

## Inflación europea: unida en la diversidad

Las 20 economías de la eurozona tienen una moneda única, el euro, con la que comparten una misma política monetaria e, implícitamente, un tipo de cambio fijo. Sin embargo, en los últimos dos años la eurozona ha sufrido fuertes discrepancias en las tasas de inflación de sus países miembros (véase el primer gráfico). Esta dispersión es relevante: *de facto*, se traduce en diferencias en la transmisión de la política monetaria y los términos de intercambio, porque afecta al tipo de interés y al tipo de cambio «reales» (es decir, ajustados por la inflación): 1 euro es 1 euro tanto en Viena como en París, pero el poder adquisitivo de ese euro depende del coste de la vida en cada ciudad; del mismo modo, un tipo de interés del BCE del 4% no tiene el mismo efecto en una economía donde la inflación es un 10% (tipo de interés real del -6%) que en otra donde sea del 2% (tipo real del +2%). Así, las diferencias de inflación abiertas en los últimos dos años condicionan la actuación del BCE (véase el segundo gráfico) y son un reto para el conjunto de la eurozona. ¿Pero qué hay detrás de esta dispersión?

### Dispersión: el tamaño de la inflación importa

En tiempos más normales, el abanico de inflaciones dentro de la eurozona iba de un mínimo del 0% hasta un máximo del 3%; en 2022, el abanico se ensanchó hasta el 7%-25%. Parte de la dispersión se debe a economías pequeñas que han sufrido inflaciones muy elevadas (especialmente los bálticos, con un pico del 25% en Estonia y del 22% en Letonia y Lituania), mientras que las métricas de dispersión no son tan altas si se tiene en cuenta el peso relativo de cada economía en la cesta de precios del conjunto de la eurozona (véase el tercer gráfico).<sup>1</sup>

Por otro lado, parte de la dispersión entre países refleja un efecto de unidades: si el nivel de inflación se multiplica por 5 (como ha sido el caso en el promedio europeo), también se multiplica por 5 el valor de métricas de dispersión como la desviación estándar. Por esto también debemos analizar la situación actual con métricas de dispersión relativa, como el coeficiente de variación, que normaliza la desviación estándar por el nivel promedio de inflación. Como se ve en el tercer gráfico, este indicador se encuentra en cotas más normales, lo que sugiere que la dispersión entre países no es tan anormal en el contexto de un nivel de inflación generalizadamente alto en toda la eurozona.<sup>2</sup>

1. Formalmente, la desviación estándar ponderada por el peso de cada país es menor que la desviación estándar sin ponderar (es decir, asignando el mismo peso a todas las economías de la eurozona).  
 2. La observación de que la dispersión entre economías aumenta con el nivel de inflación también puede interpretarse como evidencia de diferencias en el grado de rigideces nominales de los países de la eurozona.

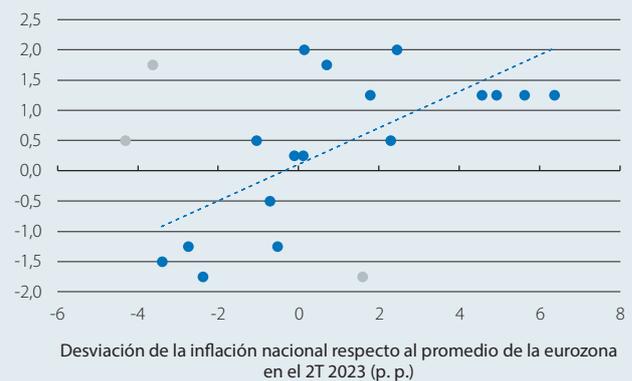
### Eurozona: inflación general



**Nota:** El gráfico muestra la inflación general (en términos interanuales) mínima y máxima entre los países miembros de la eurozona, así como la del conjunto de la región.  
**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat.

### Eurozona: inflación y tono de los bancos centrales nacionales

Tono del banco central nacional (índice Dove-Hawk)



**Notas:** El índice Dove-Hawk de Ecnostream ordena los presidentes de los bancos centrales nacionales de más «palomas» (índice negativo) a más «halcones» (índice positivo). Los puntos grises representan tres casos «atípicos» que no se ajustan bien a la relación: Bélgica, Italia y Luxemburgo.  
**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat y www.ecnostream-media.com.

### Eurozona: dispersión de la inflación general



**Notas:** La desviación estándar sin ponderar da el mismo peso a todos los países de la eurozona, mientras que la ponderada tiene en cuenta el peso de cada país en la cesta del IPCA del conjunto de la eurozona. El coeficiente de variación se corresponde a la desviación estándar ponderada dividida por la inflación promedio de la eurozona en una media móvil de 6 meses.  
**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat.

