

FOCUS · La sensibilitat de la inflació a l'apreciació de l'euro

En la seva última aparició al Parlament Europeu, Mario Draghi va comentar que l'actual recuperació es basa en el creixement de l'activitat econòmica, la qual cosa, en els propers trimestres, hauria de repercutir en un augment de la inflació. No obstant això, va assenyalar que l'apreciació recent de l'euro, la valoració del qual ha augmentat fins a l'11,5% el 2017 enfront del dòlar i el 6,4% enfront dels principals socis comercials de la zona de l'euro (vegeu el primer gràfic), podria dificultar el compliment de l'objectiu d'inflació. Com veurem tot seguit, aquesta apreciació afectarà la inflació esperada per al 2018 i la reduirà lleugerament.

El principal canal a través del qual les fluctuacions en el tipus de canvi afecten la inflació és mitjançant el canvi en el preu de les importacions. Una apreciació de la moneda domèstica implica un menor preu dels productes estrangers denominats en moneda estrangera. En ser les importacions més barates, el preu dels béns finals i dels béns intermedis disminueix i pressiona la inflació a la baixa. Aquest mecanisme, conegut com *pass-through*, ha estat estudiat i monitoritzat per les autoritats econòmiques de cada país, atesa la seva rellevància a l'hora de determinar la inflació futura. Diversos estudis assenyalen que el *pass-through* mai és del cent per cent, és a dir, que una apreciació de l'1% es tradueix en una disminució de la inflació inferior a l'1%.¹ A més a més, l'efecte sobre la inflació no es produeix de manera immediata, sinó que el moment màxim es produeix entre els quatre i els cinc trimestres després de l'apreciació.

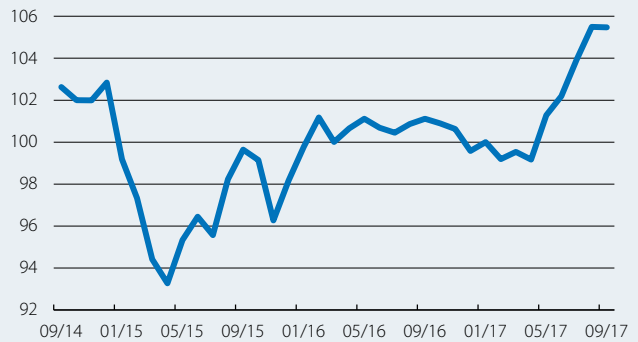
Diferents estudis revelen que la sensibilitat dels preus a les variacions en el tipus de canvi decreix a la zona de l'euro per diverses raons, entre les quals cal esmentar la creixent facturació de les importacions en euros. El 2004, les importacions de la zona de l'euro provinents de països de fora de la unió monetària denominades en euros representaven el 48,8% del total, que cal comparar amb el 51,7% del 2013. Al seu torn, el percentatge de les importacions de serveis denominades en euros va augmentar del 53,8% al 61,5% en els mateixos anys.² Una altra explicació de la disminució del *pass-through* a la zona de l'euro és l'augment de les cobertures dels tipus de canvi mitjançant instruments financers que permeten aïllar de forma temporal les empreses importadores de les fluctuacions en el tipus de canvi.³ Els dos factors permeten a les empreses assegurar els marges davant les variacions del valor de l'euro, sense necessitat d'ajustar els preus, i disminuir, així, el *pass-through* al conjunt de la zona de l'euro.

Un altre factor determinant a l'hora de predir la sensibilitat de la inflació a les variacions del tipus de canvi és

conèixer la causa del moviment del tipus de canvi. L'evidència de la qual es disposa fins avui conclou que la sensibilitat dels preus és diferent en funció de l'origen de la fluctuació del tipus de canvi.⁴ Segons les estimacions del BCE, l'apreciació de l'euro durant el 2017 és deguda, principalment, al major augment de la demanda interna i al canvi en les polítiques monetàries esperades. Si tenim en compte aquests factors, a partir de la seva relació històrica amb el tipus de canvi i amb la inflació, podem concloure que la inflació el 2018 serà, aproximadament, 0,15 p. p. inferior a l'esperada abans de produir-se l'apreciació de l'euro. Una magnitud, per tant, que no hauria d'alarmar les autoritats davant el fantasma de la deflació, però que allunya la zona de l'euro del seu objectiu d'inflació.

Zona de l'euro: tipus de canvi efectiu nominal de l'euro *

Índex (100 = gener 2017)

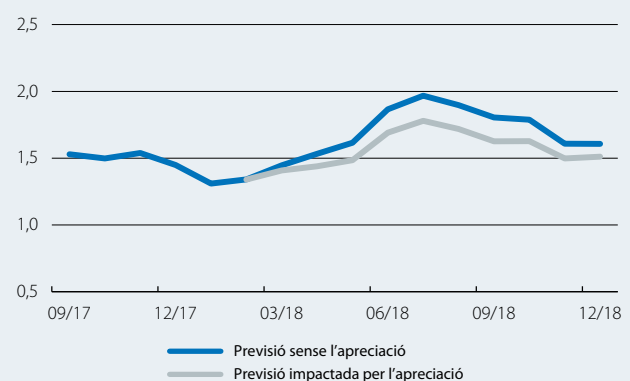


Nota: * Es calcula com la mitjana de les cotitzacions de l'euro amb les divises dels seus principals socis comercials ponderada pel volum d'exportacions cap a aquests països.

Font: CaixaBank Research, a partir de dades del BCE.

Zona de l'euro: impacte de l'apreciació de l'euro sobre la previsió d'inflació

(%)



Nota: L'impacte de l'apreciació de l'euro sobre la inflació s'ha calculat utilitzant les estimacions de Comunale i Kunovac (2017)⁵ i els càlculs del BCE.

Font: CaixaBank Research, a partir de dades del BCE.

1. Entre altres articles, vegeu Krugman, P. (1986), «Pricing to market when the exchange rate changes», NBER Working Paper Series.

2. Vegeu BCE (2014), «The international role of the euro».

3. Vegeu BCE (2016), «Exchange rate pass-through into euro area inflation».

4. Vegeu Forbes, K. et al. (2016), «The Shocks Matter: Improving our Estimates of Exchange Rate Pass-Through», External MPC Unit Discussion, Paper núm. 43.

5. Vegeu Comunale, M. i Kunovac, D. (2017), «Exchange rate pass-through in the euro area», ECB Working Paper.