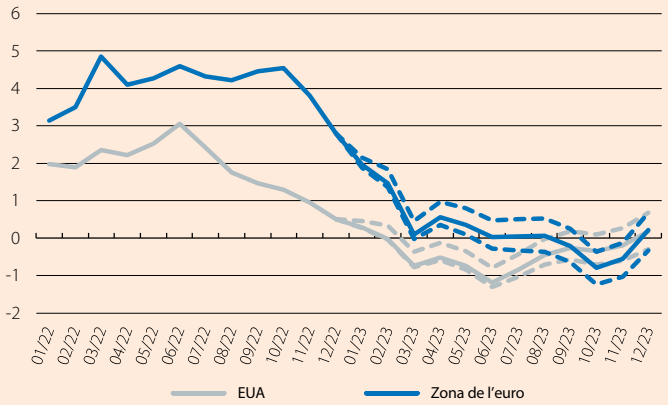
Baixarà la inflació? Les grans tendències per al 2023

Diu el refrany que val més boig conegut que savi per conèixer, però la inflació potser és un cas especial. Vella coneguda dels economistes, no presentava xifres com les del 2022 des del principi de 1980. En altres paraules, fins al 2021, gairebé el 45% de la població europea no havia viscut mai amb inflacions tan altes, i només el 30% les havia vist en edat adulta. De fet, en l'última dècada, la inflació preocupava per la seva feblesa. No obstant això, després de la pandèmia i de la invasió d'Ucraïna, s'ha recuperat ràpidament el terreny perdut: si, al final del 2019, l'índex de preus de la zona de l'euro (IPCH) era el 7% inferior al que hauria d'haver estat segons la inflació objectiu del 2%,[1] el fort creixement dels preus ha fet que l'IPCH tanqués virtualment tota aquesta bretxa al final del 2022. Què passarà el 2023?

Energia: contribució a la inflació general
(p. p.)



Notes: *A partir del gener del 2023, les línies contínues mostren la contribució del component energètic estimada en funció de les nostres previsions de preus del petroli i del gas. Les línies discontínues corresponen a un escenari més sever (línia superior, amb preus del gas semblants als de l'octubre del 2022 i amb el petroli accelerant fins als 110 dòlars) i més favorable (línia inferior, amb preus del gas segons els futurs del gener del 2023 i el petroli al voltant dels 75 dòlars).*
Font: *CaixaBank Research, estimacions pròpies a partir de dades d'Eurostat, del Bureau of Labor Statistics i de Bloomberg.*

El big-bang de la inflació

Les forces que han fet enlairar la inflació són globals, més aviat impredictibles i exògenes. Abans de res, la pandèmia va provocar forts desajustaments entre demanda i oferta en generar disrupcions en la cadena de subministraments globals, bloquejar el consum de serveis i redirigir una bona part de la demanda cap als béns. Així, van sorgir colls d'ampolla i la inflació va començar a despuntar, impulsada pels béns, per l'encariment dels aliments i per un efecte rebot en els preus energètics (que, inicialment, s'havien enfonsat amb l'esclat de la pandèmia). Més endavant, la reobertura total també va donar lloc a una alça de preus als serveis, a mesura que es normalitzava la seva activitat.

Els desajustaments entre oferta i demanda que va provocar la pandèmia havien de tenir un efecte transitori sobre la inflació i, en absència d'efectes de segona ronda, havien de desaparèixer amb la normalització de les economies. De fet, els colls d'ampolla s'han anat desfent i, des de la tardor del 2022, segons diferents indicadors, es troben en nivells de relativa poca tensió i contribuiran a frenar la inflació el 2023, tot i que és difícil precisar a quina velocitat (la transmissió entre els colls d'ampolla i els preus de consum va ser ràpida el 2021, però l'evidència històrica suggereix que pot haver-hi retards que arribin a l'any).[2]

