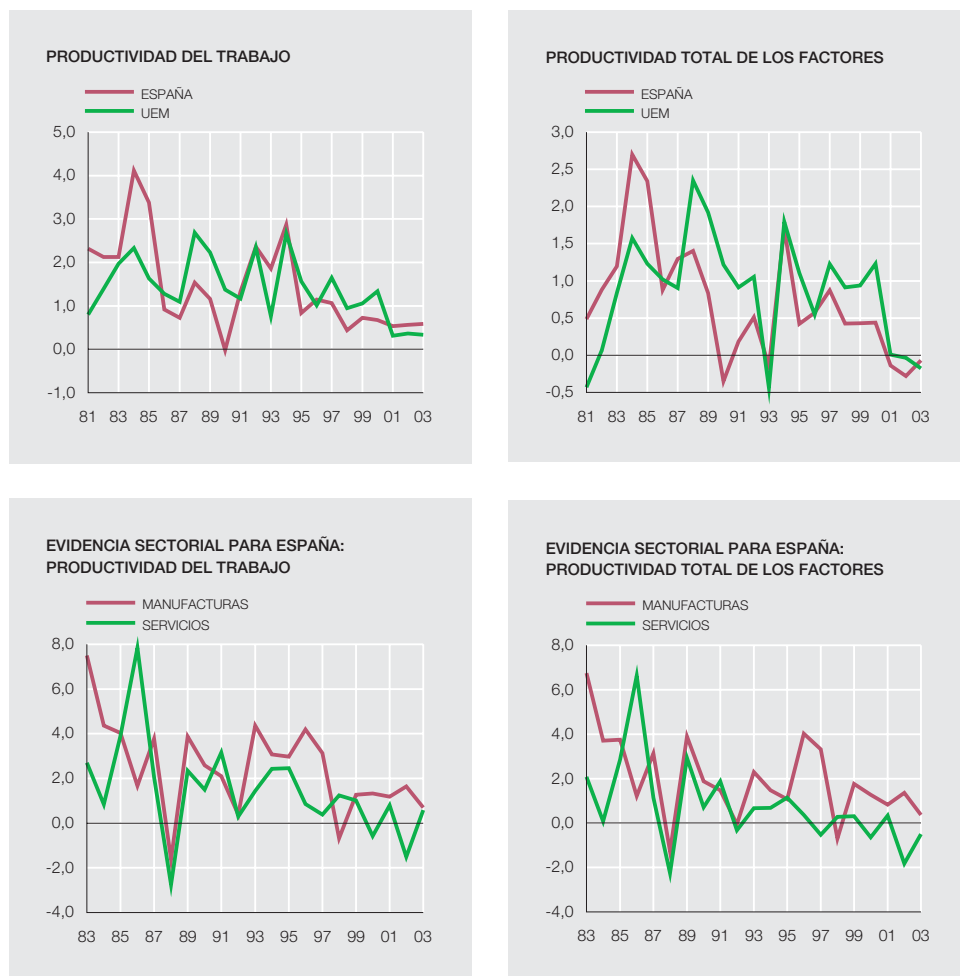
MODESTO CRECIMIENTO DE LA PRODUCTIVIDAD

El gráfico 2 muestra la evolución de la productividad del trabajo y de la productividad total de los factores (PTF) en España y en la zona del euro. La primera ha sufrido desde comienzos de la década de los noventa del siglo pasado una progresiva desaceleración, que ha resultado más intensa en España que en la zona del euro. Las reformas realizadas en el mercado laboral, junto con el aumento sustancial de la oferta de trabajo, contribuyeron a una reducción significativa de la relación capital-trabajo y, por tanto, de la productividad de este último factor, que ha crecido a tasas persistentemente inferiores a la media de la zona del euro. Del mismo modo, la evolución de la PTF ha resultado particularmente decepcionante en España, lo que sugiere una insuficiente incorporación de los avances tecnológicos en los procesos productivos. Los datos sectoriales muestran que el pobre dinamismo de la productividad afecta tanto al sector manufacturero como al de servicios y, por tanto, constituye un rasgo generalizado de la evolución de la economía española en el pasado reciente.

