

¿INFLACIÓN DE COSTES O INFLACIÓN DE MÁRGENES EMPRESARIALES?

Vicente Salas Fumás

Abril 2023



¿INFLACIÓN DE COSTES O INFLACIÓN DE MÁRGENES EMPRESARIALES?

Vicente Salas Fumás

Abril 2023

¿INFLACIÓN DE COSTES O INFLACIÓN DE MÁRGENES EMPRESARIALES?

Vicente Salas Fumás

Profesor emérito de la Universidad de Zaragoza y Funcas

El temor a una espiral de crecimiento en precios y salarios se está disipando. Los costes salariales crecen con moderación, mientras que los márgenes empresariales crecen a la par con el crecimiento de los precios. El diagnóstico inicial de que la inflación de precios tenía su origen en una inflación de costes está variando hacia una inflación de precios causada por una inflación de márgenes de beneficios. El texto muestra la evolución de los márgenes de beneficios en los sectores institucionales de la economía española (sociedades no financieras, sociedades financieras y familias) ente 2019 y 2022, y analiza los factores que pueden explicar el comportamiento de los mismos en el sector de las sociedades no financieras, SNF. Sin excluir cambios en el poder de mercado de las empresas, el texto explica la evolución de los márgenes empresariales de las SNF en España por diferencias en la composición de los costes laborales totales en fijos y variables, durante la pandemia y en la recuperación posterior.

1. INTRODUCCIÓN

Las tensiones inflacionistas de los últimos meses, con incrementos interanuales de dos dígitos en el nivel de precios, han activado cambios en las políticas monetarias de los bancos centrales, con subidas rápidas y significativas de los tipos de interés oficiales, y el anuncio de la decisión firme de tipos aún más altos ante cualquier atisbo de espiral entre incremento de precios e incremento de salarios. En las últimas semanas, los bancos centrales están cambiando los mensajes. La amenaza más inmediata para el descontrol de la inflación de precios ya no percibe en el incremento de los costes laborales, sino en el incremento en los márgenes empresariales. En este sentido, Fabio Panetta, miembro del comité ejecutivo del Banco Central Europeo (BCE), haciéndose eco de información sobre la evolución reciente de los márgenes empresariales en la zona del euro publicada en el *Boletín Económico* 2-2023 del BCE (<https://www.ecb.europa.eu/pub/economic-bulletin/html/eb202302.es.html>, Chart 14), en unas declaraciones al *New York Times* el 31 de marzo pasado, afirma: “Se habla mucho sobre la subida de salarios, pero probablemente se está prestando insuficiente atención al otro componente de las rentas, los beneficios empresariales” <https://www.ecb.europa.eu/press/inter/date/2023/html/ecb.in230401~ec65174af7.en.html>

El objetivo de esta nota es aportar información sobre la evolución reciente de precios, costes y márgenes empresariales en la economía española en los últimos cuatro años, 2019-2022, a partir de información extraída de la Contabilidad Nacional-cuentas trimestrales de los sectores institucionales. Se presenta información separada de márgenes brutos y netos para los sectores de sociedades no financieras, SNF, sociedades financieras, y familias e instituciones sin ánimo de lucro, este último, el sector donde se contabilizan los resultados del sector empresarial no societario (personas físicas y trabajo autónomo). Las diferencias en la evolución de los márgenes entre sectores institucionales, justifican el análisis separado para cada uno de ellos. El texto profundiza en el análisis de los márgenes del sector de las SNF, el más importante cuantitativamente de los tres, y el que permite calcular una medida más precisa de margen de beneficios (en el caso del trabajo autónomo las rentas mixtas engloban rentas del trabajo y del capital; el sector financiero tiene una dinámica particular durante el periodo influido por la política monetaria expansiva del BCE). El análisis y explicación del comportamiento de los márgenes de las SNF, en descenso hasta el primer trimestre de 2021 y en aumento a lo largo de los trimestres siguientes, se realiza a partir de hipótesis sobre formación de precios en las que intervienen el poder de mercado de las empresas y la composición de los costes laborales, fijos y variables.

En la entrevista del *New York Times*, Fabio Panetta alude al poder de mercado como el factor que “permitiría a las empresas subir precios por encima de las subidas de costes sin tener que soportar descensos en la demanda”. Sin excluir la posibilidad de que el poder de mercado de las empresas haya podido influir en la inflación de precios, el texto introduce dos puntualizaciones. La primera, fundamentada empíricamente, apunta al cambio en la estructura de los costes laborales de las empresas, con más peso de los costes fijos, debido a las políticas de ayudas públicas al mantenimiento del empleo durante la pandemia, como posible explicación del comportamiento de los márgenes. La segunda, conceptual, advierte sobre la relevancia, para el correcto diagnóstico de las causas de la inflación de precios, de distinguir entre, la relación entre poder de mercado y nivel de precios (positiva), y la relación entre poder de mercado y traslación de incrementos de costes a incrementos de precios, la medida de inflación (negativa).

