

## La importància de les pressions salarials en la determinació dels preus

Històricament, hem observat una relació estreta entre l'evolució de la taxa d'atur i la inflació: en general, quan la taxa d'atur es redueix, les pressions salarials solen augmentar, i viceversa. No obstant això, en els últims anys, sembla que aquesta relació, coneguda com corba de Phillips, s'ha afeblit. Per exemple, la reducció de la taxa de d'atur registrada a la zona de l'euro des del final del 2015 hauria d'haver generat una major taxa de creixement dels salaris i, en última instància, també de la inflació. Per què no ha succeït?

La teoria econòmica no deixa lloc a dubtes: en les fases expansives del cicle econòmic, a mesura que la taxa d'atur disminueix, costa més contractar nous treballadors i retenir els propis treballadors de l'empresa, i això, normalment, acaba generant pressions a l'alça sobre els salaris. A grans trets, hi ha dos canals a través dels quals una major pressió salarial es converteix en un augment de les pressions inflacionistes: d'una banda, el major poder adquisitiu dels treballadors<sup>1</sup> afavoreix un augment de la demanda agregada, la qual cosa permet a les empreses pujar els preus. A més a més, l'augment dels salaris incrementa els costos de producció de les empreses i les obliga, en la mesura del possible, a augmentar els preus per minimitzar l'impacte sobre els beneficis.<sup>2</sup>

Com hem apuntat amb anterioritat, històricament, la relació entre els salaris i la inflació subjacent ha estat molt sòlida. Una forma senzilla d'il·lustrar-ho és analitzant l'evolució de la sensibilitat entre les dues variables, que s'ha mantingut en cotes relativament elevades durant anys. No obstant això, en els últims anys, com es pot observar al primer gràfic, sembla que la sensibilitat de la inflació a les variacions dels salaris s'ha afeblit. En aquest sentit, Mario Draghi ha apuntat recentment que certs elements estructurals, com la globalització i l'augment del comerç *online*, podrien explicar aquesta menor puixança de la inflació.<sup>3</sup>

Amb la finalitat d'apreciar amb més detall l'afebliment de la relació entre els salaris i la inflació, analitzem l'evolució dels diferents components de l'índex de preus de consum harmonitzat (IPCH) de la zona de l'euro i l'evolució dels salaris del seu sector. En concret, estimem l'evolució per a cada component de l'IPCH que caldria esperar atesa l'evolució dels salaris en cada sector si es mantingués la relació històrica entre les dues variables. Tal com ho mostra el segon gràfic, en els últims anys, la inflació subjacent

1. En la mesura que la inflació triga uns trimestres a repuntar, l'alça dels salaris dels treballadors es tradueix en un augment del seu poder adquisitiu.
2. Vegeu Nevo, A. i Wong, A. (2018), «Measuring inflation in the modern economy - a micro price-setting view», ECB Forum on Central Banking.
3. Vegeu el discurs de M. Draghi a Sintra al juny del 2018 a [www.ecb.int](http://www.ecb.int)

### Zona de l'euro: sensibilitat de la inflació a les variacions salarials

Coefficient de sensibilitat

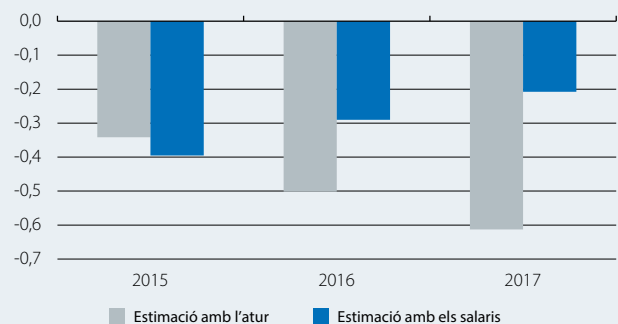


**Nota:** Estimem l'equació  $\pi_t = \alpha + \rho\pi_t^e + \varepsilon_t$  per al període 1T 2002-4T 2007, on  $\pi_t$  indica la inflació i  $\pi_t^e$  l'evolució dels salaris. Afegim, successivament, trimestres a la regressió fins al 4T 2017. Mostrem la mitjana del coeficient  $\rho$  per als períodes indicats.

**Font:** CaixaBank Research, a partir de dades d'Eurostat.

### Zona de l'euro: diferència entre la inflació esperada i l'observada

(p. p.)



**Nota:** En concret, la inflació predita, atesa l'evolució dels salaris, és el resultat de l'agregació de la inflació predita de cada component de l'IPCH, atesa l'evolució dels salaris en el seu sector NACE en el període 1T 2002-4T 2017, ponderant cada component amb el seu pes a l'IPCH. Es fa el mateix exercici utilitzant la taxa d'atur. Es té en compte l'evolució del preu del petroli en les regressions estimades.

**Font:** CaixaBank Research, a partir de dades d'Eurostat.

s'ha situat de manera sostinguda per sota de l'esperat. No obstant això, és important destacar que aquesta diferència s'ha reduït amb el pas del temps.

En canvi, si fem el mateix exercici analitzant la relació entre la taxa d'atur i l'evolució de la inflació, observem que, a més que la inflació ha anat sorprenent a la baixa (atesa l'evolució de la taxa d'atur), aquesta sorpresa ha augmentat amb el pas del temps.

Per tancar la relació entre les tres variables, al tercer gràfic mostrem com la sincronia que, històricament, han mostrat els salaris i la taxa d'atur sembla que s'ha trencat en els últims anys.

