

L'evolució salarial: una preocupació més per al BCE?

Les dinàmiques salarials són una variable molt important per a la política monetària del BCE. No en va, el mandat del BCE és garantir l'estabilitat de preus, i els salaris són un factor clau de la inflació: a mitjà termini, els salaris afecten l'evolució dels preus, tant pel costat de l'oferta (perquè l'increment dels salaris encareix els costos dels béns i dels serveis) com pel de la demanda (ja que, quan els salaris pugen, augmenta la demanda de béns i de serveis i, per tant, el seu preu).

En el context actual d'elevada inflació per l'encariment energètic, una de les grans preguntes és si l'augment dels preus es traslladarà als salaris. Si es produïssin augments salarials poc sostenibles es podrien retroalimentar amb la inflació, la qual cosa seria una font addicional de preocupació per al BCE. *A priori*, els efectes de segona ronda (trasllat de la inflació a increments salarials) són menys probables en un context d'inflació provocada per un xoc energètic en un món globalitzat com el nostre, perquè redueix els marges empresarials i les empreses tenen menys capacitat d'augmentar els preus i els salaris. Així, cal preguntar-se com s'estan comportant les dinàmiques salarials a la zona de l'euro i quina podria ser la seva evolució futura.

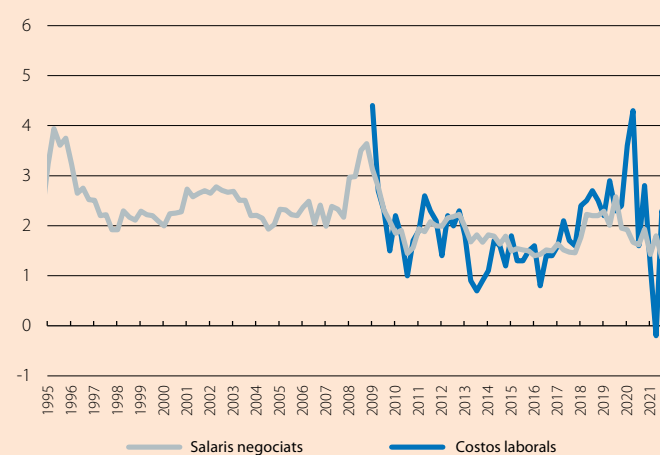
Els salaris, ara com ara, estan continguts

A la zona de l'euro, observar l'evolució dels salaris és una tasca una mica més complicada que en altres economies avançades. El principal problema al qual ens enfrontem és el retard en la publicació de les dades. Mentre que, als EUA, per exemple, l'evolució dels salaris per hora es publica mensualment el primer divendres del mes següent al qual fa referència, a la zona de l'euro, l'indicador trimestral de costos laborals d'Eurostat es publica dos mesos i mig després del tancament del trimestre. Així, a l'hora de publicar aquest article, l'última dada disponible d'aquesta sèrie és la del 4T 2021.¹

Tenint això en compte, podem observar al primer gràfic que el creixement interanual dels salaris en el 4T 2021 va ser de l'1,6%. Es tracta d'un nivell contingut; serveixi de referència el criteri de Phillip Lane, economista en cap del BCE, segons el qual un creixement salarial del 3,0% és el que seria coherent amb un nivell d'inflació a mitjà termini del 2,0%, l'objectiu precisament del BCE.² Aquest menor dinamisme en els salaris en comparació amb el dels EUA (el +5,6% interanual al març) és degut, entre altres factors, als mecanismes de preservació dels llocs de treball implementats durant la pandèmia a la zona de l'euro (com, per exemple, els ERTO). Mentre que aquestes mesures van ser molt positives per mantenir l'ocupació i evitar reduccions dràstiques dels ingressos de les llars, no van permetre als treballadors, en el moment de la reobertura, gaudir dels augments salarials que habitualment acompanyen els canvis de feina.³

Zona de l'euro: evolució dels salaris i dels costos laborals

Variació interanual (%)



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

La inflació alta i la taxa d'atur baixa podrien empènyer a l'alça els salaris

Els salaris es troben encara en nivells continguts, però com evolucionaran en el futur? Per respondre aquesta pregunta, analitzem la seva relació amb els principals factors que els determinen: la taxa d'atur, les expectatives d'inflació i la inflació passada.⁴

L'augment de la inflació que s'observa des del final del 2021 i l'alça de les expectatives d'inflació a mitjà termini podrien contribuir a una evolució salarial més dinàmica en els pròxims trimestres (cal tenir en compte que el trasllat de l'augment dels preus als salaris no és immediat, ja que hi ha un període d'ajust).

1. Una altra qüestió rellevant que cal considerar és l'heterogeneïtat entre països, perquè, a la UE, el mercat laboral no està tan integrat com als EUA, i s'observen clares diferències entre països, tant en l'evolució de la taxa d'atur com dels salaris.

2. En aquest sentit, el BCE assegura des del juliol de l'any passat que no apujarà els tipus d'interès fins que no projecti una inflació del 2% en l'últim any del seu horitzó de projeccions, en l'actualitat el 2024. Tot i que per poc –ara com ara, aquest no és el cas–, perquè la institució situa la inflació en l'1,9% el 2024.

3. L'OCDE situa els augments salarials dels treballadors dels EUA que van canviar de feina quatre vegades per damunt del nivell dels treballadors que es van mantenir en els seus llocs de treball. Vegeu Causa, O. *et al.* (2021), «Labour market transitions across OECD countries: Stylised facts», OECD Economics Department Working Papers, núm. 1.692, OECD Publishing, París.