2. EVOLUCIÓN DE LOS MÁRGENES EMPRESARIALES

La Contabilidad Nacional publica cuentas detalladas de los sectores institucionales de la economía, sociedades no financieras, sociedades financieras y familias (incluidas las personas físicas-trabajadores autónomos y las instituciones sin ánimo de lucro), administraciones públicas y sector exterior. A continuación, en el gráfico 1, se presentan las estimaciones de los márgenes de beneficio para las sociedades no financieras, SNF (57,7 % del VAB total de la economía española en 2022), sociedades financieras, SF (4,4 % del VAB total) y familias (22,5 % del VAB total), los tres sectores con presencia empresarial (el cuarto sector, las administraciones públicas, aporta el 15,4 % restante al VAB con márgenes iguales a cero). En cada caso, se distingue entre margen bruto y margen neto de explotación por euro de VAB, calculados como sigue:

$$\text{Margen bruto sobre VAB} = \frac{\text{VAB} - \text{Remuneración de asalariados}}{\text{VAB}} \quad [1]$$

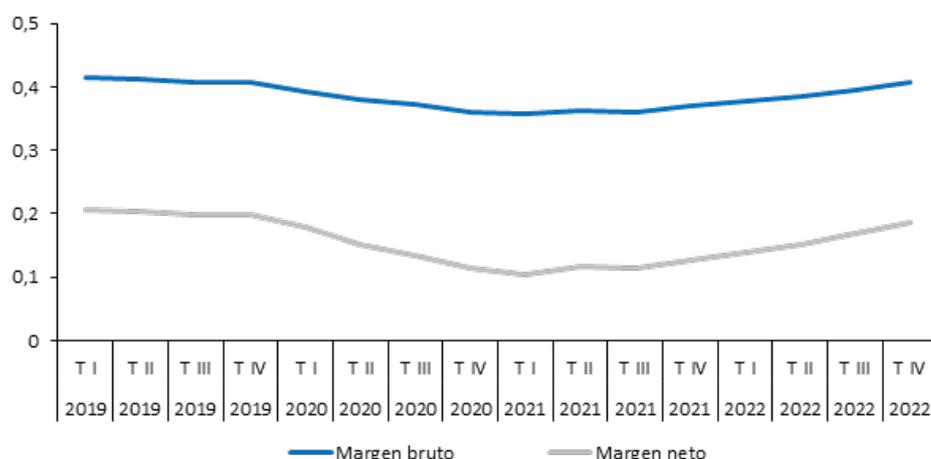
$$\text{Margen neto sobre VAB} = \frac{\text{VAB} - \text{Remuneración de asalariados} - \text{Consumo capital}}{\text{VAB}} \quad [2]$$

Los márgenes se calculan a partir de los agregados de cada variable durante cuatro trimestres consecutivos, incluido el trimestre al que se le asigna el dato (valores anualizados), desde el TIV de 2019 hasta el TIV de 2022, último disponible.

La observación de los gráficos constata que la evolución de los márgenes en el periodo de estudio es distinta para cada uno de los tres sectores, razón por la cual se evita presentar resultados para el agregado de la economía. En el año 2019, el margen bruto de explotación de las SNF permanece estable algo por encima del 40 %, estabilidad que se observa también en la evolución del margen neto con un valor del 20 %. En los trimestres

GRÁFICO 1. MÁRGENES BRUTOS Y NETOS DE LOS SECTORES INSTITUCIONALES DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA CALCULADOS CON VALORES ANUALIZADOS DE LAS VARIABLES DE VAB, REMUNERACIÓN DE ASALARIADOS Y CONSUMO DE CAPITAL

Sociedades no financieras, SNF



Familias (con personas físicas y entidades sin ánimo de lucro)

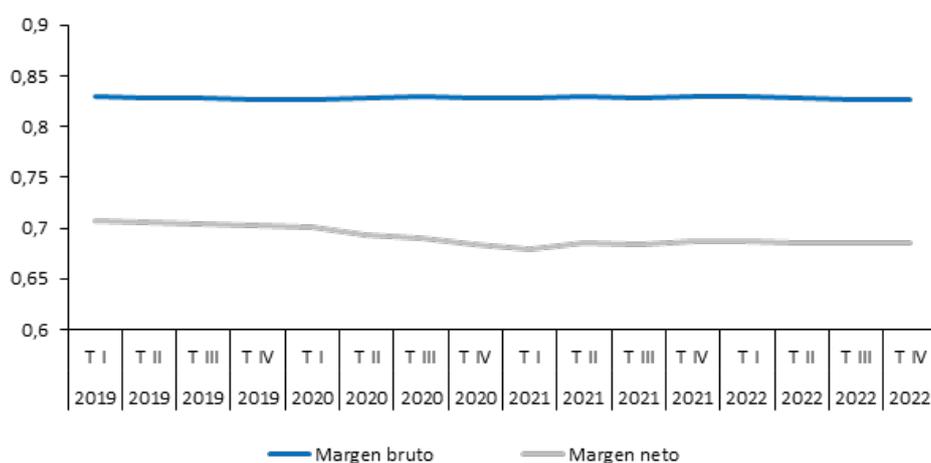
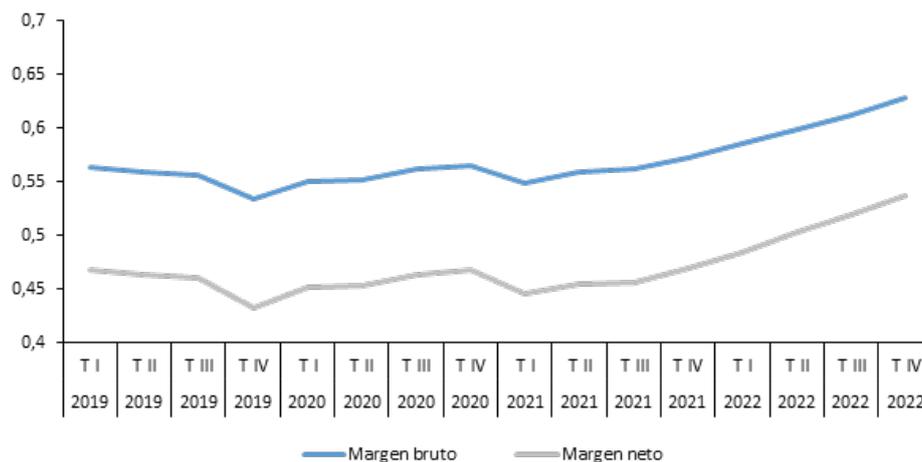


