

¿Un mayor dinamismo de los salarios supondrá una mayor inflación en España?

Durante el 2018, la inflación subyacente ha permanecido estable a pesar del dinamismo del mercado laboral. En parte, ello se ha debido a que los salarios aún no crecen de forma significativa. Para los próximos años, sin embargo, todo apunta a que la recuperación de los salarios irá ganando fuerza, lo que podría presionar al alza la inflación. Por ello, a continuación, exploramos el vínculo entre la recuperación salarial y la inflación.

Dinámicas recientes de la inflación

España cerrará el 2018 con una inflación cercana al 2% en un año en el que, tras empezar con unos registros cercanos al 1% en el 1T 2018, se ha ido de menos a más. Sin embargo, gran parte de este empuje se debe a la evolución de los precios energéticos, altamente volátiles y muy dependientes del precio del petróleo. En cambio, la inflación subyacente, que excluye los componentes volátiles (precios energéticos y de alimentos no elaborados) y refleja mejor las tendencias inflacionistas de fondo, se ha mantenido relativamente estable y en cotas contenidas (alrededor del 1% en la mayor parte del año).

La estabilidad de la inflación subyacente en estas cotas bajas contrasta con el dinamismo del mercado laboral. Entre 2013 y 2018, la tasa de paro se ha ido reduciendo sostenidamente a un ritmo de 2 p. p. anuales, de modo que hoy hay prácticamente 2 millones de empleados más que en 2013. La curva de Phillips, que relaciona la situación del mercado laboral con la inflación, ilustra bien el contraste entre ambas dinámicas en los últimos años. Como muestra el segundo gráfico, la curva de Phillips de la economía española sugiere que, dado el nivel de desempleo actual, deberíamos observar una inflación subyacente claramente superior (algo por encima del 1,5%).

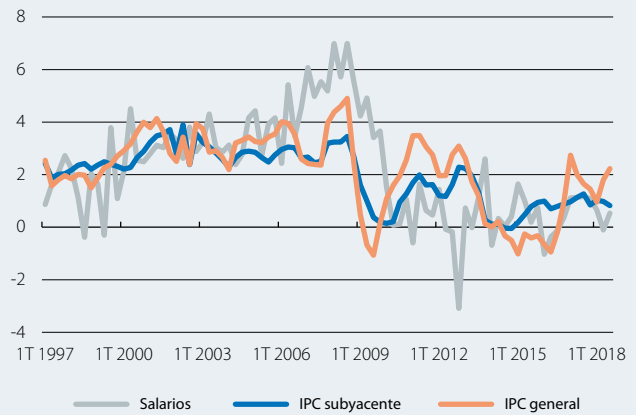
El desacople entre el mercado laboral y la inflación

Este aparente desacople entre la inflación y el mercado laboral es un fenómeno generalizado entre las principales economías del mundo. En particular, los estudios académicos apuntan a tres grandes tipos de explicaciones: la estabilidad de las expectativas de inflación, cambios estructurales relacionados con la globalización y las nuevas tecnologías, y problemas de medida.¹ Más en detalle,

1. Véase Stock, J. y Watson, M. (2018), «Slack and Cyclically Sensitive Inflation», Working Paper. En términos de la curva de Phillips, estos son factores que provocan un aplanamiento de la curva o su desplazamiento hacia el interior. Otra explicación a este aparente desacople entre inflación y mercado laboral es la no linealidad de la curva de Phillips (es decir, el hecho de que la sensibilidad de la inflación al mercado laboral aumenta con la reducción del desempleo, como muestran, por ejemplo, Donayre, L. y Panovska, I. (2016), «Nonlinearities in the U.S. wage Phillips curve», Journal of Macroeconomics): algo que, como refleja el segundo gráfico, también se observa en el caso de España.

España: evolución de los precios y los salarios

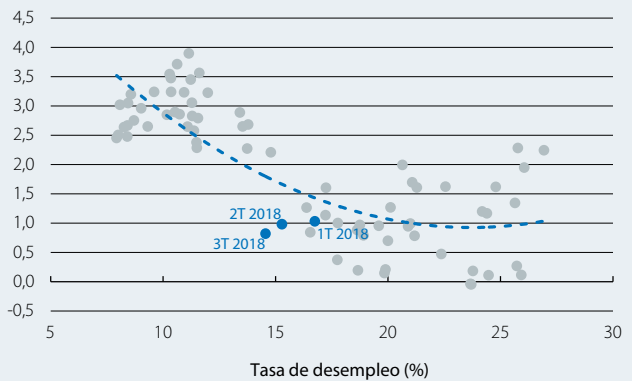
Variación interanual (%)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE.

España: curva de Phillips

Inflación subyacente (%)



Nota: Cada punto es un trimestre distinto del 1T 2002 al 3T 2018. En azul se encuentran los tres primeros trimestres de 2018.

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE.

una primera posible explicación es que las expectativas de inflación (que son un importante determinante de la inflación finalmente observada) se hayan vuelto más estables (y, por lo tanto, menos sensibles al ciclo económico) gracias a la credibilidad de la política monetaria para conseguir los objetivos de inflación. En segundo lugar, la globalización² y las tecnologías digitales facilitan la deslocalización de la producción y aumentan el componente global de la cadena de formación de precios, con lo que la inflación doméstica se vuelve más sensible al ciclo económico global y menos sensible al doméstico. Además, tanto el aumento del poder de mercado de las empresas

2. Véase Wei, S. y Xie, Y. (2018), «On the Divergence between CPI and PPI as Inflation Gauges: The Role of Supply Chains», NBER Working Paper n.º 24319.