Abans que aquesta normalització es pogués materialitzar, la invasió d'Ucraïna va afegir més benzina a la inflació, amb una pressió inusitada sobre els preus energètics i amb la intensificació de l'alça dels aliments.[3] Els moviments han estat tan virulents (l'energia va arribar a repuntar més del 40% interanual a les principals economies avançades) que, a través de la seva pressió sobre els costos de producció, l'augment dels preus energètics s'ha filtrat a una gran part de la cistella de consum: per exemple, s'estima que, a la zona de l'euro, els components «sensibles a l'energia» han afegit més de 2 p. p. a la inflació dels serveis i gairebé 3 p. p. a la dels béns (aproximadament, el 50% de la inflació en els dos casos).[4]

Així i tot, la virulència del 2022 tindrà, gairebé mecànicament, un efecte a la baixa el 2023. D'una banda, cal tenir en compte que, en el conjunt del 2022, el petroli i el gas, dos dels grans determinants dels preus energètics, van repuntar el 60% (Brent) i el 180% (TTF), respectivament. Repetir aquestes xifres el 2023 significaria veure preus extremadament tensionats: el petroli en els 130 dòlars i el gas en els 320 €/MWh. Però la dinàmica dels últims mesos ha estat l'oposada: els preus s'han estabilitzat i les previsions (tant dels analistes com dels futurs de mercat) suggereixen que es mantindran en cotes inferiors a les del 2022. Així, en absència d'escenaris extrems, la forta contribució directa i positiva de l'energia s'hauria de diluir ràpidament (vegeu el primer gràfic).[5] De l'altra, els aliments es veuen afectats per efectes de segona ronda (l'alça dels propis aliments, de l'energia i d'altres *inputs*) i les projeccions no apunten a una moderació abans de la meitat o del final del 2023.[6]

Finalment, tant la pandèmia com la invasió russa van motivar l'activació d'ajuts fiscals per alleujar l'impacte de les crisis sobre els ingressos de les famílies. Durant la pandèmia, les mesures van ser especialment contundents als EUA, i s'estima que van contribuir de forma significativa al repunt de la inflació,[7] mentre que, a Europa, destaquen els ajuts contra la crisi energètica: s'estima que van

1. És a dir, si, des del principi del 2013 (que va ser quan va començar la feblesa sostinguda de la inflació), els preus haguessin crescut el 2% anual.
2. Vegeu Celasun, O. *et al.* (2022), «Supply Bottlenecks: Where, Why, How Much, and What Next?», Fons Monetari Internacional. De fet, els preus de producció (sense energia ni aliments) encara no mostren una desacceleració intensa.
3. Rússia i Ucraïna són grans productors d'aliments, com el blat, l'ordi o el blat de moro. Vegeu el Focus «L'impacte de l'encariment de les primeres matèries agrícoles als països emergents i amb ingressos baixos», a l'IM12/2022.
4. Vegeu Lane, P. (2022), «Inflation Diagnostics», The ECB Blog.
5. El gràfic projecta la contribució de la inflació energètica el 2023 a partir de la seva relació històrica amb els preus del petroli i del gas. Considerem tres escenaris: (i) les nostres pròpies previsions energètiques, (ii) preus tensionats (gas al nivell de l'octubre del 2022 i petroli accelerant cap als 110 dòlars), i (iii) preus relaxats (gas segons els futurs del gener del 2023 i petroli al voltant dels 75 dòlars).
6. BCE (2022), Projeccions macroeconòmiques del desembre del 2022.
7. Vegeu De Soyres, F., Santacreu, A. M. i Young, H. (2022), «Fiscal policy and excess inflation during COVID-19: a cross-country view», FEDS Notes, Washington, Board of Governors of the Federal Reserve System, 15 de juliol del 2022.