DESVIACIONES DE LA PARIDAD DEL PODER DE COMPRA E INFLACIÓN DUAL

En el cuadro 1 se presenta la descomposición del diferencial de inflación español frente a la UEM, distinguiendo entre la contribución de los sectores manufactureros/industriales, en principio sujetos a la competencia internacional, y la del componente de inflación dual, es decir, de la diferencia entre la inflación observada en los precios de los bienes comerciables y la de los servicios⁴. Asimismo, para cada componente se estima la contribución de los costes laborales unitarios (separando entre salarios y productividad) y de los márgenes. El cuadro muestra, por un lado, la presencia de un elevado diferencial de inflación en los sectores de bienes comerciables. Asimismo, el cuadro ilustra la importante contribución del fenómeno de la inflación dual, que alcanza algo más de un tercio del diferencial medio de inflación con la UEM. Por su parte, el alto crecimiento de los márgenes desde 1999 —especialmente en los servicios— explica gran parte de estos diferenciales. Finalmente, la contribución de los salarios resulta también elevada y de un tamaño similar en ambos sectores.

4. Un análisis detallado de esta descomposición puede encontrarse en el documento de trabajo en el que se basa este artículo y, de forma complementaria, en López-Salido y Pérez-Quirós (2005). En cualquier caso, en el propio cuadro 1 aparece descrita, de forma sucinta, la citada descomposición de los diferenciales de inflación.



FUENTES: Comisión Europea y Banco de España.

PÉRDIDAS PERSISTENTES DE COMPETITIVIDAD CON EFECTO CRECIENTE SOBRE LA BALANZA COMERCIAL

En el gráfico 3 se muestran distintas medidas de competitividad de la economía española respecto a la zona del euro desde 1998 hasta mediados de 2004. El persistente diferencial de inflación ha tenido su reflejo en el progresivo deterioro de los indicadores, cuya caída puede cifrarse entre un 5% y un 8%, según el tipo de medida utilizada. El gráfico 4 presenta la evolución de las cuotas de exportación de los productos españoles en el área del euro, así como la penetración de los productos importados desde el área del euro desde 1991. Como consecuencia de la progresiva apertura de la economía española, así como de su mayor crecimiento, ambas medidas han mostrado una clara tendencia al alza. Sin embargo, las cuotas de exportación parecen haber descendido ligeramente en 2004. Esta evolución apuntaría a un impacto creciente de los diferenciales de precios y costes de nuestra economía sobre la balanza comercial.

NOTABLES RIGIDECEES ESTRUCTURALES, FUNDAMENTALMENTE, EN EL MERCADO DE TRABAJO

Aunque no existen muchos estudios comparados entre los distintos países miembros del área del euro suficientemente detallados sobre el grado de rigideces existentes en los mercados de factores (laborales y financieros) y bienes (y servicios), de los disponibles parece desprenderse que el grado de competencia y flexibilidad de precios en los mercados de bienes no es, en general, inferior en España que en el conjunto de la UEM [véase, por ejemplo, Nicoletti et al. (1999) o Brandt et al. (2005)]. Además, la evidencia microeconómica disponible sobre el grado de rigidez de precios indica que existe poca diferencia entre el patrón seguido por las empresas en nuestro país frente al resto de países del área. En concreto, en un reciente trabajo, Álvarez y Hernando (2004) encuen-

Diferencial de inflación	Comerciables				Inflación dual			
	Total	Salarios	Productividad	Márgenes	Total	Salarios	Productividad	Márgenes
(1) + (2)	(1)	(3)	(4)	(5)	(2)	(6)	(7)	(8)
1,2	0,8	0,4	-0,1	0,3	0,4	0,1	0,4	0,7

FUENTE: Banco de España.