GRÁFICO 1. MÁRGENES BRUTOS Y NETOS DE LOS SECTORES INSTITUCIONALES DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA CALCULADOS CON VALORES ANUALIZADOS DE LAS VARIABLES DE VAB, REMUNERACIÓN DE ASALARIADOS Y CONSUMO DE CAPITAL
(continuación)

Sociedades financieras, SF



Fuente: Elaboración propia con datos de Contabilidad Nacional.

siguientes, en plena pandemia por la COVID-19, los márgenes de explotación disminuyen hasta valores mínimos en el T I de 2021: 35,8 %, margen bruto, y 10,5 %, margen neto. A partir del mínimo, los márgenes se recuperan y el margen bruto del 40,7 % en el T IV de 2022 prácticamente coincide con el margen bruto en 2019. El margen neto del año 2022, 18,6 %, está todavía 1,5 puntos porcentuales por debajo del margen neto en 2019, debido al aumento del consumo de capital contabilizado durante el periodo.

En el sector Familias –que incluye la actividad empresarial, lucrativa y no lucrativa, no societaria, es decir, del trabajo asalariado y/o autónomo que se realiza por medio de personas físicas y entidades no lucrativas–, el margen bruto permanece prácticamente estable alrededor del 83 % en todo el periodo. El margen neto, en cambio, retrocede durante la pandemia, desde el 70,2 % en 2019 hasta el mínimo del 67,9 % en el T I de 2021, y se mantiene a ese nivel más bajo durante el resto del periodo. Hay que tener en cuenta que, en el sector familias, la diferencia entre VAB y remuneración de asalariados incluye las rentas mixtas (es decir, las rentas del trabajo y del capital de los trabajadores por cuenta propia), así como el posible excedente (no distribuable como dividendo) de las entidades no lucrativas. De nuevo, el consumo de capital, creciente durante todo el periodo, lastra la recuperación del margen neto del sector familias a los niveles de prepandemia.

Los márgenes del sector de las sociedades financieras, SF, que incluye a las entidades de crédito, permanecen estables alrededor del 55 % y del 45 %, respectivamente, hasta el III T de 2021; lo que significa que la pandemia apenas afecta a su evolución temporal. Desde el T IV de 2021 en adelante los márgenes muestran una tendencia creciente hasta alcanzar los valores del 63 % (margen bruto) y del 54 % (margen neto) en 2022. La subida de márgenes en el sector de SF coincide en el tiempo con la subida de los tipos de interés oficiales por el BCE (el euríbor pasa del -0,5 % en septiembre de 2021 al 3 % en diciembre de 2022).

Analizar la evolución de las rentas del trabajo y del capital para el conjunto de la economía, lo que significa agregar rentas de los distintos sectores institucionales, esconde la heterogeneidad sectorial que pone de manifiesto el gráfico 1, y puede llegar a diagnósticos erróneos sobre los determinantes de la evolución. En los apartados siguientes se profundiza en el análisis de los determinantes de los márgenes empresariales del sec-

tor de SNF, por su mayor importancia cuantitativa, y por la nitidez con la que se separan las rentas del trabajo y del capital.

3. DETERMINANTES DEL MARGEN EMPRESARIAL

Para facilitar la exposición, el VAB, *output*, de las SNF se escribe como el producto de un precio unitario, p , por una cantidad de producción, Q , es decir, $VAB = pQ$. De igual modo, la remuneración a los asalariados se sustituye por una función creciente con el número de trabajadores L , *Remuneración asalariados* = $R(L)$. Con esta notación, el margen bruto de explotación puede escribirse como,

$$\text{Margen bruto} = \frac{pQ - R(L)}{pQ} = 1 - \frac{CLUM}{p} \quad [3]$$

Donde $CLUM$ es el coste laboral unitario medio calculado como el cociente entre la retribución a los asalariados y la producción del periodo, $CLUM = \frac{R(L)}{Q}$. La notación se completa con el coste laboral unitario marginal, $CLUm$, no observable, y que representa el coste para la empresa de incorporar a la producción el último trabajador directo. El margen bruto se escribe ahora como,

$$\text{Margen bruto explotación} = 1 - \frac{CLUM}{p} = 1 - \frac{\frac{CLUM}{CLUm}}{\frac{p}{CLUm}} = 1 - \frac{1}{k\gamma} = \frac{k\gamma - 1}{k\gamma} \quad [4]$$

El cociente entre el precio y el coste laboral marginal, es la medida habitual de poder de mercado de la empresa: $k = \frac{p}{CLUm} = \frac{\text{Precio}}{\text{Coste marginal}} = \text{Poder de mercado}$. Por otra parte, la ratio entre coste laboral unitario medio y coste laboral unitario marginal es una medida inversa de elasticidad de los costes laborales totales a variaciones en el *output* del periodo; es decir, $\gamma = \frac{CLUm}{CLUM} = \text{Elasticidad de costes laborales al output}$.

El margen bruto de explotación aumenta con el poder de mercado (distancia entre precio de venta y coste marginal o coste variable unitario). Y también aumenta con la elasticidad de costes laborales totales (cociente entre coste laboral unitario marginal y medio). El crecimiento en los márgenes empresariales en 2022, como el que se observa en el gráfico 1 para las SNF en España, podría explicarse por un aumento en el poder de mercado, como sugiere el consejero Panetta, y/o por el aumento en la elasticidad de costes porque el coste laboral marginal, ese año, crece más que el coste laboral medio.

