

# Artículos

## 1 La transmisión del tipo de cambio a la inflación de la zona del euro

*Los movimientos del tipo de cambio son un factor que afecta a la inflación de la zona del euro. El tipo de cambio puede influir en la inflación de la zona tanto directamente, a través del precio de los bienes de consumo final importados, como indirectamente, a través del precio de los bienes intermedios importados utilizados en la producción interna de la zona. Estudios empíricos han demostrado que el impacto de los tipos de cambio es más pronunciado e inmediato en los precios de importación que en los precios finales de consumo. Además, la magnitud y la velocidad de estos efectos presentan diferencias en las distintas categorías de productos. El entorno macroeconómico, factores que influyen en las decisiones de precios de las empresas y las perturbaciones que generan variaciones del tipo de cambio determinan la intensidad de los efectos del tipo de cambio en la inflación. Existen estudios que indican que, con el tiempo, el grado de transmisión del tipo de cambio ha disminuido en la zona del euro y en otras economías avanzadas. Esta disminución puede atribuirse a diversos factores, entre ellos el entorno de baja inflación imperante en muchas economías durante las dos últimas décadas y los cambios en la composición de las importaciones.*

### Introducción

**La medida a través de la que las variaciones del tipo de cambio se transmiten a los precios de importación y posteriormente a los precios finales de consumo suele denominarse «transmisión del tipo de cambio».** Desde la perspectiva de la política monetaria, es importante entender el papel que desempeñan los tipos de cambio en la configuración de los resultados económicos. En particular, el análisis del grado de transmisión de los movimientos del tipo de cambio a los precios de importación o a los precios internos es fundamental para realizar un seguimiento y elaborar previsiones de inflación a escala nacional.

### **Las variaciones del tipo de cambio se transmiten a la inflación medida por el IAPC a través de diversos canales, tanto directos como indirectos.**

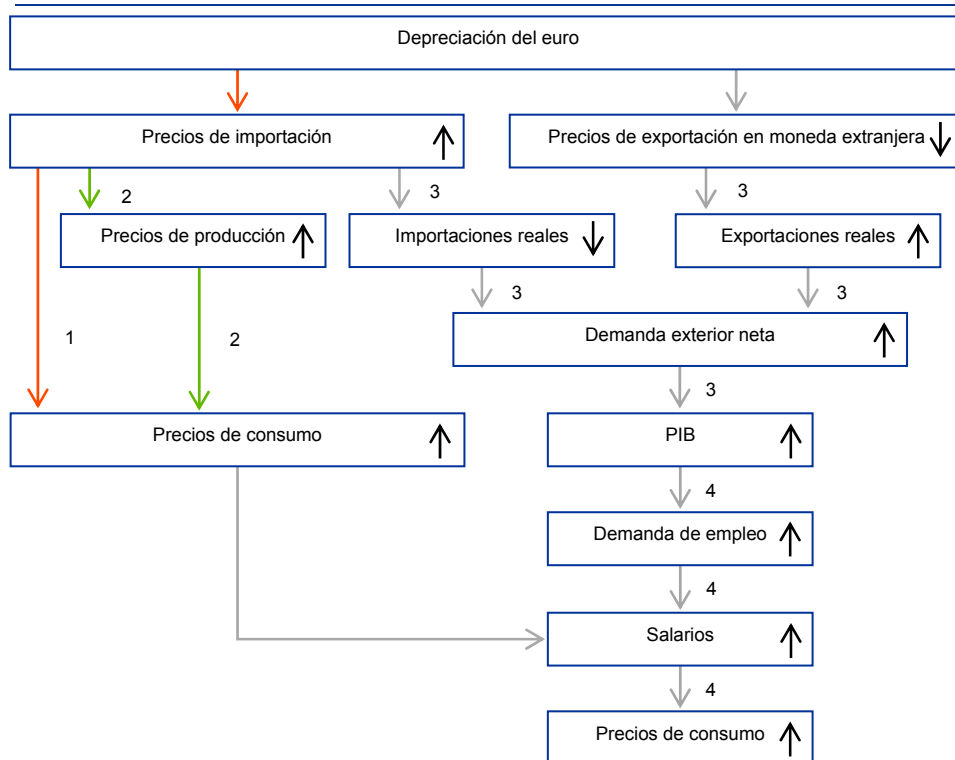
Los movimientos del tipo de cambio se trasladan directamente a los precios de consumo a través de su impacto en los precios de importación de los bienes de consumo final. Tras una depreciación del tipo de cambio, los bienes de consumo final importados se encarecen («primera fase de la transmisión»), elevando la inflación general medida por el IAPC. En la figura 1 se presenta un esquema de los efectos directos e indirectos de una depreciación del tipo de cambio efectivo nominal del euro. El canal directo está representado por una flecha con el número «1», que une directamente los precios de importación con los precios de consumo y depende de las decisiones sobre precios de productores extranjeros que exportan a la zona del euro.