Nota: El diferencial de inflación entre España y la zona del euro se puede escribir de la siguiente forma:

$$\pi_t - \pi_t^* = COMERCIABLE_t + DUAL_t$$

COMERCIABLE_t representa los diferenciales de inflación de bienes comerciables, que a su vez pueden descomponerse en la suma de diferenciales en márgenes (μ) y en salarios (w), menos las productividades relativas (x):

$$COMERCIABLE_t = (\pi_{T,t} - \pi_{T,t}^*) = (\Delta\mu_{T,t} - \Delta\mu_{T,t}^*) + (\Delta w_{T,t} - \Delta w_{T,t}^*) - (\Delta x_{T,t} - \Delta x_{T,t}^*)$$

DUAL_t representa la contribución de las diferencias en los diferenciales sectoriales de inflación —es decir, las inflaciones duales relativas—, que se pueden descomponer de la siguiente manera:

$$DUAL_t = (1 - \alpha)\theta[(\Delta w_{N,t} - \Delta w_{T,t}) - (\Delta w_{N,t}^* - \Delta w_{T,t}^*)] - (1 - \alpha)\theta[(\Delta x_{N,t} - \Delta x_{T,t}) - (\Delta x_{N,t}^* - \Delta x_{T,t}^*)] + (1 - \alpha)\theta[(\Delta\mu_{N,t} - \Delta\mu_{T,t}) - (\Delta\mu_{N,t}^* - \Delta\mu_{T,t}^*)]$$

En esta expresión habría que añadir un término adicional despreciable, que capturaría las fluctuaciones en los términos de intercambio. Nótese que α es la proporción de bienes importados en el consumo total y θ es la proporción del consumo privado de no comerciables sobre el total de consumo privado descontado el consumo importado. Para más detalles, véase Estrada y otros (2004).

Todos los números vienen expresados en puntos porcentuales y son tasas de crecimiento medio anual.

De acuerdo con las anteriores expresiones, se puede deducir que la columna (1) se obtiene como (3) - (4) + (5), y la columna (2), como (6) - (7) + (8).

tran que la frecuencia de cambio de precios y la proporción de ajustes a la baja son en España similares a las estimadas para la mayor parte de los países miembros de la UEM. La evidencia sobre el funcionamiento del mercado de trabajo es algo distinta. De acuerdo con los escasos análisis disponibles, el mercado de trabajo español está caracterizado, a pesar de las reformas recientes, por un grado de ineficiencia superior a la media de la UEM [véase Brandt et al. (2005)]. Esta ineficiencia vendría generada tanto por la estructura de las prestaciones sociales como por los sistemas y procedimientos seguidos en la negociación laboral, y conllevaría una flexibilidad reducida de los salarios ante los cambios en las condiciones económicas relevantes. Un ejemplo de estas rigideces son las *cláusulas de salvaguarda*, por las que los salarios se revisan automáticamente si se producen desviaciones positivas de la inflación observada sobre la prevista en el momento de la negociación. A diferencia de lo que ocurre en la mayor parte de los países, estas cláusulas están vigentes en la gran mayoría de los convenios colectivos firmados en España.

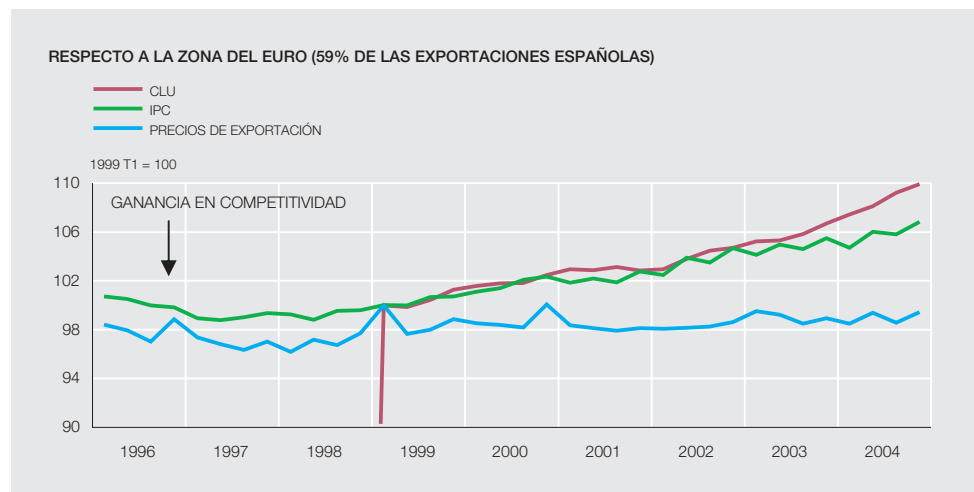
Los determinantes de los diferenciales de inflación