Para ilustrar mejor la influencia de la composición de los costes laborales en fijos y variables, sobre el margen bruto de las SNF, el coste laboral total se expresa como la suma de un componente fijo y de un componente de coste variable en función del número de trabajadores empleados en la producción, *Remuneración asalariados* = $F + wL$. F es el componente fijo del coste laboral, w es el coste variable por trabajador y L es el número de trabajadores activos. Si la demanda de empleo L es proporcional a la producción, $L = \frac{1}{a}Q$ siendo a un parámetro positivo que mide la productividad media del trabajo, la relación entre coste marginal y coste medio será igual a,

$$\gamma = \frac{\frac{w}{a}}{\frac{F}{Q} + \frac{w}{a}} = \frac{1}{\frac{F}{wL} + 1} \quad [5]$$

La elasticidad de costes, cociente entre el coste laboral marginal y el coste laboral medio, disminuye al aumentar la proporción de costes fijos sobre la parte variable de los costes laborales totales. En periodos expansivos, cuando la producción y el empleo crecen en el tiempo, el denominador de la expresión anterior

disminuye y el cociente, elasticidad de costes, aumenta. En periodos contractivos, en cambio, ocurre lo contrario.

Evidencia para las SNF en España

Partiendo del supuesto, simplificador, de productividad marginal y media del trabajo, igual al parámetro a , el coste laboral marginal será igual a $CLUm = \frac{w}{a}$. El coste por trabajador, w se aproxima por el índice de coste laboral para la economía española, CL . Por otra parte, el coste laboral medio es igual a $CLUM = \frac{R(L)}{Q}$. La producción Q se calcula a partir del VAB deflactado por el deflactor del PIB. $R(L)$ es la remuneración a los asalariados de las SNF a euros corrientes. Teniendo en cuenta estas estimaciones del coste laboral marginal y medio, la elasticidad de costes se aproxima por,

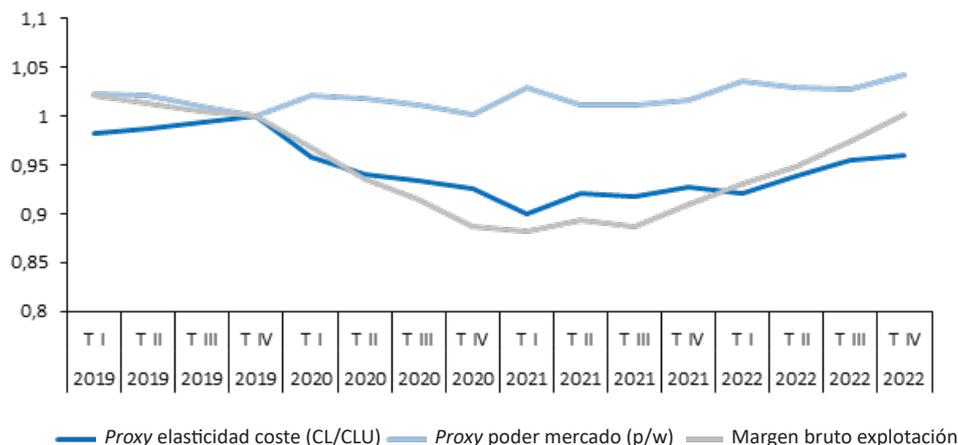
$$\gamma = \frac{CLUm}{CLUM} = \frac{\frac{w}{a}}{\frac{R(L)}{Q}} = \frac{\text{Coste laboral (CL)}}{a * \text{Coste laboral unitario (CLU)}} \quad [6]$$

Por otra parte, a partir del coste marginal $CLUm = \frac{w}{a}$, el poder de mercado vendrá dado por

$$\text{Poder de mercado} = k = \frac{p}{CLUm} = \frac{pa}{w} = \frac{\text{Deflactor PIB} * a}{\text{Coste laboral}} \quad [7]$$

El gráfico 2 muestra la evolución temporal del margen bruto de explotación y la evolución temporal de las variables *proxy* de sus dos potenciales determinantes, la elasticidad de costes y el poder de mercado, bajo el supuesto de que la productividad marginal del trabajo a permanece invariable a lo largo del periodo.

GRÁFICO 2. PROXY DE ELASTICIDAD DE COSTES Y PODER DE MERCADO Y MARGEN BRUTO DE EXPLOTACIÓN PARA EL AGREGADO DE LAS SNF EN ESPAÑA. CALCULADOS CON VALORES ANUALIZADOS DE LAS VARIABLES. VALORES NORMALIZADOS POR EL VALOR DEL TIV 2019



Fuente: Elaboración propia con datos de Contabilidad Nacional.

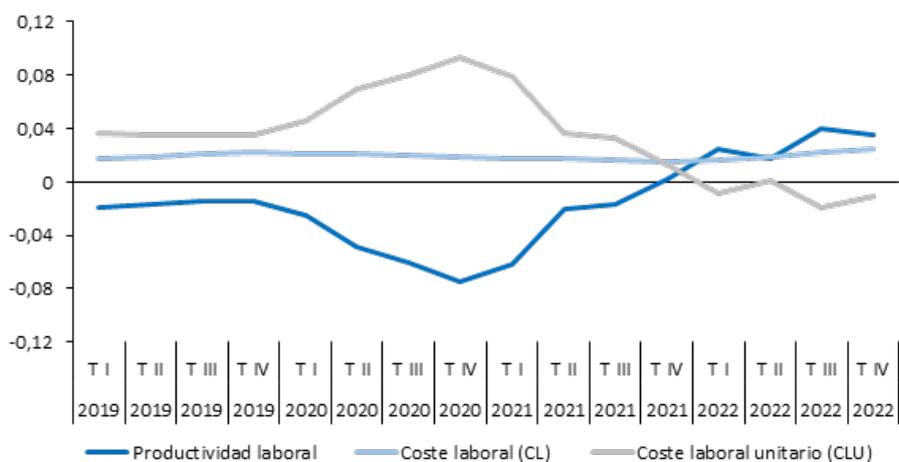
Como puede comprobarse, la evolución del margen bruto de explotación en el periodo está muy determinada por la evolución de la variable *proxy* de la elasticidad de coste (relación entre la variable *proxy* de coste laboral marginal (índice de coste laboral), y coste laboral medio). A partir del TI de 2020, el coste laboral medio crece más que el coste marginal hasta el TI de 2021. Durante este año 2021 el coste laboral medio se estabiliza, mientras que durante el año 2022 el coste medio evoluciona por debajo del marginal. En consonancia, la elasti-

cidad de costes implícita decrece hasta el TI de 2021 y desde ese trimestre inicia una ligera tendencia creciente que se acelera durante 2022.

