

Una de las aproximaciones habituales para explicar la evolución de la inflación es a partir de la dinámica de los márgenes empresariales, de modo que los precios de la economía pueden entenderse como el resultado de aplicar, por parte de las empresas, un margen de beneficio sobre los costes laborales. La utilidad de este enfoque reside en que, si bien los costes del trabajo representan solo en torno al 20 % de los costes de las empresas manufactureras y un 40 % en el caso de las empresas de servicios, estos porcentajes ascienden a casi un 90 % cuando se excluyen los consumos intermedios. En consecuencia, cuando se analizan los deflatores del valor añadido a escala agregada —que excluyen los costes de los consumos intermedios—, se considera que la evolución de los costes laborales unitarios (CLU) —esto es, la remuneración de los asalariados corregida por las mejoras de productividad alcanzadas— constituye un condicionante fundamental de la evolución futura de los precios.

No obstante, la literatura empírica aporta abundante evidencia que introduce algunas cautelas sobre la estabilidad de la relación entre costes laborales y precios, y que son tanto más relevantes cuanto más corto es el horizonte temporal del análisis de la evolución de estas dos variables. Una gran parte de esta evidencia se refiere a Estados Unidos, país para el que numerosos trabajos sugieren que es difícil apreciar una relación estrecha entre la evolución de los CLU y la de los indicadores de precios, e incluso que la relación de causalidad podría ser la inversa, al ser los costes laborales los que reaccionan ante la evolución de los precios<sup>1</sup>. Por otro lado, en algunos estudios se argumenta que la relación entre los costes y los precios podría haber disminuido en relación con lo observado en décadas previas, ya que la independencia de la política monetaria habría traído consigo un mejor anclaje de las expectativas de inflación<sup>2</sup>.

En el caso del área del euro, algunos trabajos recientes sugieren que la relación entre costes y precios es más estrecha de lo que se observa en Estados Unidos, pero el grado de traslación de los primeros a los segundos es incompleto y depende, entre otros factores, del tipo de perturbaciones que domina en la economía. Por ejemplo, ante perturbaciones de demanda es frecuente encontrar una relación más estrecha que ante perturbaciones de oferta. El grado de traslación de costes a precios también depende del régimen de inflación en que se encuentra la economía, apreciándose una menor traslación en períodos de baja inflación [Bobeica *et al.* (2019)]<sup>3</sup>.

En el gráfico 1 se presentan la evolución del deflactor del PIB y sus componentes de costes laborales y márgenes empresariales en la

UEM desde que se inició la actual fase de expansión<sup>4</sup>. Como se puede apreciar, en un primer momento los CLU mantuvieron tasas de crecimiento muy moderadas (en torno al 0,7 %, en promedio), al mismo tiempo que los márgenes crecían, aunque a ritmos modestos. A finales de 2017, los costes laborales iniciaron un ascenso notable, en un contexto de reducción sostenida de las tasas de desempleo en el conjunto del área del euro y de crecimientos de la productividad nulos o incluso negativos (gráfico 2), mientras que los márgenes comenzaron a contraerse. Como se puede apreciar en el gráfico 3, la escasa traslación de los costes salariales a precios es un fenómeno que se observa también cuando se utilizan indicadores de precios de consumo. Además, este fenómeno ha tendido a intensificarse en la etapa más reciente.

Aunque el comportamiento de los márgenes a lo largo del ciclo depende también de las perturbaciones que afectan a la economía<sup>5</sup>, en el caso del área del euro se aprecia una relación relativamente estrecha y positiva entre los indicadores de márgenes y el crecimiento económico (gráfico 4), de modo que los márgenes tienden a aumentar en las expansiones y a disminuir en las recesiones.

En el período más reciente, la desaceleración en el ritmo de crecimiento ha venido asociada a una contracción de los márgenes, fenómeno que no se observaba desde mediados de 2012, cuando la economía se vio sumida en la crisis de la deuda soberana. Esta contracción de márgenes ha tenido lugar con distintos grados de intensidad en las cuatro grandes economías del área (gráfico 5). No obstante, hay que tener en cuenta que el punto de partida puede ser distinto entre países, ya que en algunas economías el ajuste de costes laborales que tuvo lugar durante la crisis permitió una ampliación de márgenes, como en el caso de España. Asimismo, para el agregado de la UEM, la contracción de márgenes se extiende también a todos los sectores de actividad, con la excepción de la construcción (gráfico 6).