### Causas de la dispersión...

El contexto es clave, y así lo muestra, también, el hecho de que el grueso de la dispersión se explica por diferencias en la inflación energética (véase el cuarto gráfico), si bien recientemente se observa algo más de dispersión en la inflación de los servicios.<sup>3</sup>

La importancia de la energía y el «efecto nivel» de la inflación son coherentes con la idea de que, detrás de la dispersión entre países, nos encontramos con un mismo origen: un *shock* común y fuerte, el de la guerra en Ucrania y su efecto sobre los precios de la energía y los alimentos, transmitiéndose con distinta intensidad a cada país, según la exposición a la crisis desatada por la guerra y a las diferentes respuestas de política económica. Así, países con una menor dependencia del gas ruso y/o una mayor producción de energía renovable han visto, en general, menos tensionados sus precios. En la misma línea, la disparidad de políticas implementadas ante la crisis ha sido muy elevada, tanto en el coste de las medidas<sup>4</sup> como en su diseño, desde los incentivos al ahorro energético hasta las intervenciones (o no) sobre el sistema de precios,<sup>5</sup> pasando por las ayudas directas a familias y empresas.

Otra forma de constatar el origen común de esta disparidad de inflaciones es analizar la sincronía entre la inflación de los distintos países de la eurozona. Hay técnicas estadísticas que, aprovechando la correlación de las inflaciones de las economías europeas, nos permiten extraer un factor común entre esas inflaciones nacionales. Como muestra el último gráfico, la evolución de este factor común explica buena parte de las dinámicas individuales de cada país, algo que, de hecho, se ha intensificado en los últimos dos años y que no solo se circunscribe a los precios energéticos: por el momento (con datos hasta junio de 2023), también se ha reforzado el factor común detrás de la inflación de bienes industriales, servicios y alimentos de los países de la eurozona.

### ... y consecuencias

Si la dispersión entre países tiene como origen un *shock* común, que no solo procede de la energía, sino que también se traduce en fuertes dinámicas comunes entre los precios subyacentes de cada país, las diferencias deberían normalizarse con la propia disminución de la inflación del conjunto de la eurozona. Sin embargo, esto no implica

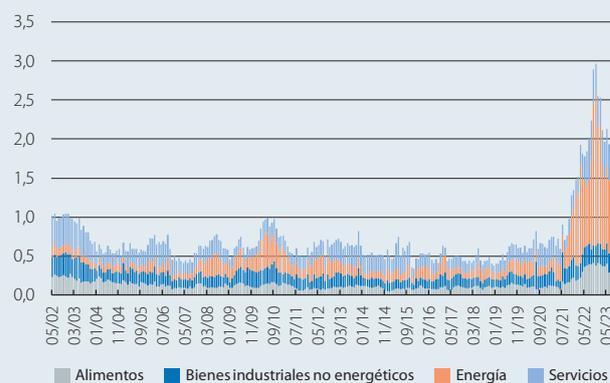
3. La reciente mayor contribución de los servicios también se observa en la descomposición del coeficiente de variación.

4. Según datos de Bruegel, las ayudas públicas van desde más de un 7% del PIB en Alemania hasta menos de un 1% en Finlandia.

5. Por ejemplo, Francia optó por intervenciones directas sobre el precio del gas. Así, el tensionamiento de sus precios energéticos fue menor a corto plazo, pero su distensión está siendo más lenta a medio plazo: en el pico de la crisis, el IPC energético de la eurozona llegó a ser un 30% superior al de principios de 2022, frente a «solo» un 15% en Francia; hoy, la cifra para la eurozona se ha relajado hasta el 10%, pero sigue cerca del 15% en Francia.

### Eurozona: contribuciones a la desviación estándar de la inflación

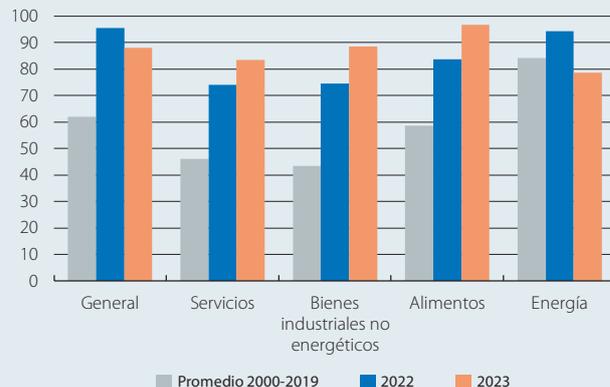
(p. p.)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat.

### Eurozona: varianza de la inflación de los países explicada por factores comunes \*

(%)



Notas: \* Realizamos un análisis de componentes principales para la inflación (general y por productos) de Alemania, Austria, Bélgica, España, Finlandia, Francia, Grecia, Irlanda, Italia, Países Bajos y Portugal. El gráfico presenta la varianza entre los países explicada por el primer componente principal, calculado en ventanas móviles de 24 meses.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat.

una normalización en las diferencias entre los niveles de precios de los países. De hecho, hay indicios de que la dispersión en las tasas de inflación ha llevado a una mayor convergencia en los niveles de precios de los países de la eurozona; una convergencia que puede acentuar desigualdades cuando no va acompañada de convergencia en ingresos y productividad.<sup>6</sup>

6. Véase Buelens, C. (2023). «The great dispersion: euro area inflation differentials on the aftermath of the pandemic and the war». QREA, vol. 23, n.º 2.