En cuanto al poder de mercado, durante 2020 y 2021 el índice de precio de venta del *output* se ha mantenido ligeramente por encima del índice de coste laboral por trabajador, mientras que durante el año 2022 la variable *proxy* de poder de mercado experimenta un repunte con respecto a los valores de dos años anteriores. Ello ha contribuido a una aceleración en la recuperación del margen bruto de explotación de las SNF a partir del T II de 2022 que explica la recuperación del margen bruto de explotación en 2022 a los niveles de 2019. En todo caso, durante el periodo, la correlación entre la variable *proxy* de poder de mercado y el margen bruto de explotación es notablemente inferior a la correlación entre la *proxy* de elasticidad de coste y el margen bruto.

Como evidencia adicional sobre cuál ha sido el comportamiento de los costes laborales durante el periodo de estudio, el gráfico 3 muestra la evolución, en tasas de variación interanual, del coste laboral unitario (CLU) y sus determinantes: las tasas de variación interanual del coste laboral por trabajador (CL) y de la productividad laboral aparente (calculada como el cociente entre el VAB a euros constantes –deflactor del PIB– y la remuneración de los asalariados a euros constantes– índice de coste laboral).

GRÁFICO 3. TASAS DE VARIACIÓN INTERANUAL DEL COSTE LABORAL UNITARIO MEDIO, CLUM, Y TASAS DE VARIACIÓN DE SUS DETERMINANTES, EL COSTE LABORAL, CL, Y LA PRODUCTIVIDAD LABORAL APARENTE



Fuente: Elaboración propia con datos de Contabilidad Nacional.

La tasa de variación del coste laboral unitario está determinada prácticamente en su totalidad por la evolución del crecimiento en la productividad laboral aparente, con el signo opuesto; en cambio, el coste laboral por trabajador crece a una tasa alrededor del 2 % anual, estable en casi todo el periodo excepto un ligero repunte en los últimos trimestres. Las tasas negativas (positivas) de crecimiento de la productividad durante la fase contractiva (expansiva) son coherentes con la hipótesis de que las empresas mantienen empleo con baja actividad durante el año 2020; en los trimestres siguientes los empleados recuperan su actividad al ritmo que se recupera la producción. Cuantitativamente, la producción disminuye hasta un 19 %, en el TI de 2021 con respecto al TIV de 2019, mientras que en el mismo periodo la disminución del empleo no llega al 10 %; en la recuperación, el empleo en el TIV de 2022 está ya al nivel de 2019 mientras que la producción está casi cuatro puntos porcentuales por debajo. El empleo desciende menos que la producción en la fase contractiva, mientras que en la fase expansiva ocurre lo contrario. Esto explica la evolución de la tasa de variación de la productividad laboral, y refuerza la hipótesis sobre la evolución de la composición del coste laboral total.

Las ayudas públicas a las empresas durante la pandemia (ERTE), favorecieron el mantenimiento del empleo por encima de lo que se requería para la producción menguante en los años contractivos. Por ello, la retribución al trabajo se desvincula de la evolución de la producción, es decir el componente de coste fijo en el coste laboral total aumenta en detrimento del componente variable. A medida que se recupera la actividad productiva, los trabajadores en ERTE u otros en condiciones similares, pasan de inactivos a activos y el componente fijo del coste laboral vuelve progresivamente a los niveles prepandemia.

La mayor variabilidad en el tiempo del margen neto, en comparación con la del margen bruto, gráfico 1-SNF se explica también porque el coste por depreciación del capital productivo (consumo de capital) es un coste fijo. Esto significa que la variabilidad en el consumo de capital por unidad de producción estará determinada totalmente por la variación de la producción.

La estabilidad en la evolución del margen bruto del sector de familias en el gráfico 1, sugiere que la composición de los costes laborales del trabajo asalariado en este sector se ha mantenido más estable que la del sector de las SNF; la explicación puede ser el menor peso de la remuneración de los asalariados en el VAB del sector familias, en comparación con el peso en el sector de las SNF. La estabilidad, primero, y el repunte en trimestres posteriores, en el margen bruto del sector de las SF, puede atribuirse al bajo recurso a los ERTE en el sector, además del efecto positivo sobre los márgenes de la subida de tipos de interés por el BCE.

La explicación de la evolución del margen bruto y del margen neto de las SNF en España entre 2019 y 2022, a partir de las variaciones en la composición de los costes laborales en fijos y variables durante el mismo periodo, no excluye la posibilidad de que el poder de mercado también haya tenido una parte de influencia. Por ejemplo, si el poder de mercado tiene un componente cíclico por el cual disminuye en las fases contractivas del ciclo, y aumenta en las expansivas. Lo que trata de mostrar la exposición anterior es que la composición de los costes en fijos y variables, la elasticidad de costes al *output* por periodo, es un factor a tener en cuenta para explicar la evolución de los márgenes de explotación de las SNF en España.