En conjunto, el entorno de baja inflación que prevalece en el área del euro, en unión con el aumento de la incertidumbre sobre la fortaleza de la demanda, podría justificar que las empresas continúen mostrando una elevada cautela a la hora de trasladar los incrementos de costes laborales a precios.

empresas en el marco de la Wage Dynamics Network (WDN) [véase BCE (2009), «Wage Dynamics in Europe», *Final Report of the Wage Dynamics Network*], que sugieren que un porcentaje elevado de empresas modifican sus precios de venta cuando se enfrentan a una perturbación permanente e inesperada en sus costes laborales. .

1 R. Bidder (2015), «Are wages useful in forecasting price inflation?», *FRBSF Economic Letter*, 33; Y. Mehra (2000), «Wage-Price Dynamics: Are They Consistent with Cost Push?», *FRB Richmond Economic Quarterly*, 86(3); G. Hess y M. Schweitzer (2000), *Does Wage Inflation Cause Price Inflation?*, FRB Cleveland Policy Discussion Paper 1.

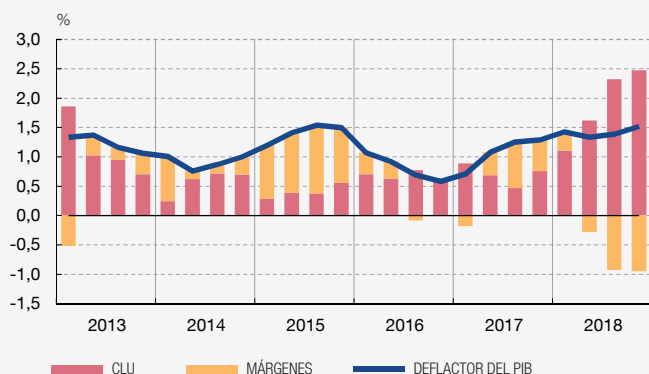
2 E. Peneva y J. Rudd (2015), *The Passthrough of Labor Costs to Price Inflation*, Federal Reserve Board, Finance and Economics Discussion Series Paper 2015-042.

3 Para el caso del área del euro, E. Bobeica, M. Ciccarelli e I. Vansteenkiste (2019), *The link between labor cost and price inflation in the euro area*, Banco Central Europeo, Working Paper n.º 2235, encuentran una relación de causalidad de los costes laborales a los precios (causalidad de Granger) que se ha fortalecido a lo largo del tiempo. Estos resultados son coherentes con las principales conclusiones de las encuestas realizadas a las

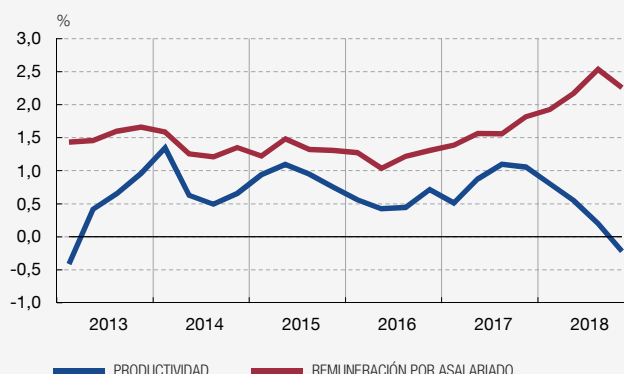
4 La medición de los beneficios empresariales se encuentra sujeta a muchas dificultades. En este recuadro se utiliza como indicador de márgenes el ratio entre deflactor del PIB y los CLU, que trata de aproximar la relación que se desprende de la teoría económica entre los precios y los costes marginales de producción. Ante la dificultad para aproximar los costes marginales en Contabilidad Nacional, se emplean los costes medios y, de manera más simplificada, los costes laborales. Con ello se deja a un lado, por ejemplo, la contribución de los costes de capital y financieros, que puede ser muy relevante en las circunstancias actuales de tipos de interés reducidos. En este sentido, existen medidas alternativas de beneficios que se analizan con detalle en V. Salas, L. San Juan y J. Vallés (2017), *The financial and real performance of non financial corporations in the euro area: 1999-2015*, Documentos Ocasionales, n.º 1708, Banco de España.