Las regularidades empíricas señaladas en la sección anterior ofrecen ya algunas pistas relevantes para identificar las causas que explican el mayor crecimiento de los precios en España respecto al conjunto de la UEM. Así, parece probable que las perturbaciones de demanda, particularmente en los sectores no expuestos, hayan resultado más relevantes que las de oferta, que el grado relativo de flexibilidad de precios no sea un factor crucial y que, por el contrario, la rigidez de salarios haya podido desempeñar un papel más destacado.

Con objeto de poder ofrecer una explicación analítica completa y coherente del fenómeno, debemos, sin embargo, partir de un modelo estructural, que permita describir la reacción de los precios de la economía española y los del conjunto de la UEM a determinados tipos de perturbaciones. Por su propia naturaleza, el modelo solo puede ser una representación estilizada de la realidad. El reto es lógicamente incluir los elementos que resulten más relevantes para caracterizar la evolución de los precios y, en general, los procesos de ajuste de la economía española.

DESCRIPCIÓN DEL MODELO

El modelo consta de dos países que forman una unión monetaria donde el banco central fija el tipo de interés único con el objetivo de mantener la estabilidad de precios en el conjunto del



FUENTE: Banco de España.

a. Un incremento en el índice indica una pérdida de competitividad.

área. Aunque las tasas de inflación nacionales son iguales en el estado estacionario, estas pueden diferir a corto plazo, lo que implica asimismo discrepancias en el tipo de interés real vigente en cada país.

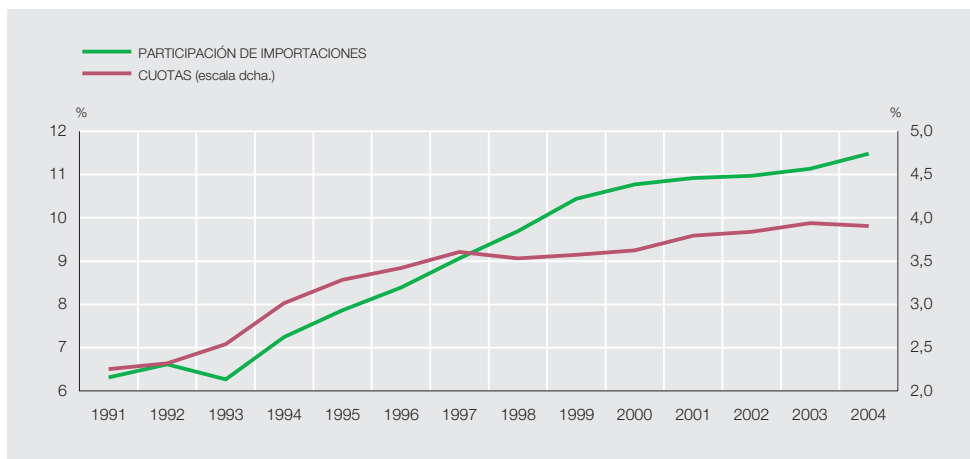
En cada país consideramos dos sectores; uno, que produce bienes comercializables, y otro, especializado en bienes no intercambiados en los mercados internacionales. Las preferencias de los agentes están definidas sobre el consumo de ambos tipos de bienes e incorporan hábitos en el consumo. Además, se supone que los bienes comercializables producidos internamente y los importados no son sustitutos perfectos. Este supuesto permite generar desviaciones respecto de la ley del precio único. Ahora bien, una parte de los consumidores no tienen acceso a los mercados de capitales, por lo que su consumo está restringido por su renta corriente. Este rasgo del modelo permite evitar efectos *crowding-out* entre consumo público y privado.

Finalmente, el modelo incorpora diversas rigideces nominales y reales, que son comunes en la literatura nekeynesiana reciente. En particular, se supone que existe competencia monopolística en los mercados y que solo una fracción de los precios y los salarios se adapta en cada momento al nivel deseado. Los precios y los salarios que no se ajustan varían en función de la inflación agregada observada en el período anterior.

