

## FOCUS · La sensibilidad de la inflación a la apreciación del euro

En su última aparición en el Parlamento Europeo, Mario Draghi comentó que la actual recuperación está basada en el crecimiento de la actividad económica, lo que, en los próximos trimestres, debería repercutir en un aumento de la inflación. Sin embargo, señaló que la reciente apreciación del euro, cuya valoración ha aumentado hasta un 11,5% en 2017 frente al dólar y un 6,4% frente a los principales socios comerciales de la eurozona (véase el primer gráfico), podría dificultar el cumplimiento del objetivo de inflación. Como veremos a continuación, esta apreciación afectará a la inflación esperada para el 2018, disminuyéndola ligeramente.

El principal canal a través del cual las fluctuaciones en el tipo de cambio afectan a la inflación es mediante el cambio en el precio de las importaciones. Una apreciación de la moneda doméstica implica un menor precio de los productos extranjeros denominados en moneda extranjera. Al ser las importaciones más baratas, el precio tanto de los bienes finales como de los bienes intermedios disminuye, presionando la inflación a la baja. Este mecanismo, conocido como *pass-through*, ha sido estudiado y monitorizado por las autoridades económicas de cada país, dada su relevancia a la hora de determinar la inflación futura. Varios estudios señalan que el *pass-through* nunca es del ciento por ciento, es decir, que una apreciación del 1% se traduce en una disminución de la inflación inferior al 1%.<sup>1</sup> Además, el efecto en la inflación no se produce inmediatamente, sino que el momento máximo se produce entre los cuatro y cinco trimestres tras la apreciación.

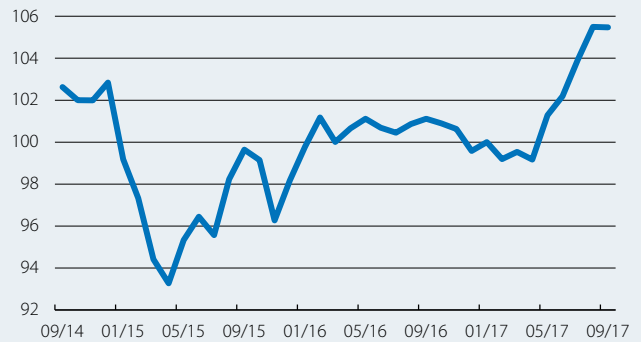
Distintos estudios revelan que la sensibilidad de los precios a variaciones en el tipo de cambio está decreciendo en la eurozona por diversas razones, entre ellas la creciente facturación de importaciones en euros. En 2004, las importaciones de la eurozona provenientes de países fuera de la unión monetaria denominadas en euros representaban el 48,8% del total, comparado con el 51,7% en 2013. A su vez, el porcentaje de las importaciones de servicios denominadas en euros aumentó del 53,8% al 61,5% en los mismos años.<sup>2</sup> Otra explicación de la disminución del *pass-through* en la eurozona es el aumento de las coberturas de los tipos de cambio mediante instrumentos financieros que permiten insular de forma temporal a las empresas importadoras frente a fluctuaciones en el tipo de cambio.<sup>3</sup> Ambos factores permiten a las empresas asegurar los márgenes ante variaciones del valor del euro, sin necesidad de ajustar los precios, disminuyendo así el *pass-through* en el conjunto de la eurozona.

Otro factor determinante a la hora de predecir la sensibilidad de la inflación a variaciones del tipo de cambio es

conocer la causa del movimiento del tipo de cambio. La evidencia de la que se dispone hasta la fecha concluye que la sensibilidad de los precios es distinta según el origen de la fluctuación del tipo de cambio.<sup>4</sup> Según estimaciones del BCE, la apreciación del euro durante el 2017 se debe, principalmente, al mayor aumento de la demanda interna y al cambio en las políticas monetarias esperadas. Si tenemos en cuenta estos factores, a partir de su relación histórica con el tipo de cambio y la inflación, podemos concluir que la inflación en 2018 será, aproximadamente, 0,15 p. p. inferior a la esperada antes de producirse la apreciación del euro. Una magnitud, por tanto, que no debería alarmar a las autoridades frente al fantasma de la deflación, pero que aleja a la eurozona de su objetivo de inflación.

### Eurozona: tipo de cambio efectivo nominal del euro \*

Índice (100 = enero 2017)

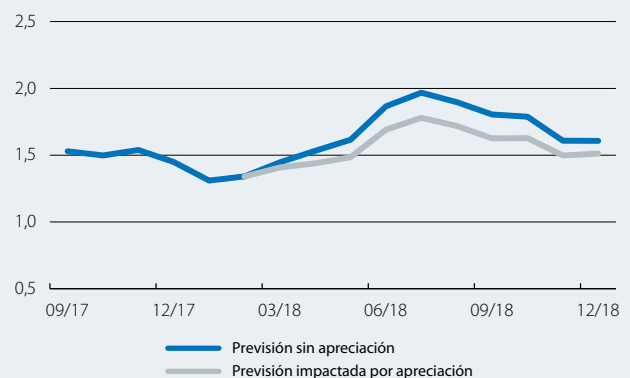


**Nota:** \* Se calcula como la media de las cotizaciones del euro con las divisas de sus principales socios comerciales ponderada por el volumen de exportaciones hacia estos países.

**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos del BCE.

### Eurozona: impacto de la apreciación del euro sobre la previsión de inflación

(%)



**Nota:** El impacto de la apreciación del euro sobre la inflación se ha calculado usando las estimaciones de Komunac y Komunac (2017)<sup>5</sup> y cálculos del BCE.

**Fuente:** CaixaBank Research, a partir de datos del BCE.

1. Entre otros artículos, véase Krugman, P. (1986), «Pricing to market when the exchange rate changes», NBER Working Paper Series.  
 2. Véase BCE (2014), «The international role of the euro».  
 3. Véase BCE (2016), «Exchange rate pass-through into euro area inflation».

4. Véase Forbes, K. et al. (2016), «The Shocks Matter: Improving our Estimates of Exchange Rate Pass-Through», External MPC Unit Discussion, Paper No. 43.  
 5. Véase Komunac, M. y Komunac, D. (2017), «Exchange rate pass-through in the euro area», ECB Working Paper.