

Un major dinamisme dels salaris comportarà una major inflació a Espanya?

Durant el 2018, la inflació subjacent s'ha mantingut estable malgrat el dinamisme del mercat laboral. En part, això ha estat així perquè els salaris encara no creixen de forma significativa. De cara als propers anys, però, tot fa pensar que la recuperació dels salaris anirà guanyant força, la qual cosa podria pressionar a l'alça la inflació. Per aquest motiu, tot seguit, explorem el vincle entre la recuperació salarial i la inflació.

Dinàmiques recents de la inflació

Espanya tancarà el 2018 amb una inflació propera al 2% en un any en què, després de començar amb uns registres pròxims a l'1% en el 1T 2018, s'ha anat de menys a més. No obstant això, una gran part d'aquesta embranzida és deguda a l'evolució dels preus energètics, molt volàtils i molt dependents del preu del petroli. En canvi, la inflació subjacent, que exclou els components volàtils (preus energètics i d'aliments no elaborats) i que reflecteix millor les tendències inflacionistes de fons, s'ha mantingut relativament estable i en cotes contingudes (al voltant de l'1% durant la major part de l'any).

L'estabilitat de la inflació subjacent en aquestes cotes baixes contrasta amb el dinamisme del mercat laboral. Entre el 2013 i el 2018, la taxa d'atur s'ha anat reduint de forma sostinguda a un ritme de 2 p. p. anuals, de manera que avui hi ha gairebé 2 milions d'ocupats més que el 2013. La corba de Phillips, que relaciona la situació del mercat laboral amb la inflació, il·lustra bé el contrast entre les dues dinàmiques en els últims anys. Com ho mostra el segon gràfic, la corba de Phillips de l'economia espanyola suggereix que, atès el nivell d'atur actual, hauríem d'observar una inflació subjacent clarament superior (una mica per damunt de l'1,5%).

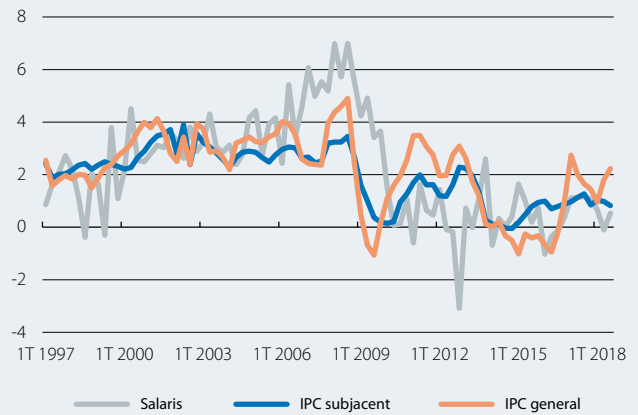
El desacoblament entre el mercat laboral i la inflació

Aquest desacoblament aparent entre la inflació i el mercat laboral és un fenomen generalitzat entre les principals economies del món. En particular, els estudis acadèmics apunten a tres grans tipus d'explicacions: l'estabilitat de les expectatives d'inflació, els canvis estructurals relacionats amb la globalització i amb les noves tecnologies, i els problemes de mesura.¹ Més detalladament, una primera

1. Vegeu Stock, J. i Watson, M. (2018), «Slack and Cyclically Sensitive Inflation», Working Paper. En termes de la corba de Phillips, aquests són factors que provoquen un aplanament de la corba o el seu desplaçament cap a l'interior. Una altra explicació d'aquest desacoblament aparent entre inflació i mercat laboral és la no linealitat de la corba de Phillips (és a dir, el fet que la sensibilitat de la inflació al mercat laboral augmenta amb la reducció de l'atur, com ho mostren, per exemple, Donayre, L. i Panovska, I. (2016), «Nonlinearities in the U.S. wage Phillips curve», Journal of Macroeconomics): quelcom que, com ho reflecteix el segon gràfic, també s'observa en el cas d'Espanya.

Espanya: evolució dels preus i dels salaris

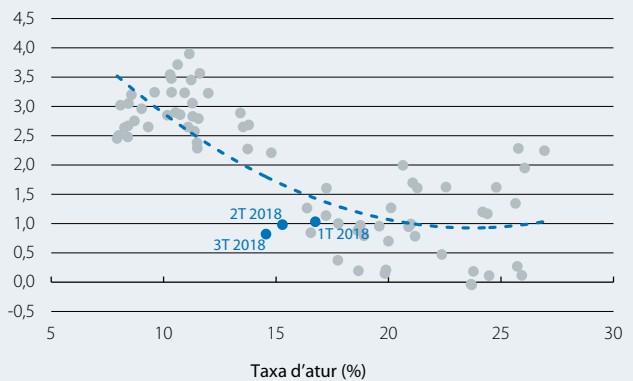
Variació interanual (%)



Font: CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE.

Espanya: corba de Phillips

Inflació subjacent (%)



Nota: Cada punt és un trimestre diferent del 1T 2002 al 3T 2018. En blau es marquen els primers trimestres del 2018.