El modelo es calibrado utilizando valores convencionales. En la calibración básica se suponen parámetros coherentes con la situación de la economía española en la UEM. Así, el sesgo doméstico de la demanda en el país doméstico (España) es inferior al del otro (el resto de la UEM), dado el mayor tamaño de este último. Asimismo, se supone que la política monetaria —que sigue una regla de Taylor con la inflación como único argumento— asigna un peso inferior a la inflación del primer país (0,1) que a la del segundo (0,9). Dada la evidencia descrita en la anterior sección, los parámetros que miden la rigidez de precios son considerados iguales en ambos países. Por el contrario, se supone que el grado de indicación salarial es mayor en el país doméstico.

EL EFECTO SOBRE LOS PRECIOS DE LAS PERTURBACIONES

Dada la estructura de la economía, el siguiente paso es utilizar el modelo para estudiar el efecto que tienen distintos tipos de perturbaciones sobre los diferenciales de inflación. Con este objetivo, se somete al modelo a un buen número de perturbaciones de oferta y de deman-



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, Aduanas, Ministerio de Economía y FMI.

da, agregadas y sectoriales y de naturaleza común al área o específica para cada país. En López-Salido, Restoy y Vallés (2005) se presentan los efectos sobre el diferencial de inflación y la inflación dual de cinco perturbaciones: i) una subida de los tipos de interés en la unión monetaria; ii) una perturbación positiva de oferta en la economía doméstica; iii) una perturbación positiva de oferta en el sector comercializable doméstico; iv) un aumento exógeno del consumo agregado en la economía doméstica; y v) un aumento exógeno del consumo de bienes no duraderos en la economía doméstica.

Estas simulaciones proporcionan una serie de resultados útiles para entender los determinantes del diferencial de inflación español. En primer lugar, a pesar de la mayor inercia salarial que se ha supuesto para la economía española, resulta improbable que las perturbaciones comunes generen efectos significativos persistentes sobre el diferencial de inflación. En segundo lugar, los *shocks* agregados de productividad tienden a reducir, y no a incrementar, el diferencial de inflación y no generan el fenómeno de la inflación dual. Asimismo, el cambio técnico en el sector de bienes comercializables tiende a abaratar en términos relativos su producción y, por lo tanto, genera inflación dual. Ahora bien, este tipo de perturbación reduce también la inflación en el conjunto de la economía, por lo que su efecto sobre el diferencial de inflación es ambiguo (de hecho, en la simulación el efecto es negativo). En tercer lugar, tanto la expansión del consumo agregado como la del gasto en bienes no comercializables contribuyen a generar un diferencial positivo de inflación en la economía doméstica. Aunque el primero tiene un impacto sobre el diferencial de inflación superior, solo el segundo genera la inflación dual que observamos en la economía española. Los efectos de este último tipo de perturbación aparecen resumidos en el cuadro 2.

De este modo, los ejercicios realizados con la economía artificial descrita proporcionan nueva evidencia contraria a la hipótesis de Balassa-Samuelson. Al mismo tiempo, indican que el diferencial de inflación español parece, sobre todo, la consecuencia de *shocks* expansivos de demanda, sesgados hacia el consumo de servicios o bienes no intercambiados internacionalmente, que interaccionan con las rigideces de precios y salarios.

El proceso de ajuste de la economía

Una vez identificados los principales factores determinantes de la inflación diferencial, se procede a utilizar el modelo para investigar los mecanismos de ajuste de la economía; es decir, la pauta que siguen las principales variables macroeconómicas cuando se producen las perturbaciones que ocasionan los diferenciales de inflación. En este sentido, tiene especial interés

	Demanda de no comerciables		
	$\pi_H - \pi_F$	$\pi_N - \pi_H$	$\pi - \pi^*$
1	0,27	0,44	0,6
2	0,09	0,60	0,54
3	0,12	0,42	0,46

FUENTE: Banco de España.

