

Inflació europea: principi del final o final del principi?

La inflació de la zona de l'euro ve disminuint de forma sostinguda (-5 p. p. des que va tocar sostre la tardor passada) per una raó clara: l'energia. La pressió dels preus energètics s'ha esvaït a una intensitat i a una velocitat proporcionals a l'embranchada que van mostrar el 2022. Ara el dubte és si la inflació continuarà caient amb força cap al 2% o si, com si es tractés d'un veler, una cop impulsada a motor fora del port, trobarà nous corrents d'aire que l'empenyin. És a dir, amb la distensió energètica, comença el final de la inflació o iniciem un nou capítol amb una inflació inferior a la del 2022 però amb més resistència a continuar reduint-se?

La desinflació recent

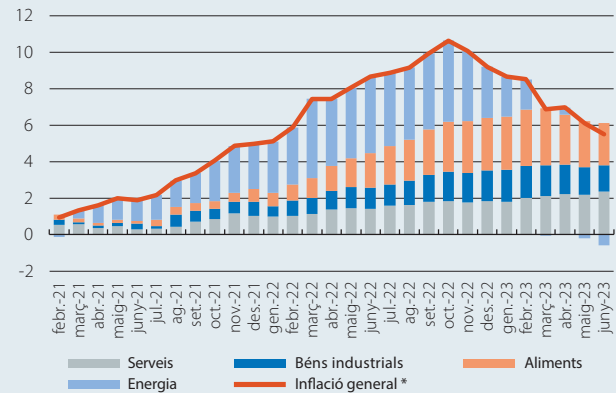
L'analogia entre inflació i navegació a vela no és gratuïta. Com ho mostra el primer gràfic, en el seu inici, la inflació era essencialment cosa de l'energia: responsable del 50% de la inflació total, l'energia va exercir un fort arrossegament el 2021 i el 2022. El 2023, la seva contribució directa ha caigut a zero, però ha deixat darrere seu una inflació més elevada a la resta de la cistella: aliments, béns i serveis.

La inflació més elevada d'aquests components és, en bona part, un efecte indirecte dels costos energètics en la producció d'aliments, de béns i de serveis. A més a més, els aliments i els béns industrials han patit les seves pròpies tensions (guerra a Ucraïna i colls d'ampolla globals), que retroalimenten la resta de preus. Amb la distensió dels preus de l'energia i dels aliments als mercats internacionals i amb la plena normalització dels colls d'ampolla (des de fa ja mesos), tots aquests efectes indirectes també s'estan esvain. De fet, la desinflació ja es veu en les últimes dades. Al maig, va disminuir la inflació de tots els grans components de l'IPCH de la zona de l'euro (amb una sincronia que no es veia des del 2013 i que gairebé va tenir continuïtat al juny). Així mateix, les lectures més «a temps real» mostren una inflació més propera al 3%-4% que al 5%-6% que ensenyen les variacions interanuals (vegeu el segon gràfic).¹

Hi ha tota una bateria addicional de preus que dona confiança en aquesta moderació de la inflació. Els preus al consum, capturats per l'IPC, són el resultat final d'una cadena de formació de preus. Els indicadors disponibles al llarg d'aquesta cadena es mouen gairebé en una direcció única: des de les intencions de fixació de preus de les pròpies empreses (vegeu el tercer gràfic) fins als preus industrials de producció i els preus dels aliments a peu de granja (vegeu el quart gràfic), s'està consolidant una des-

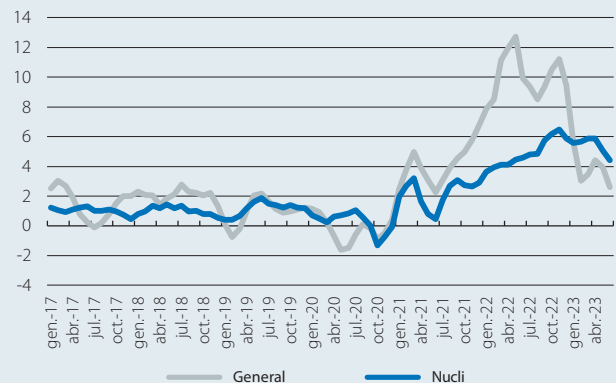
1. En termes interanuals, la inflació reflecteix no solament el creixement dels preus en l'últim mes, sinó també el dels 11 mesos anteriors. En canvi, la inflació intertrimestral o intermensual (degudament desestacionalitzada i anualitzada) ofereix un senyal més recent (tot i que també més volàtil).

Zona de l'euro: contribució a la inflació general (p. p.)