4. Hi ha molts altres elements que determinen els salaris, com la globalització o el disseny institucional, però, per als pròxims càlculs, d'acord amb el realitzat per l'FMI, ens centrarem en els més clàssics. Vegeu «Chapter 2: Recent Wage Dynamics in Advanced Economies: Drivers and Implications», World Economic Outlook, octubre del 2017.

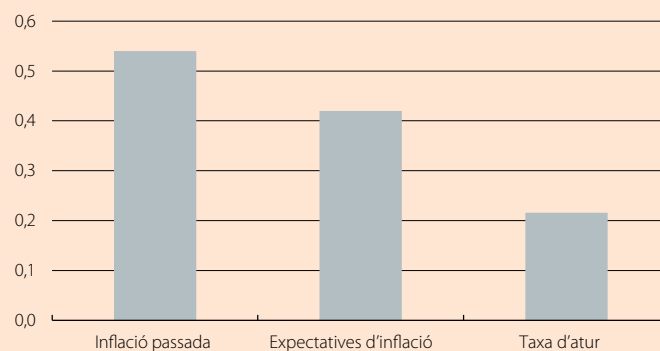
Les perspectives d'inflació també són un risc alcista per als salaris: preveiem que la inflació es mantindrà en cotes elevades a la zona de l'euro durant els trimestres centrals de l'any, tot i que de forma gradual s'hauria de moderar (fins i tot, en un escenari en què els preus energètics es mantinguessin en els nivells actuals, eventualment la taxa d'inflació interanual cauria pels efectes de base). Segons la relació històrica entre la inflació i els salaris, si la inflació mitjana el 2021 i el 2022 se situés al voltant del 4,7% (mitjana coherent amb les nostres previsions d'inflació actuals), això implicaria un creixement salarial en termes interanuals 0,54 p. p. superior el 2023 en relació amb els que observaríem amb una inflació mitjana del 2% entre el 2021 i el 2022. Així mateix, si suposem que aquesta major inflació desancora les expectatives d'inflació a mitjà termini, augmentant-les, suposem, en 1,5 p. p. fins al 3,5%, el creixement salarial el 2023 seria 0,42 p. p. superior en relació amb unes expectatives degudament ancorades en el 2%. Sumant els dos efectes, els augments salarials el 2023 serien aproximadament 1 p. p. superiors al nivell que assolirien en una situació d'inflació controlada i amb les expectatives ancorades en el 2%.

Per la seva banda, la taxa d'atur pot exercir més pressió sobre els salaris, ja que es trobar en nivells històricament baixos (el 6,8% al febrer del 2022, és a dir, 2,6 p. p. per sota de la seva mitjana històrica), gràcies a la ràpida recuperació del mercat laboral.⁵ Així i tot, l'evolució del mercat laboral a la zona de l'euro el 2022 és incerta i dependrà, en bona part, de la durada de la guerra a Ucraïna i de l'impacte econòmic de les sancions, en especial sobre les economies més dependents del gas rus (com Alemanya i, en menor mesura, Itàlia).

En resum, segons les dades disponibles, les dinàmiques salarials no eren, al final del 2021, un motiu addicional de preocupació per al BCE, ja que se situaven clarament per sota del 3%. De fet, l'evolució continguda dels salaris en l'últim any és un dels motius pels quals el BCE no ha pujat els tipus, malgrat l'elevada inflació; en efecte, les projeccions d'inflació a mitjà termini s'han situat, fins ara, per sota del 2,0%. No obstant això, l'escenari està canviant. D'una banda, recentment, el BCE ha fet un gir en la seva comunicació i ha destacat que les expectatives d'inflació se situen ja per damunt del 2%, de manera que és probable que apugi tipus ja enguany, per evitar un desancoratge d'aquestes expectatives. D'altra banda, els augments salarials que probablement observarem (tenint en compte l'elevada inflació i una taxa d'atur en nivells històricament baixos) haurien de comportar una inflació a mitjà termini pròxima al 2%, que permeti al BCE pujar de manera gradual els tipus d'interès. D'aquesta manera, s'albira com a probable el final de les compres netes d'actius en el 3T i la primera pujada dels tipus d'interès ja el 2022. Aquesta i les següents alces de tipus haurien d'evitar que les elevades taxes d'inflació actuals es cronifiquin, tant a través de les expectatives d'inflació com de dinàmiques salarials insostenibles.

Zona de l'euro: contribucions a l'augment del creixement salarial el 2023 *

(p. p.)



Notes: * Estimem un model de regressió múltiple on la variable dependent és l'evolució salarial i les variables explicatives són la productivitat laboral, la inflació passada, les expectatives d'inflació i la taxa d'atur. Calculem l'efecte d'una inflació al 4,7% de mitjana entre el 2021 i el 2022 en lloc del 2%; d'un desancoratge de les expectatives d'inflació a mitjà termini en el 3,5%, en lloc del 2%, i d'una taxa d'atur el 2022 en el 6,5%, en lloc de la mitjana del 2021 (el 7,7%).

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

Màxim Ventura Bolet i Ricard Murillo Gili

5. Si la taxa d'atur mantingués la tendència descendent el 2022 i la mitjana de l'any se situés en el 6,5%, segons les nostres estimacions, el creixement salarial en termes interanuals seria 0,21 p. p. superior el 2023 al que observaríem amb una taxa d'atur com la del 2021 (7,7%).