

La evolución salarial: ¿una preocupación más para el BCE?

Las dinámicas salariales son una variable muy importante para la política monetaria del BCE. No en vano, el mandato del BCE es garantizar la estabilidad de precios, y los salarios son un factor clave de la inflación: a medio plazo, los salarios afectan a la evolución de los precios, tanto por el lado de la oferta (pues el aumento de los salarios encarece los costes de bienes y servicios) como por el de la demanda (pues a mayores salarios mayor es la demanda de bienes y servicios y, por ende, su precio).

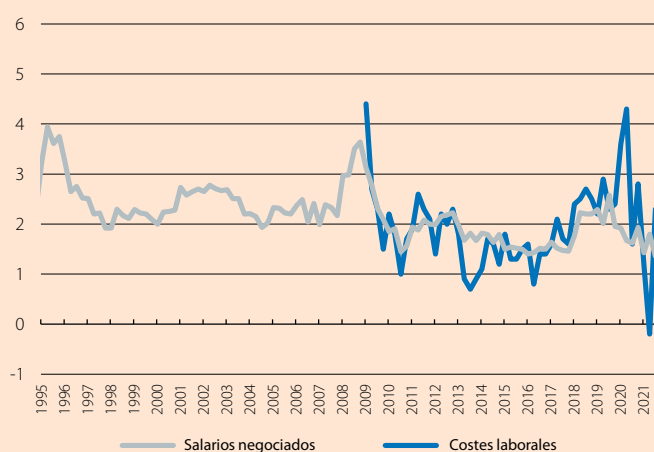
En el contexto actual de elevada inflación por el encarecimiento energético, una de las grandes preguntas es si el aumento de precios se trasladará a los salarios. Si se produjesen aumentos salariales poco sostenibles se podrían retroalimentar con la inflación, lo cual supondría una fuente adicional de preocupación para el BCE. *A priori*, los efectos de segunda ronda (traslado de la inflación a aumentos salariales) son menos probables en un contexto de inflación provocada por un *shock* energético en un mundo globalizado como el nuestro, porque estrecha los márgenes empresariales y las empresas tienen menos capacidad de aumentar precios y salarios. Así, cabe preguntarse cómo se están comportando las dinámicas salariales en la eurozona y cuál podría ser su evolución futura.

Los salarios, de momento, están contenidos

En la eurozona, observar la evolución de los salarios es una tarea algo más complicada que en otras economías avanzadas. El principal problema al cual nos enfrentamos es el retraso en la publicación de los datos. Mientras que en EE. UU., por ejemplo, la evolución de los salarios por hora se publica mensualmente el primer viernes del siguiente mes al que se hace referencia, en la eurozona el indicador trimestral de costes laborales de Eurostat se publica dos meses y medio después del cierre del trimestre. Así, a fecha de publicación de este artículo, el último dato disponible de esta serie es el del 4T 2021.¹

Con esto en mente, podemos observar en el primer gráfico que el crecimiento interanual de los salarios en el 4T 2021 fue del 1,6%. Se trata de un nivel contenido; sirva de referencia el criterio de Phillip Lane, economista en jefe del BCE, según el cual un crecimiento salarial del 3,0% es el que sería coherente con un nivel de inflación a medio plazo del 2,0%, precisamente el objetivo del BCE.² Este menor dinamismo en los salarios en comparación con el de EE. UU. (+5,6% interanual en marzo) se debe, entre otros factores, a los mecanismos de preservación de los puestos de trabajo implementados durante la pandemia en la eurozona (como, por ejemplo, los ERTE). Mientras que estas medidas fueron muy positivas para mantener el empleo y evitar reducciones drásticas de los ingresos de los hogares, no permitieron a los trabajadores, en el momento de la reapertura, gozar de los aumentos salariales que habitualmente acompañan a los cambios de trabajo.³

Eurozona: evolución de los salarios y costes laborales
Variación interanual (%)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del BCE y de Eurostat.

La elevada inflación y la baja tasa de desempleo podrían empujar al alza los salarios

Los salarios todavía se encuentran en niveles contenidos, pero ¿cómo evolucionarán en el futuro? Para responder a esta pregunta, analizamos su relación con los principales factores que los determinan: la tasa de desempleo, las expectativas de inflación y la inflación pasada.⁴

1. Otra cuestión relevante a considerar es la heterogeneidad entre países, pues el mercado laboral en la UE no está tan integrado como el de EE. UU. y se observan marcadas diferencias entre países, tanto en la evolución de la tasa de desempleo como de los salarios.

2. En este sentido, el BCE viene asegurando desde julio del año pasado que no subirá los tipos de interés hasta que no proyecte una inflación del 2% en el último año de su horizonte de proyecciones, actualmente 2024. Aunque por poco –de momento este no es el caso– pues la institución sitúa la inflación en el 1,9% en 2024.

3. La OCDE cuantifica los aumentos salariales de los trabajadores de EE. UU. que cambiaron de trabajo como cuatro veces superior al de los trabajadores que se mantuvieron en sus puestos de trabajo. Véase Causa, O. *et al.* (2021). «Labour market transitions across OECD countries: Stylised facts». OECD Economics Department Working Papers, n.º 1692, OECD Publishing, París.