**Los efectos indirectos, que pueden tardar más en propagarse a la economía, se transmiten a través de los costes de producción y de canales reales.** La depreciación del euro se traduce en aumentos de los costes de producción, como consecuencia del encarecimiento de los bienes intermedios importados, y estos se transmiten a las diferentes etapas de la producción nacional de bienes intermedios y de bienes finales («segunda fase de la transmisión»), con un impacto inflacionista en los precios internos de consumo. Este canal está representado por las flechas con el número «2», que conectan los precios de importación con los precios de producción y a continuación con los precios de consumo, y depende, entre otras cosas, del proceso de fijación de precios de las empresas nacionales, que podrían, bien trasladar el aumento de costes resultante de la depreciación del euro para mantener constantes los márgenes y los beneficios, o bien mantener los precios constantes y aceptar una disminución de los beneficios, moderando así la transmisión a los precios finales de consumo.

**En cuanto a los canales reales, la depreciación del euro reduce los precios de las exportaciones de la zona del euro denominadas en otra moneda e incrementa los precios en euros de las importaciones.** Esto, a su vez, conduce a un aumento de la demanda exterior neta y a un mayor crecimiento del PIB (representado por las flechas con el número «3»). Como el avance del crecimiento del PIB real da lugar a un incremento de la demanda de empleo y de los salarios, se generan presiones al alza sobre los precios de consumo (señaladas por las flechas con el número «4»). Estos efectos indirectos pueden verse reforzados por las expectativas de que se produzca una espiral positiva de aumento del crecimiento y de la inflación en el futuro.

**Figura 1**

Presentación esquemática de los efectos directos e indirectos de una depreciación del tipo de cambio efectivo nominal



Nota: Las flechas que conectan las cajas indican causalidad, mientras que las flechas que están dentro de las cajas señalan la dirección del movimiento de la variable.

**La composición de la cesta de consumo también es importante para entender cómo las variaciones del tipo de cambio afectan a la inflación medida por el IAPC.** El índice armonizado de precios de consumo (IAPC) es una media ponderada de una cesta representativa de bienes y servicios consumidos por los hogares de la zona del euro. Esta cesta incluye una amplia gama de componentes, desde alimentos y prendas de vestir hasta servicios de alojamiento, con una participación diferente de los bienes intermedios importados en su estructura de producción<sup>24</sup>. El efecto agregado depende de la composición de la cesta de consumo, que puede cambiar con el tiempo.

**La transmisión del tipo de cambio depende también de qué perturbaciones afecten a los tipos de cambio y a la inflación en cada momento.** La transmisión del tipo de cambio suele considerarse una correlación entre las variaciones del tipo de cambio y la inflación, sin ninguna interpretación económica significativa. Sin embargo, desde el punto de vista económico, la transmisión está relacionada con la naturaleza de las perturbaciones que influyen en el tipo de cambio y en los precios, ya que este es uno de los factores que afectan a la manera en que las empresas reaccionan y ajustan sus precios.

<sup>24</sup> En el sitio web del BCE puede consultarse información ([overview](#)) sobre las categorías de productos incluidos en la cesta del IAPC.

**El artículo se estructura como sigue:** en la siguiente sección se explica la capacidad de respuesta de diversos precios a variaciones del tipo de cambio y muestra cómo las secuencias de apreciaciones y depreciaciones dificultan considerablemente la dinámica de la relación entre el tipo de cambio y los precios. En la tercera sección se analizan los factores determinantes de la transmisión del tipo de cambio en la literatura teórica y su relevancia empírica para la zona del euro. En la cuarta sección se presentan estimaciones de la transmisión a los precios de importación y a los precios de consumo en la zona del euro efectuadas en diversos estudios y se comenta la importancia de tener en cuenta las perturbaciones macroeconómicas subyacentes al analizar los impactos del tipo de cambio, y en la última sección se presentan las conclusiones.

