

## FOCUS · La inflació i els seus determinants: una mesura de la nostra ignorància

Passats quatre anys des de l'inici de la recuperació econòmica, la inflació de la zona de l'euro continua sense assolir els registres previs a la crisi. Així, si la inflació subjacent<sup>1</sup> va fluctuar al voltant de l'1,8% entre el 2000 i el 2007, des del 2014 ha oscil·lat al voltant del 0,9%. En aquest Focus, indagarem sobre l'alentiment de la inflació i veurem que, tot i que una part de la dinàmica recent és difícil d'explicar, un percentatge elevat de l'evolució observada pot ser atribuïble a tres factors: l'augment de l'atur, l'elevada taxa de subocupació i, malgrat que pugui semblar contraintuïtiu, l'alentiment del creixement de la productivitat.

Històricament, la taxa d'atur ha estat la variable més comunament usada per mesurar el grau de pressió sobre els preus. A més atur, menys poder de negociació per part dels treballadors per negociar els increments salarials i, per tant, menys pressió sobre els preus. Des d'aquest punt de vista, malgrat que l'atur ha caigut des de l'inici de la recuperació, es manté per damunt de la mitjana anterior a la crisi (vegeu el primer gràfic). Així mateix, la subocupació –el percentatge d'empleats que desitjarien treballar més hores de les que treballen– ha crescut amb força des de l'inici de la crisi. Una taxa de subocupació més elevada hauria d'exercir pressió a la baixa sobre els salaris, en la mesura que aquests treballadors ofereixen a les empreses marge per augmentar la capacitat productiva sense haver de contractar treballadors nous. Finalment, un altre factor rellevant és l'alentiment del creixement de la productivitat del treball<sup>2</sup> que ha tingut lloc des de l'inici de la crisi (vegeu el primer gràfic), tot i que, en aquest cas, l'impacte sobre la inflació és, en principi, ambigu. D'una banda, una major producció de béns i serveis derivada de l'augment de la productivitat hauria de pressionar a la baixa sobre els preus –atès un determinat increment salarial–, però també és possible que un context de major creixement de la productivitat derivi en majors demandes de creixement de salaris per part dels treballadors i això influeixi sobre els preus, en especial si aquestes demandes van més enllà del que justificaria el creixement de la productivitat.

El repte és anar més enllà de la valoració qualitativa i arribar a una mesura quantitativa de l'impacte de cada factor sobre la inflació. En aquest sentit, una referència útil és l'exercici realitzat per l'FMI per al conjunt d'economies

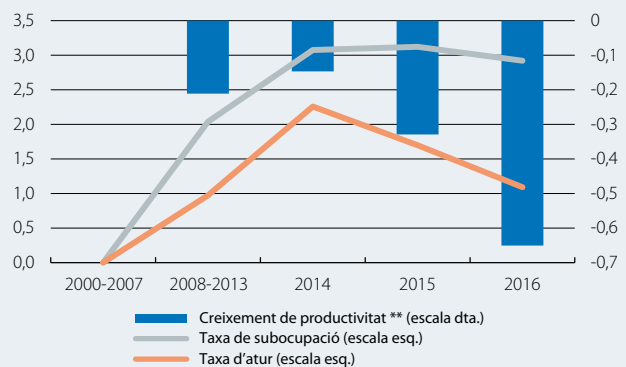
1. La inflació subjacent exclou de la mesura general d'inflació el preu del petroli i de les primeres matèries no processades.  
 2. S'utilitza la ràtio del PIB sobre el total d'hores treballades.  
 3. FMI (2017), «World Economic Outlook», capítol 2.  
 4. Seguint la metodologia de l'FMI, estímem la següent equació:  $\pi_{i,t} = \alpha + \rho\pi_{i,t-1} + \beta u_{i,t} + \gamma prod_{i,t} + \delta subo_{i,t} + \varphi d_t + \varepsilon_t$ , on  $\pi$  denota la inflació subjacent;  $u$  la taxa d'atur;  $prod$  la mitjana mòbil de tres anys del creixement de la productivitat del treball;  $subo$ , 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 2016.

desenvolupades en relació amb el creixement dels salaris.<sup>3</sup> En aquest article, adoptem una metodologia similar, però posem el focus sobre la inflació, en lloc dels salaris, i ens centrem en les principals economies de la zona de l'euro (Alemanya, França, Itàlia, Espanya i Portugal).<sup>4</sup>

Els resultats mostren que el conjunt dels tres factors explica al voltant de dues terceres parts de la dinàmica de la inflació entre el 2014 i el 2016 (vegeu el segon gràfic). D'aquest exercici, sorprèn la limitada capacitat de predicció de la taxa d'atur (explica poc més del 30% del moviment observat), un tema que tractarem en anàlisis esdevenidores. Així mateix, destaca el poder explicatiu de les altres mesures, en especial la subocupació (el 23% del comportament observat). Potser, el més interessant de tot plegat és que una tercera part de la variació observada de la inflació subjacent queda atribuïda a factors que no podem explicar mitjançant les variables considerades. Aquest és el grau de la nostra ignorància.

### Atur, productivitat i subocupació \*

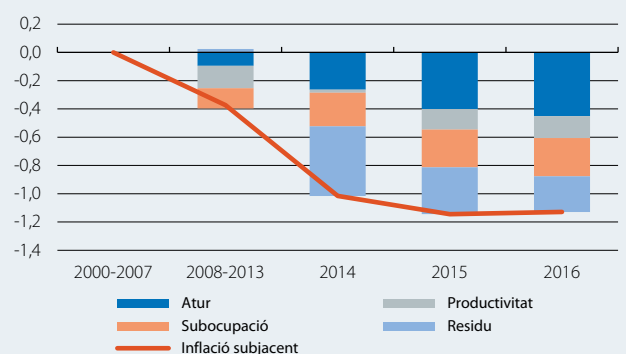
Diferencial en relació amb la mitjana 2000-2007 (p. p.)



Notes: \* La mostra inclou Alemanya, França, Itàlia, Espanya i Portugal.  
 \*\* Per capturar l'impacte gradual que tenen els canvis en la productivitat sobre els salaris prenem la mitjana mòbil de tres anys.  
 Font: CaixaBank Research, a partir de dades d'Eurostat.

### Contribució a l'evolució de la inflació subjacent \*

Diferencial en relació amb la mitjana 2000-2007 (p. p.)



Nota: \* La mostra inclou Alemanya, França, Itàlia, Espanya i Portugal, i les contribucions estan ponderades pel PIB.  
 Font: CaixaBank Research, a partir de dades d'Eurostat i de l'OCDE.