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

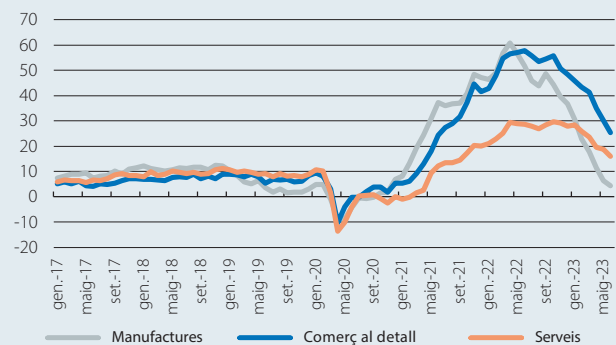
Zona de l'euro: inèrcia de la inflació* (%)



Nota: * La inèrcia es defineix com la variació anualitzada de l'IPCH mitjà de tres mesos en relació amb els tres mesos anteriors (amb dades desestacionalitzades).
Font: CaixaBank Research, a partir de dades del BCE.

Zona de l'euro: intencions de preus de venda segons les enquestes a les empreses

Balanç (%) *



Nota: * Diferència entre les empreses que tenen l'expectativa d'«increments» de preus i les que tenen l'expectativa de «reducció» de preus.
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de la Comissió Europea.

inflació generalitzada per sectors. I, a mesura que aquesta desinflació es filtri cap a les etapes finals de la cadena, en els propers trimestres es farà més visible entre els preus al consum.

Així, a mesura que es mantinguin la distensió energètica i alimentària i el bon funcionament de la cadena global de subministraments, els vents de la inflació s'aniran delimitant cap a un altre corrent: l'embranchada dels marges i dels salaris, en el seu esforç per mitigar la pèrdua de poder adquisitiu que la inflació passada ha imposat a les empreses i a les famílies. Per la seva major intensitat en el factor treball, els serveis de l'IPC poden ser més sensibles a aquestes dinàmiques salarials. No obstant això, els serveis també pateixen l'efecte endarrerit dels corrents originals (energia, aliments i colls d'ampolla), com ho reflecteixen partides com els serveis de transports, els restaurants i hotels o els serveis de manteniment i de reparació.² Igual que a la resta de la cistella, aquests tipus de serveis aniran perdent força, i, de fet, la desinflació ja es nota en diferents mesures de la inflació subjacent (vegeu el cinquè gràfic).

Pròxims passos

En paral·lel a l'esvaïment dels corrents originals, en els propers mesos, la desinflació anirà acompanyada de volatilitat, d'efectes base i del nou corrent dels marges i dels salaris. En primer lloc, no solament hi ha factors idiosincràtics que, de forma puntual, generaran volatilitat (com les subvencions al transport a Alemanya),³ sinó que la retirada de les mesures fiscals contra la crisi energètica tindrà un efecte base significatiu sobre la inflació de la zona de l'euro: +0,5 p. p. el 2024, segons les estimacions del BCE.⁴

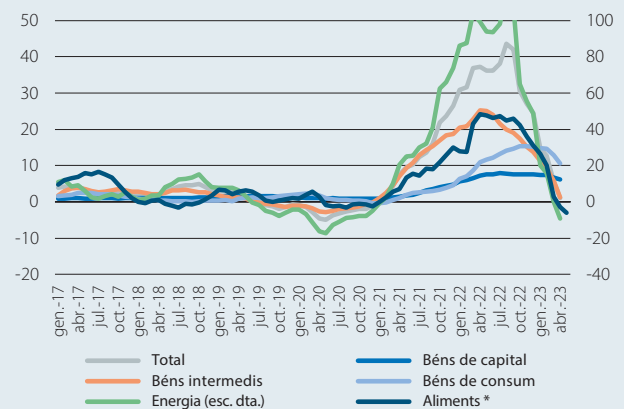
Així mateix, l'economia xinesa també pot jugar un paper. D'una banda, l'abandonament de la política de COVID zero ajudarà a evitar distorsions en la cadena global de subministraments com les que van tensionar els preus el 2021-2022. De l'altra, la força de la reactivació inicial de l'economia xinesa feia témer una pressió sobre els preus internacionals de les primeres matèries, però les últimes dades mostren una pèrdua d'embranchada, que, per a la inflació europea, podria ser un respir addicional.

Finalment, diferents estudis assenyalen el paper creixent dels marges i dels salaris.⁵ Per a la política monetària, un

2. Tots ells amb inflacions al voltant del 8% en els últims mesos.
 3. En concret, entre el juny i l'agost del 2022, el Govern alemany va llançar un «bitllet a 9 euros» amb el qual es podia viatjar en autobusos i en trens per tot Alemanya. Segons les estimacions de l'oficina estadística (Destatis, nota de premsa núm. 296 del 13 de juliol del 2022), la mesura va reduir la inflació alemanya en aquests mesos en 1 p. p., un efecte que entre el juny i l'agost del 2023 jugarà en contra i es notarà al conjunt de la zona de l'euro (Alemanya pesa gairebé el 30% en la cistella de l'IPCH).
 4. Projeccions macroeconòmiques del BCE del març del 2023.
 5. Vegeu l'entrada recent al blog de l'FMI (26/06/2023), *Europe's Inflation Outlook Depends on How Corporate Profits Absorb Wage Gains*.