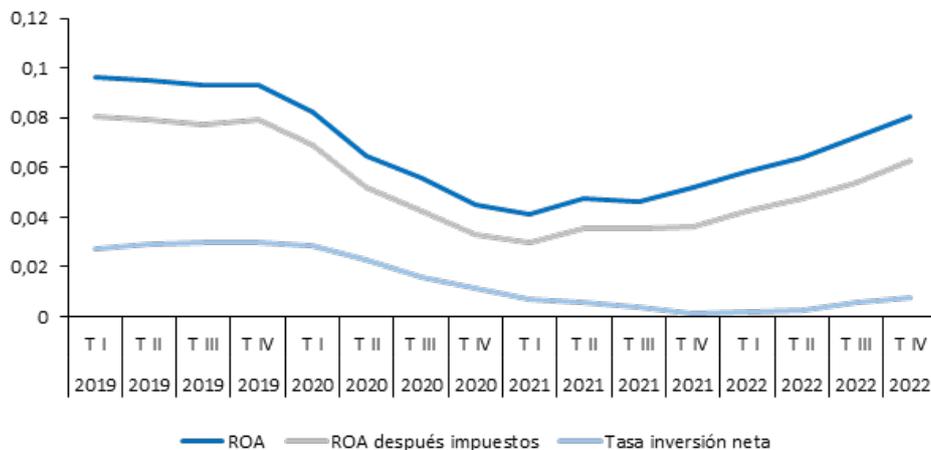
4. RENTABILIDAD DEL CAPITAL E INVERSIÓN

El producto del margen neto de explotación por el VAB por euro de *stock* de capital utilizado en la producción determina el beneficio neto de explotación por euro de capital total invertido, o rentabilidad del activo de explotación, ROA. El gráfico 4 completa la exposición sobre los beneficios de las SNF en el periodo 2019-2022 con la representación gráfica del ROA antes y después de los impuestos sobre beneficios y sobre la propiedad de las SNF. En el mismo gráfico se muestra también la evolución de la tasa de inversión neta de las SNF, calculada como el cociente entre la formación bruta de capital neta del consumo de capital, y el *stock* de capital de explotación (retardada). El *stock* de capital de las SNF se calcula utilizando el método de inventario permanente y se valora a precios corrientes de reposición, utilizando el deflactor de la formación bruta de capital de la economía española¹.

En el momento en que la pandemia por la COVID-19 interrumpe la actividad, las SNF en España obtienen una rentabilidad de explotación del 9,5 % antes de impuestos sobre los beneficios y el patrimonio, y del 8 % después de impuestos. En ese mismo momento, la tasa de inversión neta se acerca al 3 % y el *stock* de capital crecía a tasas interanuales superiores al 2 %. Con la pandemia, la rentabilidad se contrae hasta un mínimo del 4,1 % antes de impuestos en el TI de 2021. Durante todo el año 2021 la rentabilidad se mantiene estable, y en el TI de 2022 inicia su recuperación. En el TIV de 2022 la ROA de las SNF está todavía casi dos puntos porcentuales por debajo de los niveles pre pandemia. Como puede comprobarse con la observación de los gráficos 1 y 4, la evolución de la ROA está muy condicionada por la evolución del margen de explotación, particularmente el margen neto, después de descontar el coste por consumo de capital. El comportamiento del consumo de capital contabilizado durante el periodo, explica que el margen neto de explotación y la rentabilidad del activo de explotación en 2022 no hayan alcanzado todavía los valores previos a la pandemia y el margen bruto sí lo haya hecho.

¹ La metodología de estimación y cálculo es similar a la utilizada en Salas Fumás, V. (2021). *La empresa española: Del euro a la COVID-19*. Prensas Universitarias. Universidad de Zaragoza.

GRÁFICO 4. RENTABILIDAD DEL ACTIVO DE EXPLOTACIÓN ANTES Y DESPUÉS DE IMPUESTOS Y TASA DE INVERSIÓN NETA DE LAS SNF EN ESPAÑA



Fuente: Elaboración propia con datos de Contabilidad Nacional.

La tasa de inversión neta se mueve en paralelo a la evolución de la rentabilidad con aproximadamente dos-trés trimestres de retraso. La inversión disminuye durante la pandemia y en el TIV de 2021 se sitúa en valores cercanos a cero. La inversión se recupera con la actividad, aunque a tasas muy bajas, presumiblemente por el retraso entre inversión y rentabilidad. Con la recuperación sostenida de la rentabilidad a lo largo de 2022 la previsión es que la inversión en capital se recupere y se acerque a tasas del 2 % anual durante el ejercicio de 2023. El crecimiento de la inversión dependerá también de la evolución de los tipos de interés, es decir del coste financiero, y de la evolución del precio de los activos (el aumento en los precios de los bienes de capital revaloriza los activos productivos ya instalados y reduce el coste financiero real). En este sentido, los costes financieros de las SNF en 2022 ascienden a 14.356 millones de euros, un sesenta por ciento mayor que los 8.862 millones de euros de costes financieros en 2021 (11.408 millones en 2019, el último año antes de la pandemia). En 2023, los tipos de interés medios anuales estarán por encima de los de 2022, lo que encarecerá más todavía el coste de la financiación empresarial.

El comportamiento de la rentabilidad y de la inversión durante el periodo, en ningún caso contradicen el diagnóstico anterior sobre la composición de los costes laborales y evolución de los márgenes de beneficios de explotación de las SNF en España. Los niveles de rentabilidad del conjunto de las SNF no son extraordinarios o atípicos en comparación con valores históricos, y el comportamiento de la inversión en capital productivo es el esperable teniendo en cuenta la evolución de los incentivos a invertir (relación entre rentabilidad y coste).