## Conclusiones

**Entender la manera en que los tipos de cambio configuran las perspectivas de inflación es esencial para una ejecución eficaz de la política monetaria y para entender la fortaleza de su mecanismo de transmisión.** A partir de la evidencia obtenida de los datos disponibles, de modelos y de la literatura, este artículo contribuye a comprender mejor la compleja influencia del tipo de cambio en los precios de la zona del euro, y esa evidencia permite extraer algunas conclusiones.

**En primer lugar, el efecto más acusado e inmediato del tipo de cambio es en los precios de importación, y disminuye a lo largo del proceso de fijación de precios.** Correlaciones gráficas simples muestran que los precios de importación tienden a estar correlacionados con los movimientos del tipo de cambio, mientras que este efecto es más moderado en los precios de producción y en el IAPC final. La existencia de costes locales de distribución, el menor peso de los bienes intermedios importados en el IAPC final y el tiempo relativamente prolongado que los efectos indirectos de las perturbaciones cambiarias tardan en trasladarse a la economía son los principales factores que contribuyen a este patrón.

**En segundo lugar, la magnitud y la velocidad de la transmisión del tipo de cambio parecen ser diferentes en las distintas categorías de productos, lo que indica que las estructuras de costes y las decisiones sobre precios de las empresas son importantes para calibrar los efectos del tipo de cambio en el nivel agregado de precios.** Los resultados empíricos muestran que la transmisión a los precios de producción de los bienes intermedios es más pronunciada, mientras que es menor en el caso de los precios de los bienes de capital. El impacto en los bienes de consumo tiende a situarse entre ambos. Dentro de los componentes de los bienes industriales no energéticos, la transmisión más acusada suele corresponder a los bienes de consumo duradero. Estas diferencias a escala de categorías de bienes pueden estar relacionadas con las distintas características de los sectores.

**En tercer lugar, las estimaciones de la transmisión del tipo de cambio para la zona del euro varían notablemente en los distintos modelos y períodos.** Las estimaciones de la transmisión del tipo de cambio basadas en el tipo de cambio

bilateral del euro frente al dólar estadounidense se consideran proporcionalmente más elevadas que las basadas en el tipo de cambio efectivo nominal en relación con los 38 principales socios comerciales de la zona del euro. Además, estudios empíricos han proporcionado cierta evidencia de que, desde los años noventa, la sensibilidad de los precios de importación y de los precios internos al tipo de cambio nominal ha disminuido. Se han dado diversas explicaciones al respecto, como el cambio en la composición de las importaciones hacia sectores menos sensibles al tipo de cambio, una mayor proporción de operaciones denominadas en euros en las importaciones procedentes de fuera de la zona, la cobertura natural y financiera frente a los tipos de cambio a través de la participación en las cadenas globales de producción y de los instrumentos financieros, y la contribución del entorno de baja inflación.

**Por último, estudios recientes propugnan tener en cuenta las perturbaciones económicas subyacentes al analizar la capacidad de reacción de los precios de importación y de los precios internos a las variaciones del tipo de cambio.**

Los estudios están lejos de alcanzar un consenso sobre la importancia de cada perturbación a la hora de determinar el tipo de cambio y sobre el grado de transmisión después de cada perturbación. No obstante, parecen coincidir en que, cuando una perturbación de política monetaria afecta al tipo de cambio nominal, suele generarse una transmisión relativamente más pronunciada. El hecho de que la transmisión del tipo de cambio dependa de la perturbación puede explicar por qué, en algunos períodos, la reacción de los precios finales a las variaciones del tipo de cambio es menos o más acusada de lo que cabría esperar a partir de regularidades históricas simples.