Zona de l'euro: preus de producció

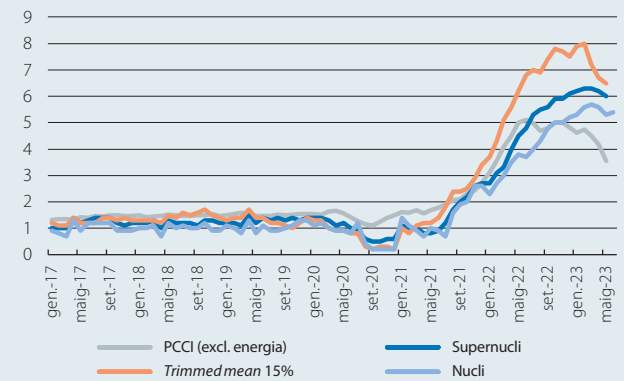
Variació interanual (%)



Nota: * Índex de preus a peu de granja recopilat pel BCE.
Font: CaixaBank Research, a partir de dades d'Eurostat i del BCE.

Zona de l'euro: mesures de la inflació subjacent

Variació interanual (%)



Nota: La inflació nucli exclou l'energia i els aliments; la trimmed mean 15% exclou el 15% de components més volàtils; la supernucli només inclou els components de la nucli que són sensibles al cicle econòmic (output gap), i la PCCI és la mitjana d'un component comú de baixa freqüència entre els països de la zona de l'euro.
Font: CaixaBank Research, a partir de dades del BCE.

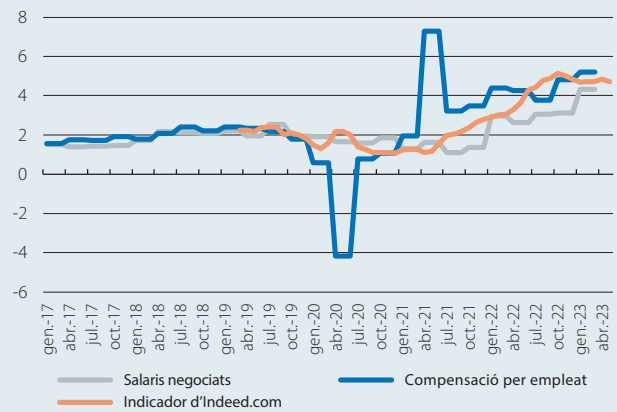
argument que dona una certa tranquil·litat sobre el rol dels marges és que la seva defensa està limitada per la fortalesa de la demanda agregada –una demanda que té l'aire de refredar-se amb l'enduriment de les condicions financeres.

Pel que fa als salaris, les dades disponibles suggereixen que, lluny d'una espiral, s'emmarquen en creixements que mitiguen la pèrdua de poder adquisitiu. Per exemple, la remuneració per empleat va avançar el 5,2% interanual en el 1T 2023 i acumula un creixement del 10% des del 4T 2020. No obstant això, si l'ajustem per la inflació, aquest avanç es converteix en una reculada acumulada del 5%. Per al 2023, previsions com les del BCE contemplen creixements salarials lleugerament superiors al 5%, de manera que la remuneració per empleat real (ajustada per la inflació) continuaria el 3% per sota dels nivells preguerra d'Ucraïna. A més a més, indicadors més avançats, com el d'Indeed.com (vegeu l'últim gràfic), suggereixen que,

més enllà del rebot «mitigador» en els últims mesos, no hi ha una nova acceleració salarial. Amb aquestes xifres a un costat de la balança, raonablement coherents amb la perspectiva de desinflació gradual, a l'altre costat la política monetària es troba amb la incertesa sobre l'evolució futura dels salaris –incertesa intensificada pels nivells d'ocupació en màxims i d'atur en mínims. El futur no està escrit, però, als EUA, on el mercat laboral porta temps clarament més tensionat i amb creixements salarials una mica més alts, els estudis suggereixen que, fins avui, la contribució dels salaris al creixement de l'IPC ha estat quantitativament modesta.⁶

Zona de l'euro: salaris

Variació interanual (%)



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

6. Vegeu Shapiro, A. H., (2023), «How Much Do Labor Costs Drive Inflation?», FRBSF Economic Letter, i Bernanke, B. i Blanchard, O. (2023), «What Caused the U.S. Pandemic-Era Inflation?», Hutchins Center Working Paper, núm. 86.