5. CONCLUSIÓN

La respuesta más extendida a la pregunta sobre el porqué de la recuperación de los márgenes de beneficios empresariales en 2022 es que las empresas han aprovechado su poder de mercado para subir precios (por ejemplo, la explicación del miembro del consejo del BCE). Por lo tanto, la causa de la alta inflación de precios no es la inflación de costes sino la de márgenes empresariales. Para apoyar este diagnóstico, la tasa de variación de precios (deflactor del PIB) se descompone en la variación del coste laboral unitario más la variación del margen unitario, con el supuesto más o menos explícito de que las empresas eligen el margen unitario y con ello determinan el nivel de precios. La teoría económica, en cambio, explica el nivel de precios en el mercado como resultado de un proceso competitivo entre empresas rivales hasta llegar a un equilibrio. La estimación del margen, en sus diferentes expresiones –por euro de ingresos, por unidad de *output*, como cociente entre el precio y el coste marginal–, puede calcularse en distintos puntos de la senda de transición, y/o utilizando los precios y costes que predice la teoría en el equilibrio. En todo caso, la teoría explica el margen como diferencia absoluta o relativa

entre precio y coste, con precios y costes que evolucionan de acuerdo con la forma de competir de las empresas y las características estructurales de los mercados.

Un resultado de la teoría sobre formación de precios –de gran relevancia para explicar la relación entre poder de mercado e inflación–, es que, en el equilibrio y para un nivel de coste de producción dado, el nivel de precios aumenta con el poder de mercado generalizado entre las empresas. Sin embargo, la traslación a incrementos de precios (inflación) de un mismo incremento en los costes de producción será mayor en las economías con menos poder de mercado generalizado. Más poder de mercado da lugar a niveles de precios más altos. En los mercados con competencia perfecta, las empresas trasladan los incrementos de costes íntegramente a incrementos de precios porque son precio-aceptantes, y porque el proceso competitivo implica que los precios convergen a los costes marginales de producción. Con competencia imperfecta, los incrementos de precios de una empresa reducen su demanda y eventualmente los beneficios, por lo que las empresas sólo trasladan a incrementos de precios una parte de los incrementos de costes, lo que significa que los márgenes disminuyen al aumentar costes, todo lo demás igual. La variación de costes que se traslada a variación de precios difiere según las características estructurales de los mercados (número de competidores, diferenciación de producto...), las mismas que determinan el poder de mercado en el equilibrio. En mercados “más competitivos”, con más competidores y menos diferenciación, la parte de incremento en los costes de producción de las empresas que se traslada a incremento en el precio es mayor que en mercados menos competitivos. Este resultado permite establecer una relación inversa entre inflación de costes y poder de mercado, para un mismo incremento de costes de producción generalizado entre las empresas que compiten en el mercado, como el que resulta del incremento en el precio de un *input* común para todas ellas como la energía.

Los márgenes de beneficio se calculan a partir de ingresos y costes totales o medios. El coste marginal que interviene en el cálculo del poder de mercado, en general, no es observable. Por tanto, la relación entre el margen de beneficio calculado a partir de las partidas contables, y el poder de mercado de las empresas, está mediada por la relación entre el coste marginal y el coste medio de producción (elasticidad de la función de costes a la producción). Coste marginal y coste medio sólo coinciden en el caso particular de elasticidad de costes igual a uno, que se cumple cuando la tecnología de producción presenta rendimientos constantes a escala. La existencia de costes fijos es una condición suficiente para que el coste marginal y el coste medio difieran y, por tanto, condición suficiente para que no exista una correspondencia biunívoca entre poder de mercado y márgenes de beneficios calculados a partir de los estados contables de las empresas.

Con estas consideraciones, que están más formalizadas y desarrolladas en un anexo técnico, el texto muestra la evolución de los márgenes de beneficios calculados a partir de partidas contables para el agregado de los sectores institucionales de la economía española entre 2019 y 2022. El primer resultado relevante es constatar la heterogeneidad en el comportamiento de los márgenes en el sector de sociedades no financieras, sociedades financieras y familias, lo que desaconseja estudiar los márgenes para el agregado de rentas del trabajo y otras rentas correspondientes al conjunto de la economía.

En segundo lugar, el trabajo analiza los determinantes de la evolución de los márgenes por euro de VAB para el agregado de las SNF en España, con las aportaciones de la teoría como telón de fondo del mismo. Los resultados del análisis no descartan la posibilidad de que, en el comportamiento de los márgenes, en particular el aumento de los mismos en 2022, hubiera influido un aumento en el poder de mercado de las empresas en ese año. Sin embargo, en la evidencia aportada existen suficientes indicios para concluir que en la explicación de la evolución de los márgenes empresariales entre 2019 y 2022 ha influido de forma importante la evolución en la composición de los costes laborales entre fijos y variables durante el periodo. Aunque en el ejercicio de 2022 los márgenes de beneficios de explotación de las SNF están al nivel de los valores del año 2019 –después de que se normalizara la relación entre empleo y actividad de los trabajadores empleados en estas empresas al finalizar la pandemia–, la rentabilidad del activo de explotación y la tasa de inversión neta se mantienen por debajo de los niveles prepandemia (en el caso de la inversión también por un retraso entre recuperación de la rentabilidad y recuperación de la inversión). La recuperación de la rentabilidad es importante para la recuperación de la inversión, máxime en un momento de costes de financiación más altos por la subida de los tipos de interés.

Sin duda habrá empresas que mejoran los márgenes por otras razones de las que acabamos de exponer, entre ellas los bancos con la subida de los tipos de interés oficiales y sus efectos positivos sobre el margen de pasivo. Pero, para el agregado de las SNF la hipótesis de partida debe ser, en nuestra opinión, que el poder de mercado, en general, no ha aumentado con respecto al que pudiera existir antes de la pandemia.