[Si desea leer el artículo completo en su versión en inglés, haga clic aquí.](#)

## Evolución de la inversión empresarial en la zona del euro desde la crisis

*La inversión empresarial es un importante factor impulsor del ciclo económico, así como un determinante de las perspectivas de crecimiento futuro. Aunque la ratio de inversión real de las empresas de la zona del euro sobre el valor añadido se ha recuperado en menor medida que en otras economías avanzadas, recientemente ha superado su media histórica. La recuperación de la inversión se está viendo favorecida por la mejora de la demanda, de las expectativas de beneficios y de las condiciones de financiación, combinada con la disminución de la incertidumbre. Sin embargo, el débil avance de la inversión total en la zona del euro ha hecho que el stock de capital crezca a un ritmo menor, lo que ha afectado al crecimiento potencial y al de la productividad desde la crisis. Además, la deuda bruta de las empresas de la zona del euro se mantiene elevada en términos históricos y diversos factores regulatorios e institucionales continúan lastrando la inversión empresarial, pese a la serie de reformas acometidas en los últimos años. En estos momentos, las políticas orientadas a mejorar el entorno regulatorio y las condiciones crediticias, a reducir las barreras de entrada, a incrementar la flexibilidad general de los mercados de trabajo y de productos, y a proporcionar un marco eficaz de reestructuración de la deuda son particularmente importantes para fomentar la inversión. Por último, una inversión en infraestructuras eficiente y con objetivos específicos puede favorecer la inversión empresarial.*

### Regularidades empíricas sobre la inversión empresarial

**La inversión es un factor clave del ciclo económico y un determinante de las perspectivas de crecimiento futuro.** La inversión real, que es un importante componente del gasto del PIB, con un peso de alrededor del 20 %, determina el ciclo económico a través de las fluctuaciones cíclicas. Las decisiones de inversión también influyen de manera crucial en el stock de capital y, por tanto, en el crecimiento potencial. Sin suficiente inversión, el stock de capital no puede renovarse periódicamente, lo que dificulta el progreso tecnológico y obstaculiza la realización de cambios estructurales de la economía en su conjunto. La inversión —principalmente la inversión empresarial (aproximada por la inversión real, excluida la construcción) (véase recuadro 1)— también aumenta la capacidad productiva de la mano de obra, al impulsar la intensidad del capital.

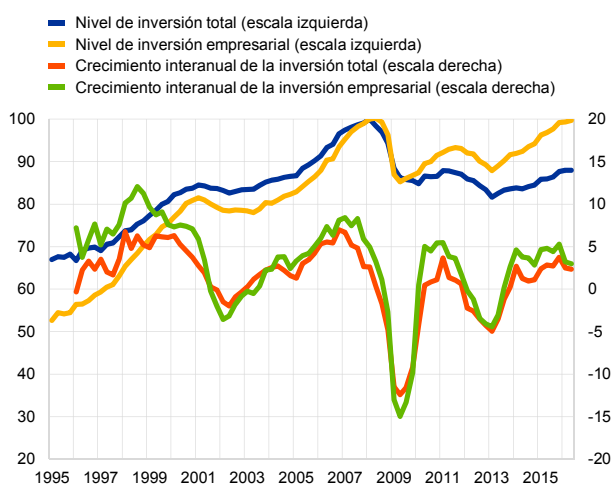
**Este artículo se centra en la recuperación de la inversión real de las empresas de la zona del euro en los tres últimos años y se analizan sus factores determinantes y las políticas necesarias para mejorar las condiciones de inversión.** Tras un período de contracción considerable durante la crisis, la inversión real de las empresas se ha recuperado ostensiblemente desde principios de 2013 (véase gráfico 1). La fuerte caída de la inversión total en la zona del euro observada durante la Gran Recesión y el descenso registrado en 2011-2012 fueron consecuencia de la menor inversión empresarial, pero también de la acusada

corrección a la baja de los mercados de la vivienda, en un contexto de recalentamiento de estos mercados y de persistentes restricciones presupuestarias, que se tradujeron en una reducción de la inversión en construcción y de la inversión pública. El incremento general de la formación de capital fijo total desde principios de 2013 ha estado impulsado por la inversión, excluida la construcción, mientras que la inversión en construcción no empezó a aumentar hasta 2015 (véase gráfico 2). En los últimos trimestres, la inversión real —principalmente, la inversión empresarial— se ha convertido en un importante motor de la recuperación de la zona del euro además del consumo privado.