NOTAS: Caso 1: No indicación de precios en la economía extranjera. Caso 2: Caso 1 más indicación de precios en la economía doméstica solo en el sector de bienes no comerciables. Caso 3: No indicación de precios ni doméstica ni del resto del mundo. Las simulaciones están basadas en el modelo con consumidores que utilizan una regla mecánica.

comprobar el impacto de los *shocks* sobre la competitividad de la economía y el efecto de esta sobre la actividad real.

De las secciones anteriores se desprende que la perturbación más relevante que ha experimentado la economía española es una expansión de demanda que ha resultado más intensa en sectores no comercializables, como los servicios o la construcción. Con objeto de instrumentar este tipo de perturbación en el modelo, se supone un *shock* al consumo agregado combinado con un *shock* específico al sector de bienes no comercializables. Esta combinación de perturbaciones debe permitir generar un diferencial de inflación significativo, que resulte particularmente elevado en el sector no expuesto.

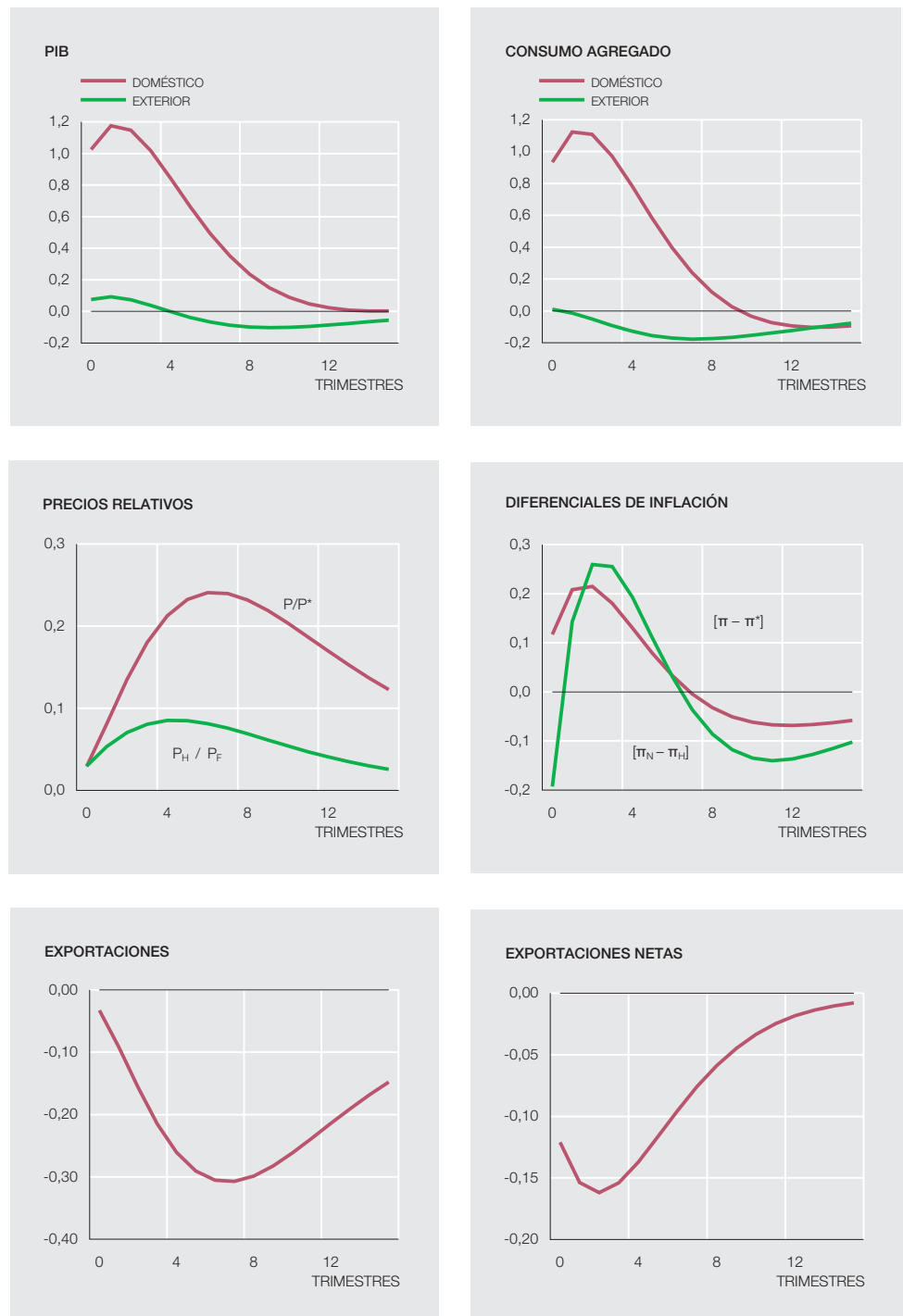
Asimismo, con objeto de incrementar la persistencia del efecto sobre la inflación dual, tiene sentido suponer que la inercia del proceso de formación de precios en el sector de bienes no comercializables es superior a la del sector expuesto. Este supuesto resulta coherente con la abundante evidencia que muestra un mayor grado de rigidez de precios en el sector servicios que en las manufacturas [como se analiza en Álvarez y Hernando (2004)].