Diversos factors poden explicar el creixement moderat dels costos laborals malgrat la reducció de la taxa d'atur, però un que sembla més rellevant és l'augment de la subo-

cupació, ja que comporta que el grau de saturació del mercat laboral sigui inferior al que suggereix la taxa d'atur.<sup>4</sup> En concret, el percentatge de treballadors subocupats va augmentar des del 2002, fins a assolir un màxim històric el 2015, quan es va situar lleugerament per damunt del 6%. De llavors ençà, ha mantingut una tendència moderada a la baixa, però encara es troba en nivells relativament elevats (el 5,7% el 2017). El segon candidat que serveix per explicar el menor creixement dels salaris és l'evolució de la productivitat, la taxa de creixement de la qual ha experimentat un descens notable en els últims anys.<sup>5</sup>

Quan avaluem amb tècniques estadístiques el pes d'aquests dos factors per explicar el menor creixement dels salaris, observem que el gran protagonista és la subocupació.<sup>6</sup> Com ho mostra l'últim gràfic, la mesura convencional del grau de saturació del mercat laboral, la taxa d'atur, explica una part significativa de la contenció salarial observada en els últims anys, però la rellevància de l'elevada taxa de subocupació encara és més gran. Pel que fa al creixement de la productivitat, l'anàlisi duta a terme suggereix que ha tingut un paper més secundari recentment.

Finalment, és important destacar que la capacitat d'explicar l'evolució dels salaris amb les variables comentades més amunt s'ha reduït en els últims anys. Això suggereix que, probablement, altres factors podrien estar tenint un paper cada vegada més important en la determinació de l'evolució dels salaris. Entre aquests factors, sembla que els candidats que expliquen millor aquest canvi de patró són l'augment de la temporalitat i, en alguns països, l'augment dels influxos migratoris, tot i que, ara com ara, encara no es disposa d'una evidència empírica convincent que ho corrobori.

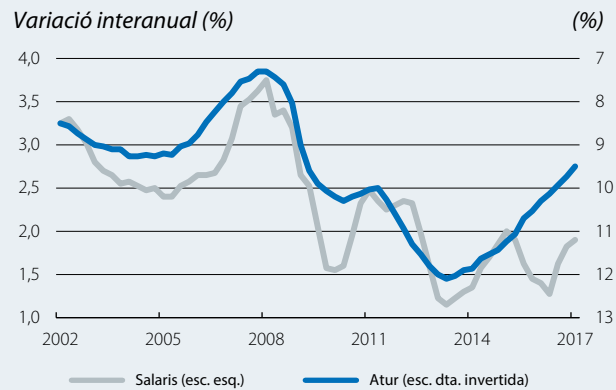
En definitiva, sembla que, en gran part, tant la inflació com els salaris han mostrat una evolució relativament feble recentment perquè la zona de l'euro encara es troba en una fase inicial del cicle expansiu, ja que el grau de saturació del mercat laboral encara és baix (i inferior al nivell suggerit per la taxa d'atur). Per tant, el marge perquè la zona de l'euro continuï creixent sense que es generin pressions inflacionistes continua sent ampli. Ara bé, a mesura que el grau de saturació del mercat laboral vagi augmentant, el creixement dels salaris hauria d'anar agafant embranzida i, en última instància, també la inflació.

4. En concret, la subocupació té en compte els treballadors que, ocupats a temps parcial, volen treballar més hores. Per a més informació, vegeu el Focus «Més enllà de la taxa d'atur», a l'IM12/2017.

5. El creixement mitjà de la productivitat real dels períodes 2000-2007, 2008-2013 i 2014-2017 va ser del 0,9%, del 0,5% i del 0,5%, respectivament, per a les principals economies de la zona de l'euro.

6. Seguint la metodologia de l'FMI (2017), estimem la següent equació:  $\pi_{it}^w = \alpha + \rho\pi_{it}^{w-1} + \beta u_{it} + \gamma prod_{it} + \delta sub_{it} + \varphi_i d_i + \varepsilon_{it}$ , on  $\pi^w$  denota el creixement dels salaris;  $u$ , la taxa d'atur;  $prod$ , la mitjana mòbil de tres anys del creixement de la productivitat del treball;  $sub$ , la taxa de subocupació;  $d$ , un indicador de país, i  $\varepsilon$ , el residu de la regressió.  $i$  denota el país, i  $t$ , el període. La mostra comprèn dades anuals entre el 2000 i el 2017, i els països inclosos en l'anàlisi són Alemanya, França, Itàlia, Espanya i Portugal.

**Zona de l'euro: taxa d'atur i salaris nominals**

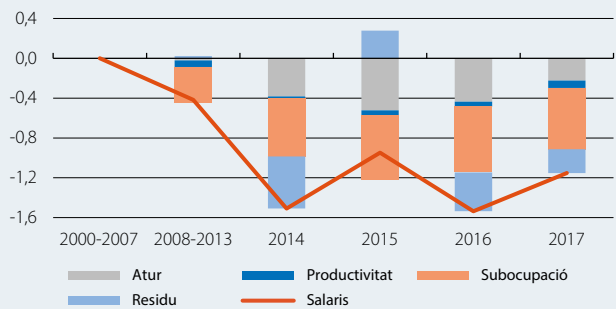


**Nota:** El creixement dels salaris correspon a la mitjana mòbil de quatre trimestres i està representat el retard de tres trimestres.

**Font:** CaixaBank Research, a partir de dades d'Eurostat.

**Zona de l'euro: factors que expliquen el menor creixement dels salaris \***

Contribució de cada factor per explicar el canvi en relació amb la mitjana 2000-2007 (p. p.)



**Notes:** \* En concret, cada barra mostra la contribució de cada factor al canvi del creixement dels salaris de cada any en relació amb el creixement mitjà entre el 2000 i el 2007. La mostra inclou Alemanya, Espanya, França, Itàlia i Portugal.

**Font:** CaixaBank Research, a partir de dades d'Eurostat.