Font: CaixaBank Research, a partir de dades de l'INE.

possible explicació és que les expectatives d'inflació (que són un determinant important de la inflació observada finalment) s'hagin tornat més estables (i, per tant, menys sensibles al cycle econòmic), gràcies a la credibilitat de la política monetària a l'hora d'assolir els objectius d'inflació. En segon lloc, la globalització² i les tecnologies digitals faciliten la deslocalització de la producció i augmenten el component global de la cadena de formació de preus, de manera que la inflació domèstica es torna més sensible al cycle econòmic global i menys sensible al domèstic. A més a més, tant l'augment del poder de mercat de les empre-

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

ses observat en les últimes dècades³ com els avanços tecnològics que incentiven un ús relativament major del capital també redueixen la influència del factor treball en la construcció dels preus. Finalment, hi ha economistes que argumenten que aquesta pèrdua de sensibilitat entre la inflació i el mercat laboral és, en part, un artífici estadístic, fruit dels problemes per mesurar de forma correcta els veritables nivells d'atur i d'inflació.⁴

La sensibilitat de la inflació als salaris

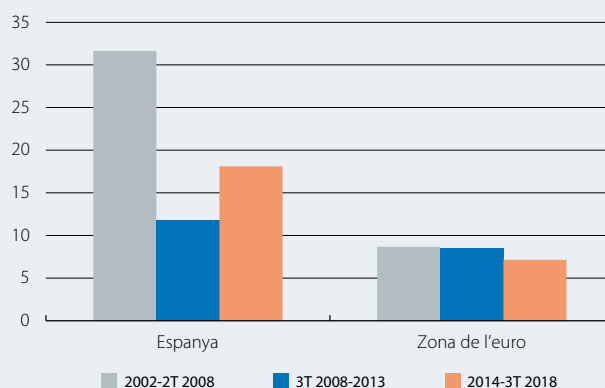
Per aprofundir en la relació entre mercat laboral i inflació, tot seguit estudiem un dels canals a través del qual la recuperació del mercat laboral es transmet a la inflació: el creixement dels salaris. Fins ara, la reducció de l'atur s'ha traslladat de forma discreta al creixement salarial. En concret, segons la comptabilitat nacional, la remuneració per assalariat a temps complet ha augmentat a un ritme mitjà del 0,5% anual entre el 2013 i el 2018. No obstant això, els salaris pactats pels convenis col·lectius s'han mostrat més dinàmics: des d'un creixement del 0,4% interanual al començament del 2013 a l'1,7% del final del 2018. Així, els convenis col·lectius suggereixen que el creixement salarial del conjunt de l'economia es podria mostrar una mica més ferm en els propers trimestres.

Tindrà això un impacte notable sobre la inflació? La cistella de preus de referència, és a dir, l'índex de preus al consum (IPC), inclou productes molt diversos i que presenten sensibilitats diferents al cicle econòmic domèstic (per exemple, alguns productes estan molt integrats en la cadena productiva global i, per tant, els seus preus es determinen internacionalment). Per aquest motiu, per respondre la nostra pregunta, desagreguem l'IPC⁵ en gairebé 100 components i, tant per a Espanya com per al conjunt de la zona de l'euro, analitzem la sensibilitat històrica de cada component a l'evolució dels salaris.⁶

Així, a partir de les relacions històriques entre els preus i els salaris, identifiquem els components de la cistella de l'IPC amb preus que responen de forma positiva a un augment dels salaris. D'acord amb la pèrdua de sensibilitat de la inflació al mercat laboral comentada més amunt, el nostre exercici mostra que, a Espanya, s'ha reduït de forma notable el pes dels preus sensibles al creixement salarial:

Sensibilitat de la inflació als salaris

Pes dels preus sensibles al creixement salarial en el conjunt de la cistella de l'IPCH



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

en concret, aquests components han passat de representar gairebé el 30% del total de la cistella en el període comprès entre el 2002 i el 2T 2008 (l'anterior fase expansiva) a una mica menys del 20% en el període més recent (vegeu el tercer gràfic). De fet, amb aquesta dinàmica, la sensibilitat salarial de la inflació espanyola s'ha apropat a la que exhibeix la inflació del conjunt de la zona de l'euro (on els components sensibles al creixement salarial representen una mica menys del 10%), tot i que continua sent notablement més elevada que la de les altres principals economies de la zona de l'euro.⁷

En conclusió, la nostra anàlisi mostra una pèrdua de sensibilitat de la inflació espanyola al creixement dels salaris. Això és coherent amb el desacoblament entre les dinàmiques d'inflació i del mercat laboral que s'observa de manera generalitzada a les principals economies internacionals. No obstant això, la pèrdua de sensibilitat de la inflació espanyola ha fet que s'acosti a la dels seus principals socis europeus. D'aquesta manera, és probable que el major dinamisme salarial que cal esperar en els propers anys tingui un impacte moderat sobre la inflació espanyola, en especial en comparació amb l'anterior fase expansiva, i que el ritme de recuperació de les pressions inflacionistes subjacents sigui gradual i relativament semblant al del conjunt de la zona de l'euro.

3. Vegeu Loecker, J. i Eeckhout, J. (2017), «The Rise of Market Power and the Macroeconomic Implications», NBER Working Paper, núm. 23.687.

4. Vegeu, per exemple, el Focus «Més enllà de la taxa d'atur», a l'IM12/2017.

5. Centrem l'anàlisi en l'IPC harmonitzat (IPCH) per poder comparar els resultats entre economies de la zona de l'euro.

6. Per a cada component de l'IPCH, i en cada regió, s'estima la regressió $\pi_{it} = \alpha + \rho \pi_{it-1} + \beta \text{salar}_i + \Omega \text{petroli}_i + \varepsilon_{it}$, per $a = 0, 1, \dots, 4$. π és la inflació del component; salar_i , el creixement salarial, i petroli_i , el creixement del preu del petroli. Aquesta anàlisi es realitza amb dades trimestrals a partir del 2002 i per a tres mostres temporals diferents: 2002-2T 2008, 3T 2008-2013 i 2014-3T 2018. Dins de cada mostra, diem que un component és sensible al creixement salarial quan el coeficient β és significativament positiu, com a mínim, en una de les cinc estimacions (és a dir, en $j = 0, 1, \dots, 4$).

7. El mateix exercici aplicat a Alemanya i a França mostra que, a les cistelles de l'IPCH d'aquestes economies, els components sensibles al creixement salarial tenen un pes proper al 10%.