observado en las últimas décadas³ como los avances tecnológicos que incentivan un uso relativamente mayor del capital también reducen la influencia del factor trabajo en la construcción de los precios. Por último, hay economistas que argumentan que esta pérdida de sensibilidad entre la inflación y el mercado laboral es, en parte, un artificio estadístico, fruto de los problemas para medir correctamente los verdaderos niveles de desempleo e inflación.⁴

La sensibilidad de la inflación a los salarios

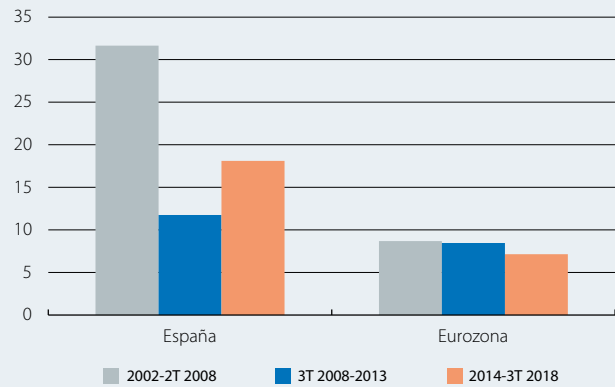
Para profundizar en la relación entre mercado laboral e inflación, a continuación estudiamos uno de los canales a través del cual la recuperación del mercado laboral se transmite a la inflación: el crecimiento de los salarios. Hasta el momento, la reducción del desempleo se ha trasladado de forma discreta al crecimiento salarial. En concreto, según la contabilidad nacional, la remuneración por asalariado a tiempo completo ha aumentado a un ritmo promedio del 0,5% anual entre 2013 y 2018. Sin embargo, los salarios pactados por los convenios colectivos han mostrado más dinamismo: desde un crecimiento del 0,4% interanual de principios de 2013 al 1,7% de finales de 2018. Así, los convenios colectivos sugieren que el crecimiento salarial del conjunto de la economía podría mostrarse algo más firme en los próximos trimestres.

¿Tendrá ello un impacto notable sobre la inflación? La cesta de precios de referencia, es decir, el índice de precios al consumo (IPC), incluye productos muy diversos y que, como tales, presentan sensibilidades distintas al ciclo económico doméstico (por ejemplo, algunos de ellos están muy integrados en la cadena productiva global y, por lo tanto, sus precios se determinan internacionalmente). Por ello, para responder a nuestra pregunta, desagregamos el IPC⁵ en cerca de 100 componentes y, tanto para España como para el conjunto de la eurozona, analizamos la sensibilidad histórica de cada uno de estos componentes respecto a la evolución de los salarios.⁶

Así, a partir de las relaciones históricas entre precios y salarios, identificamos aquellos componentes de la cesta del IPC cuyos precios responden positivamente a un aumento de los salarios. En consonancia con la pérdida

Sensibilidad de la inflación a los salarios

Peso de los precios sensibles al crecimiento salarial en el conjunto de la cesta del IPCA (%)



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

de sensibilidad de la inflación al mercado laboral comentada anteriormente, nuestro ejercicio muestra que, en España, se ha reducido notablemente el peso de los precios que son sensibles al crecimiento salarial: en concreto, estos componentes han pasado de representar cerca del 30% del total de la cesta en el periodo comprendido entre 2002 y el 2T 2008 (la anterior fase expansiva) a algo menos del 20% en el periodo más reciente (véase el tercer gráfico). De hecho, con esta dinámica, la sensibilidad salarial de la inflación española se ha acercado a la que exhibe la inflación del conjunto de la eurozona (donde los componentes sensibles al crecimiento salarial representan algo menos del 10%), aunque sigue siendo notablemente más elevada que la de las otras principales economías de la eurozona.⁷

En conclusión, nuestro análisis muestra una pérdida de sensibilidad de la inflación española al crecimiento de los salarios. Ello es coherente con el desacople entre las dinámicas de inflación y del mercado laboral que se observa de manera generalizada entre las principales economías internacionales. Sin embargo, la pérdida de sensibilidad de la inflación española ha hecho que esta se acerque a la de sus principales socios europeos. De este modo, es probable que el mayor dinamismo salarial que cabe esperar en los próximos años tenga un impacto moderado sobre la inflación española, especialmente en comparación con la anterior fase expansiva, y que el ritmo de recuperación de las presiones inflacionistas subyacentes sea gradual y relativamente parejo al del conjunto de la eurozona.

3. Véase Loecker, J. y Eeckhout, J. (2017), «The Rise of Market Power and the Macroeconomic Implications», NBER Working Paper n.º 23687.
 4. Véase, por ejemplo, el Focus «Más allá de la tasa de desempleo», en el IM12/2017.
 5. Centramos el análisis en el IPC armonizado (IPCA) para hacer comparables los resultados entre economías de la eurozona.
 6. Para cada componente del IPCA, y en cada región, se estima la regresión $\pi_{i,t} = \alpha + \rho \pi_{i,t-1} + \beta \text{salario}_{i,t-j} + \Omega \text{petróleo}_t + \varepsilon_{i,t}$ para $j = 0, 1, \dots, 4$. π es la inflación del componente; *salario*, el crecimiento salarial, y *petróleo* el crecimiento del precio del petróleo. Este análisis se realiza con datos trimestrales a partir de 2002 y para tres muestras temporales distintas: 2002-2T 2008, 3T 2008-2013 y 2014-3T 2018. Dentro de cada muestra, decimos que un componente es sensible al crecimiento salarial cuando el coeficiente β es significativamente positivo en al menos una de las cinco estimaciones (es decir, en $j = 0, 1, \dots, 4$).

7. El mismo ejercicio aplicado a Alemania y Francia muestra que, en las cestas del IPCA de estas economías, los componentes sensibles al crecimiento salarial tienen un peso cercano al 10%.