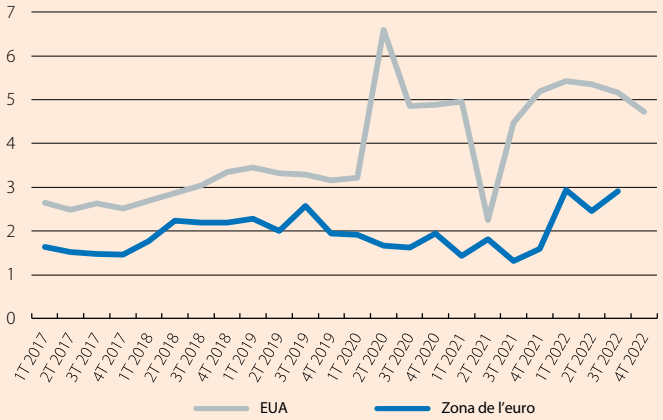
frenar la inflació en una mica més d'1 p. p. el 2022 i que continuaran restant-li 0,5 p. p. el 2023 (en conseqüència, la seva retirada el 2024 tendirà a ajudar a apujar els preus per un efecte base).[8]

Els efectes de segona ronda a través dels salaris

Enguany, a més a més, els bancs centrals tindran la mirada posada en un dels principals determinants de la inflació a mitjà termini: els salaris. En la teoria, els augments salarials superiors a l'augment de la productivitat generen inflació a causa dels costos més elevats que les empreses han d'assumir. Així mateix, els augments salarials a taxes dinàmiques estimulen la demanda agregada de béns i de serveis i tendeixen, al seu torn, a pressionar els preus. Les dades del 2022 ens han mostrat que l'evolució salarial als EUA ha estat molt dinàmica, amb augments superiors al 5% interanual, mentre que, a la zona de l'euro, aquestes taxes s'han situat en nivells no gaire superiors a la mitjana històrica (el 2,4%).

EUA i zona de l'euro: salaris

Variació interanual (%)

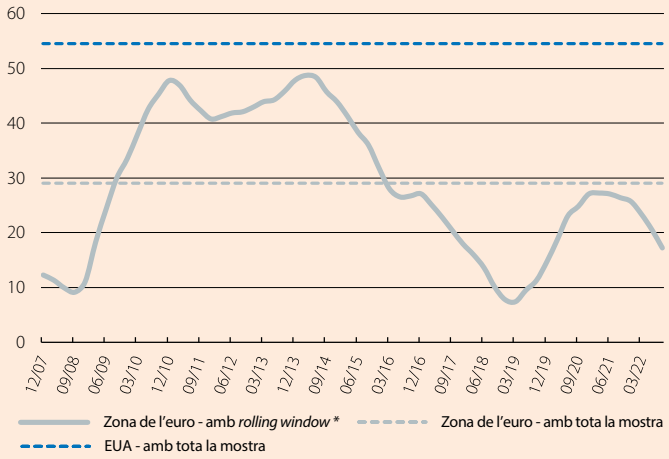


Nota: *Per als EUA, mostrem l'evolució dels salaris per hora i, per a la zona de l'euro, els salaris negociats en conveni.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades del BCE i del Bureau of Labor Statistics.*

Als EUA, malgrat que encara pot ser aviat per afirmar-ho, ja s'ha iniciat una lleugera tendència a la baixa dels salaris, de manera que no sembla que els efectes de segona ronda hagin de ser un problema el 2023. A la zona de l'euro, el creixement salarial ve de taxes baixes, però que van a l'alça de forma gradual. I és plausible que, arran de les pressions al mercat laboral per minimitzar la pèrdua de poder adquisitiu, el 2023 s'observin augments salarials superiors a l'habitual. Per quantificar l'impacte que els salaris podrien tenir sobre la inflació en els propers trimestres, identifiquem els components de la cistella nucli que han estat, històricament, sensibles als augments salarials: el 30% a la zona de l'euro i més del 50% als EUA.[9]

Cistella nucli sensible als salaris

(%)