4. Existen muchos otros elementos que determinan los salarios, como la globalización o el diseño institucional, pero para los próximos cálculos nos centraremos en los más clásicos en consonancia con lo realizado por el FMI. Véase «Chapter 2: Recent Wage Dynamics in Advanced Economies: Drivers and Implications», World Economic Outlook, octubre de 2017.

El aumento de la inflación que se observa desde finales de 2021 y el alza de las expectativas de inflación a medio plazo podrían contribuir a una evolución salarial más dinámica en los próximos trimestres (hay que tener en cuenta que el traslado del aumento de precios a salarios no es inmediato, ya que hay un periodo de ajuste).

Las perspectivas de inflación también suponen un riesgo alcista para los salarios: prevemos que la inflación se mantenga en cotas elevadas en la eurozona durante los trimestres centrales del año, aunque gradualmente debería moderarse (incluso en un escenario en el que los precios energéticos se mantuviesen en los niveles actuales, eventualmente la tasa de inflación interanual caería por los efectos de base). Según la relación histórica entre la inflación y los salarios, si la inflación promedio en 2021 y 2022 se situase alrededor del 4,7% (el promedio coherente con nuestras previsiones de inflación actuales), ello implicaría un crecimiento salarial en términos interanuales 0,54 p. p. superior en 2023 respecto a los que observaríamos con una inflación promedio del 2% entre 2021 y 2022. Asimismo, si suponemos que esta mayor inflación desancla las expectativas de inflación a medio plazo, aumentándolas, supongamos, en 1,5 p. p. hasta el 3,5%, el crecimiento salarial en 2023 sería 0,42 p. p. superior en relación con unas expectativas debidamente ancladas al 2%. Sumando ambos efectos, los aumentos salariales en 2023 serían aproximadamente 1 p. p. superiores a lo que serían en una situación de inflación controlada y expectativas ancladas al 2%.

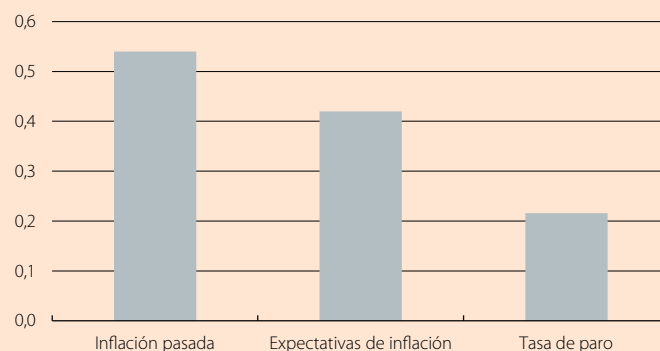
Por su parte, la tasa de desempleo puede ejercer una mayor presión sobre los salarios al encontrarse en niveles históricamente bajos (6,8% en febrero de 2022, o sea, 2,6 p. p. por debajo de su promedio histórico) gracias a la rápida recuperación del mercado laboral.⁵ Con todo, la evolución del mercado laboral en la eurozona en 2022 es incierta y dependerá en buena medida de la duración de la guerra de Ucrania y del impacto económico de las sanciones, en especial sobre aquellas economías más dependientes del gas ruso (como Alemania y, en menor medida, Italia).

En resumen, según los datos disponibles, las dinámicas salariales no eran, a finales de 2021, un motivo adicional de preocupación para el BCE al encontrarse claramente por debajo del 3%. De hecho, la evolución contenida de los salarios en el último año es uno de los motivos por los que el BCE no ha subido tipos, a pesar de la elevada inflación; en efecto, las proyecciones de inflación a medio plazo se han situado hasta el momento por debajo del 2,0%. Sin embargo, el escenario está cambiando. Por un lado, el BCE ha dado un giro reciente en su comunicación y ha destacado que las expectativas de inflación ya se sitúan por encima del 2%, por lo que resulta probable que suba tipos ya este mismo año, para evitar un desanclaje de estas expectativas. Por otro lado, los aumentos salariales que probablemente observaremos (teniendo en cuenta la elevada inflación y una tasa de paro en niveles históricamente bajos) deberían llevar a una inflación a medio plazo cercana al 2%, que permita al BCE subir gradualmente los tipos de interés. De esta forma, se vislumbra como probable el cese de las compras netas de activos en el 3T y la primera subida de los tipos de interés ya en 2022. Esta y las siguientes alzas de tipos deberían evitar que las elevadas tasas de inflación actuales se cronifiquen, tanto a través de las expectativas de inflación como de dinámicas salariales insostenibles.

Màxim Ventura Bolet y Ricard Murillo Gili

Eurozona: contribuciones al aumento del crecimiento salarial en 2023 *

(p. p.)



Notas: * Estimamos un modelo de regresión múltiple donde la variable dependiente es la evolución salarial y las variables explicativas son productividad laboral, inflación pasada, expectativas de inflación y tasa de paro. Calculamos el efecto de una inflación al 4,7% en promedio entre 2021 y 2022 en lugar del 2%; de un desanclaje de las expectativas de inflación a medio plazo en el 3,5% en lugar del 2%, y de una tasa de desempleo en 2022 en el 6,5% en lugar del promedio de 2021 (7,7%).

Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de CaixaBank.

5. Si la tasa de desempleo continuase su tendencia descendiente en 2022 y el promedio del año se situase en el 6,5%, según nuestras estimaciones, el crecimiento salarial en términos interanuales sería 0,21 p. p. superior en 2023, al que observaríamos con una tasa de desempleo como la de 2021 (7,7%).