**Gráfico 1**

**Inversión real total e inversión empresarial en la zona del euro**

(índice: I TR 2008 = 100; tasas de variación interanual)



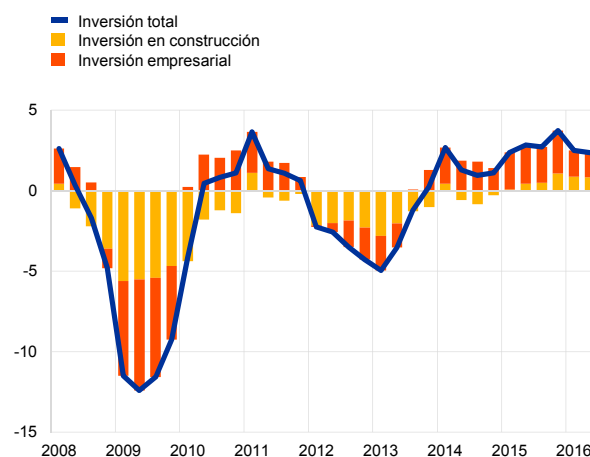
Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: La observación más reciente corresponde al segundo trimestre de 2016. La inversión real de las empresas se refiere a la inversión, excluida la construcción.

**Gráfico 2**

**Desglose de la inversión real total en la zona del euro**

(tasas de variación interanual; puntos porcentuales)



Fuentes: Eurostat y cálculos del BCE.

Notas: La observación más reciente corresponde al segundo trimestre de 2016. La inversión real de las empresas se refiere a la inversión, excluida la construcción.

## Conclusiones

**Los factores cíclicos y estructurales que sustentan la recuperación de la inversión han mejorado en los últimos años.** La recuperación, que se viene registrando desde 2013, ha estado impulsada por la mejora de las condiciones de la demanda y de los beneficios y, en algunos países de la zona del euro, por el adecuado avance del proceso de desapalancamiento y por unas condiciones de financiación más favorables.

**En los próximos años, la mejora de los factores cíclicos debería seguir respaldando la inversión empresarial, mientras que el menor potencial de crecimiento subyacente y los niveles aún elevados de deuda podrían frenar las decisiones de inversión.** De cara al futuro, se espera que la inversión empresarial continúe creciendo. La recuperación de la demanda, la orientación acomodaticia de la política monetaria y la mejora de las condiciones de financiación deberían impulsar la inversión. El aumento de los beneficios y la necesidad de

reemplazar el capital tras años de tímida formación de capital fijo también deberían favorecer la inversión total en el futuro. Sin embargo, es posible que las necesidades de desapalancamiento y un clima empresarial aún desfavorable en algunos países, así como las débiles perspectivas de crecimiento potencial, moderen el avance de la inversión. Además, la incertidumbre relativa a las futuras relaciones de la Unión Europea con el Reino Unido y las posibles implicaciones para la economía de la zona del euro podrían afectar a las perspectivas de inversión.

**De cara al futuro, las políticas estructurales seguirán desempeñando un papel esencial para estimular la inversión.** Para impulsar la inversión empresarial a largo plazo es fundamental contar con políticas que afecten al entorno regulatorio, mejoren la competencia en los mercados de productos, favorezcan la flexibilidad laboral y respalden el proceso de desapalancamiento y el crecimiento del crédito a través de unos marcos de insolvencia más efectivos.

[Si desea leer el artículo completo en su versión en inglés, haga clic aquí.](#)



© Banco Central Europeo, 2016

Apartado de correos 60640, Fráncfort del Meno, Alemania

Teléfono: +49 69 1344 0

Sitio web: [www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)

Traducción efectuada por el Banco de España. Todos los derechos reservados. Se permite la reproducción para fines docentes o sin ánimo de lucro, siempre que se cite la fuente.

Este Boletín ha sido elaborado bajo la responsabilidad del Comité Ejecutivo del BCE. Su traducción y su publicación corren a cargo de los bancos centrales nacionales.

La recepción de datos para elaborar este Boletín se cerró el 19 de octubre de 2016.

ISSN 2363-3492 (edición electrónica)

Número de catálogo UE QB-BP-15-005-ES-N (edición electrónica)