Notes: *Considerem que un component és sensible als salaris si, en la regressió de mínims quadrats ordinaris de la seva evolució de preus en relació amb els salaris contemporanis i el seu retard, qualsevol dels coeficients és positiu i significatiu al 95%. Per a la zona de l'euro, utilitzem la mostra del 2001 al 2019 i, per als EUA, del 2012 al 2019. * En lloc d'utilitzar tota la mostra, realitzem la mateixa regressió amb una mostra de cinc anys que anem movent al llarg del temps (*rolling window*) i permetem, així, que un component pugui ser, en alguns períodes, sensible a la inflació i, en uns altres, no.*
Font: *CaixaBank Research, a partir de dades d'Eurostat i del Bureau of Labor Statistics.*

Aquesta xifra ofereix una mesura del risc als efectes de segona ronda. És a dir, si el creixement salarial guanya dinamisme a la zona de l'euro, sabem que el 30% de la cistella nucli també tendeix a ser susceptible d'augmentar. Ara bé, hi ha diversos arguments que matisen aquest possible risc. El primer és que encara no s'observen pressions salarials significatives a la zona de l'euro. De fet, els salaris estan creixent molt per sota de la inflació i els senyals d'acceleració són continguts. El segon és que si, en aquest exercici il·lustratiu, permetem que els components puguin canviar la seva condició entre sensible i no sensible al llarg del temps,[10] veiem com el pes dels components sensibles ha disminuït a la zona de l'euro des de l'esclat de la pandèmia (vegeu el tercer gràfic). I el tercer és que als EUA, una economia on ja s'ha observat una forta acceleració dels salaris i amb una estructura de la cistella de consum una mica més susceptible a l'efecte de segona ronda, la contribució dels components sensibles als augments salarials en la inflació nucli s'ha mantingut al voltant de la mitjana històrica.[11] De fet, als EUA, el principal component que està empenyent a l'alça la inflació nucli, i que és sensible als salaris, és el cost de l'habitatge (*shelter*), amb un pes en la cistella superior al 40% i amb una taxa interanual en el 7%. S'espera que la inflació d'aquest component es mantingui encara elevada durant la primera meitat del 2023, per la inèrcia que sol mostrar, tot i que, de cara a la segona meitat de l'any, es podria començar a moderar.

En definitiva, aquestes perspectives d'una inflació moderant-se el 2023, fins a unes cotes per sota del 4% al final de l'any a la zona de l'euro i als EUA, donen suport a la nostra visió que el cicle de pujades de tipus per part dels bancs centrals hauria de finalitzar abans d'aquest estiu (de fet, abans de la primavera en el cas de la Fed). No obstant això, tant la Fed com el BCE voldran mantenir un posicionament restrictiu durant un temps per assegurar que es torna a l'objectiu del 2%, una tasca que, a causa de la inèrcia que, pel que sembla, mostrarà la inflació nucli, no serà senzilla.

Ricard Murillo Gili

8. BCE, *op. cit.*
9. En concret, estimem una regressió de mínims quadrats ordinaris de cada component de la inflació nucli (sense energia ni aliments) contra els salaris contemporanis i d'un trimestre anterior. Considerem que un component és sensible als salaris si qualsevol dels coeficients dels salaris o el seu retard és positiu i significatiu al 95%.
10. En lloc d'utilitzar tota la mostra (des del 2001 fins al 2019), realitzem la mateixa regressió amb una mostra de cinc anys que anem movent al llarg del temps (*rolling window*) i permetem, així, que un component pugui ser, en alguns períodes, sensible a la inflació i, en uns altres, no, sota les mateixes condicions explicades a la nota anterior.
11. En concret, si combinem la identificació dels components sensibles a les alces salarials comentada més amunt amb les inflacions registrades per aquests components, veiem que, en conjunt, expliquen el 60% de la inflació nucli en els últims mesos (en línia amb la seva contribució mitjana des de l'inici de la nostra mostra el 2012).