5 C. Nekarda y V. Ramey (2013), *The Cyclical Behavior of the Price-Cost Markup*, Working Paper 19099, National Bureau of Economic Research.

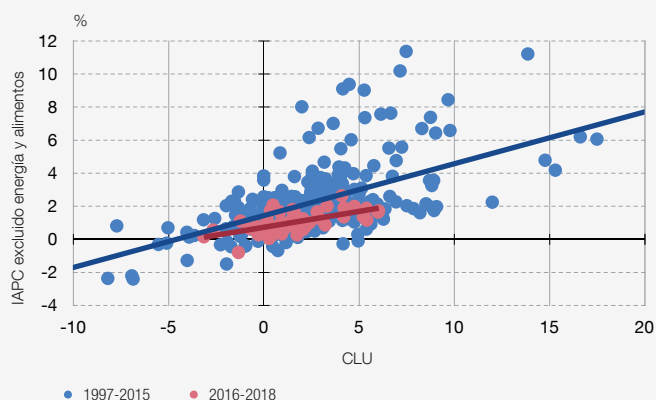
**Gráfico 1**  
UEM. DEFLACTOR DEL PIB, COSTES LABORALES UNITARIOS Y MÁRGENES (a)  
Crecimiento interanual



**Gráfico 2**  
UEM. PRODUCTIVIDAD Y REMUNERACIÓN POR ASALARIADO  
Crecimiento interanual



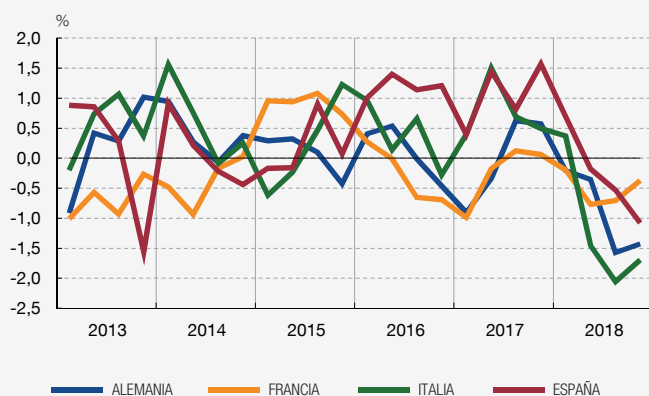
**Gráfico 3**  
COSTES LABORALES E IAPC SUBYACENTE. PAÍSES UEM (1997-2018)  
Crecimiento interanual



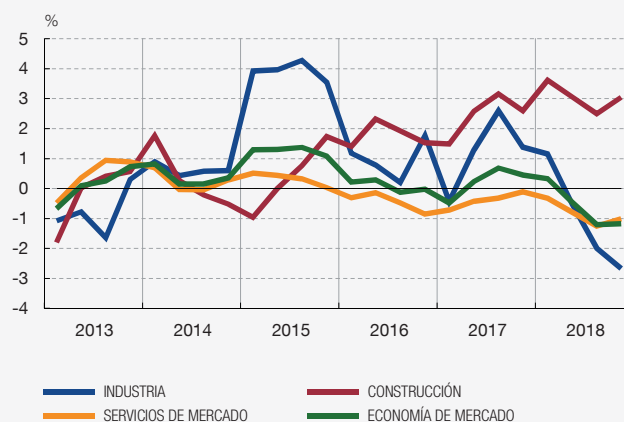
**Gráfico 4**  
UEM. PIB Y MÁRGENES  
Crecimiento interanual



**Gráfico 5**  
MÁRGENES  
Crecimiento interanual



**Gráfico 6**  
UEM. MÁRGENES  
Crecimiento interanual



FUENTE: Eurostat.

a. Los márgenes se definen como el cociente entre el deflactor del PIB (o VAB) y los CLU.