En el gráfico 5 se presenta la respuesta de algunas variables macroeconómicas a la perturbación combinada antes descrita. Esta perturbación ha sido calibrada de modo que tenga un impacto inmediato sobre el PIB del 1% y sea persistente (el coeficiente de autocorrelación es 0,9). Como se esperaba, la perturbación genera un aumento del consumo de ambos tipos de bienes que presiona sobre los precios de los dos sectores, generando un diferencial positivo y persistente de inflación. Dado que la demanda de no comercializables crece más que la del resto de bienes, la inflación en el sector no expuesto aumenta en mayor medida, generándose el efecto de inflación dual. La economía extranjera (la UEM) experimenta una pequeña contracción, como consecuencia del ligero tensionamiento de los tipos de interés que ocasiona la aplicación de la regla de Taylor por parte de la autoridad monetaria común. Esta contribuye a reducir las exportaciones de la economía doméstica y a moderar progresivamente el impacto de la perturbación inicial sobre los precios domésticos de los bienes comercializables.

Un resultado interesante es que las exportaciones netas solo caen de manera tenue y gradual, por lo que su efecto estabilizador sobre la actividad y los precios domésticos no es muy intenso. Sin embargo, el efecto de la perturbación sobre la relación de intercambio, aunque no muy pronunciado, es muy persistente, lo que implica pérdidas continuadas de competitividad durante un período relativamente prolongado. Como se señalaba en la sección precedente, este efecto moderado pero creciente de la competitividad sobre el comercio es otro de los rasgos característicos de la evolución reciente de la economía española.

RESPUESTAS DINÁMICAS A UNA PERTURBACIÓN DE DEMANDA
 EN LA ECONOMÍA DOMÉSTICA
 Trimestres después de la perturbación

GRÁFICO 5



FUENTE: López-Salido, Restoy y Vallés (2005).

Nota: P_H y P_F son precios de bienes producidos domésticamente y de importación. P y P^* son precios-consumo doméstico y exterior. Los diferenciales de inflación son variaciones de estos precios relativos.

Conclusiones

En este artículo se ha mostrado evidencia descriptiva y resultados analíticos que permiten mejorar nuestra comprensión de los determinantes del persistente diferencial positivo de inflación que la economía española mantiene con respecto a la media de los países pertenecientes a la Unión Monetaria Europea.

En particular, la expansión de la demanda agregada —superior a la explicada por la evolución de la renta y sesgada hacia el gasto en servicios y vivienda— parece la causa motriz fundamental de la evolución de los precios relativos de nuestro país con respecto al conjunto de la UEM. La persistencia de los efectos de estas perturbaciones sobre los índices de precios parece deberse a los componentes inerciales de los procesos de formación de precios y salarios en nuestra economía. En este sentido, las fricciones que impiden el ajuste flexible de los salarios a las condiciones económicas —tales como las cláusulas de indicación salarial— parecen desempeñar un papel relevante. Además, el tamaño y la persistencia de los diferenciales de inflación, junto con el fenómeno de la inflación dual, sugieren que los precios de los bienes no comercializables son más rígidos que los de los sectores expuestos al comercio internacional, en línea con la evidencia microeconómica para nuestro país y el resto de la UEM recientemente publicada. Asimismo, el análisis efectuado indica que el deterioro de la competitividad que ocasiona la acumulación de diferenciales positivos de inflación no ejerce un efecto estabilizador significativo en el corto plazo, aunque su impacto contractivo sobre las exportaciones netas es muy persistente. Así pues, el diferencial de inflación de la economía española no es la consecuencia directa de procesos virtuosos de convergencia real e incorpora elementos inerciales —asociados a las rigideces de precios y salarios— que producen pérdidas sostenidas de competitividad durante períodos prolongados.

Dada la naturaleza de las perturbaciones que explican los diferenciales de inflación y la ausencia de una política monetaria autónoma, el mantenimiento de una política fiscal restrictiva aparece como un instrumento potencialmente útil para mitigar el desajuste de precios de nuestra economía. Por otra parte, aunque posiblemente la economía española no tiene un grado de flexibilidad inferior al de otras economías europeas, el efecto adverso sobre la competitividad de las rigideces que mantienen los mercados españoles puede ser más significativo que en otros países que no han experimentado perturbaciones expansivas de demanda de la misma intensidad. Finalmente, las instituciones del mercado de trabajo requieren una atención especial, pues en ellas parece residir una parte importante de las fricciones que explican la persistencia del diferencial de inflación español.

21.11.2005.

BIBLIOGRAFÍA

- ALTISSIMO, F., P. BENIGNO y D. RODRÍGUEZ-PALENZUELA (2004). *Inflation differentials in a currency area: some facts and explanations*, mimeo del BCE.
- ÁLVAREZ, L. J., e I. HERNANDO (2004). *Price setting behaviour in Spain: stylised facts using consumer price micro data*, Documentos de Trabajo, n.º 0422, Banco de España.
- ANDRÉS, J., E. ORTEGA y J. VALLÉS (2003). *Market structure and inflation differentials in the European Monetary Union*, Documentos de Trabajo, n.º 0301, Banco de España.
- BCE (2003). *Inflation Differentials in the Euro Area: Potential Causes and Policy Implications*.
- BENIGNO, P., y D. LÓPEZ-SALIDO (2003). *Inflation Persistence and Optimal Monetary Policy in the Euro Area*, ECB Working Paper n.º 178, de próxima aparición en *Journal of Money, Credit, and Banking*.
- BRANDT, N., J. M. BURNIAUX y R. DUVAL (2005). *Assessing the OECD jobs strategy: past developments and reforms*, OECD Working Paper n.º 429.
- DUARTE, M., y A. WOLMAN (2002). *Regional Inflation in a Currency Union: Fiscal Policy vs. Fundamentals*, ECB Working Paper n.º 180.
- ESTRADA, A., J. GALÍ y D. LÓPEZ-SALIDO (2004). *Accounting for Euro-zone Inflation Differentials*, mimeo, Banco de España.
- ESTRADA, Á., y D. LÓPEZ-SALIDO (2002). *Understanding Spanish dual Inflation*, Documentos de Trabajo, n.º 0205, Banco de España.
- (2005). *Sectoral mark-up dynamics in Spain*, Documentos de Trabajo, n.º 0503, Banco de España.

- LÓPEZ-SALIDO, D., y G. PÉREZ-QUIRÓS (2005). «Convergencia real, sincronía cíclica y diferenciales de inflación», capítulo 15 del libro *El análisis de la economía española*, Alianza Editorial, Madrid.
- LÓPEZ-SALIDO, D., F. RESTOY y J. VALLÉS (2005). *Inflation differentials in EMU: the Spanish case*, Documentos de Trabajo, n.º 0514, Banco de España.
- NICOLETTI, G., S. SCARPETTA y O. BOYLAN (1999). *Summary indicators of product market regulation with an extension to employment protection legislation*, OECD Working Paper n.º 226.
- ORTEGA, E. (2003). *Persistent inflation differentials in Europe*, Documentos de Trabajo, n.º 0305, Banco de España.