El análisis utiliza como medida de *output* de las empresas el VAB y no los ingresos por venta. Ello limita la posibilidad de utilizar otros componentes de los costes variables de producción, en particular los vinculados a productos importados como la energía, en la explicación de precios y márgenes empresariales. Otra limitación importante del análisis es que se realiza a partir de datos agregados para el conjunto de SNF, cuando lo más deseable sería utilizar datos individuales de las empresas y captar así la heterogeneidad del tejido empresarial.

ANEXO

PODER DE MERCADO, INFLACIÓN Y BENEFICIOS EMPRESARIALES

Introducción

La investigación económica ha documentado un amplio espectro de mercados de bienes y servicios donde las empresas tienen “poder” para fijar y mantener precios por encima de sus costes marginales de producción, lo que significa poder para fijar precios por encima de los que se formarían en mercados perfectamente competitivos. Por otra parte, muchas economías, entre ellas la española, están atravesando un episodio temporal de subidas generalizadas de precios, primero de precios de *inputs* primarios, como el petróleo y el gas, después de precios de los productos energéticos elaborados, como la electricidad, y, más tarde, subidas de prácticamente todos los bienes y servicios para el consumo final (en el momento de revisar esta nota la inflación subyacente en España está por encima de la inflación general). El endurecimiento de la política monetaria por el BCE, subiendo los tipos de interés oficiales en un intento de reducir la inflación y salir de la trampa de los tipos de interés nulos o negativos en que se encontraba desde la crisis de deuda soberana, añade a la lista de subida de precios el tipo de interés oficial que se traslada directamente a los costes financieros de las empresas y familias, en las operaciones nuevas, y en las viejas, cuando los tipos de interés de los préstamos y créditos se actualizan según la evolución de los tipos oficiales.

Como era de esperar, la alta inflación, y de modo especial las expectativas de que puede mantenerse durante un tiempo prolongado por razones no estrictamente económicas, han derivado en un amplio debate social sobre la relación entre la evolución de los precios y los comportamientos, abusivos para muchos, de las empresas, y la acción u omisión de las autoridades públicas. En esta nota se responde con argumentos teóricos a dos preguntas motivadas por el debate alrededor de las causas, efectos y respuestas a la inflación: ¿Qué relación existe entre, poder de mercado de las empresas, inflación de costes, y beneficios empresariales? ¿Qué lecciones pueden extraerse de esta relación para comprender la situación inflacionista en España, su impacto sobre los beneficios empresariales, y bajo qué condiciones estos beneficios pueden considerarse o no resultado de comportamientos abusivos por parte de las compañías?

Concepto de poder de mercado

La forma habitual de medir el poder de mercado de una empresa es a través de la distancia relativa entre el precio de venta y el coste marginal (coste variable de la última unidad producida) de los bienes o servicios que produce y vende al mercado. La empresa posee poder de mercado cuando el precio se mantiene por encima del coste marginal; además, cuanto mayor es la distancia relativa entre precio y coste marginal, mayor es también el poder de mercado. El análisis económico de los mercados predice que, en mercados de competencia perfecta, la rivalidad entre las empresas competidoras terminará en un precio de venta que, en el equilibrio competitivo, será igual al coste marginal de producción y también igual al coste medio mínimo. Con este referente, cuando en un mercado las empresas venden a precios por encima de sus costes marginales la conclusión es que en el mercado en cuestión la competencia es imperfecta.

Formalmente, la medida de poder de mercado k se calcula como el cociente entre precio y coste marginal de producción, $\frac{\text{Precio}}{\text{Coste marginal}} = k$. A partir de esta ecuación, es habitual equiparar el poder de mercado de las empresas con el multiplicador (*mark-up*) mayor o igual a uno que aplican a sus costes unitarios de producción para fijar los precios de venta al mercado. Es decir, según esta interpretación, el precio de venta de un bien o servicio se determina por, $\text{Precio} = k \text{ Coste marginal}$.

Conociendo los respectivos precios y costes marginales de producción, el poder de mercado, valor de k , se podría calcular para cada una de las empresas en un mercado, o podría calcularse como un valor medio para el conjunto de empresas que compiten en un mismo mercado, igual a la suma, ponderada por la cuota

de mercado respectiva, del poder de mercado de cada una de las empresas. La comparación de los valores medios del multiplicador entre distintos mercados permite conocer diferencias en la rivalidad competitiva entre los mismos. El diagnóstico sobre si las empresas tienen más o menos poder de mercado y/o si el poder de mercado es mayor en unos mercados o en otros, si aumenta en el tiempo... puede realizarse de forma directa –cuando se conocen los precios y los costes marginales individualizados de las empresas–, o puede hacerse por métodos indirectos, a partir de teorías de formación de precios que predicen los determinantes de la relación entre precios y costes en el equilibrio de los mercados, en función de los supuestos sobre los comportamientos competitivos de las empresas.

Poder de mercado e inflación de costes-precios

Según la definición de poder de mercado en los párrafos anteriores, economías con niveles similares de costes unitarios tendrán diferentes *niveles* de precios si el poder de mercado de las empresas difiere entre unas economías y otras, más altos en las economías con más poder de mercado que en las economías donde el poder de mercado de las empresas sea menor. Existe, por tanto, una asociación positiva entre poder de mercado de las empresas y nivel de precios de la economía.

La *inflación* de la economía, en cambio, se mide a través de la tasa de *variación* en el nivel de precios. De la ecuación anterior, y si no hay retrasos en la traslación de variaciones en precios y variaciones en sus determinantes, se cumple que:

$$\frac{\Delta p}{p} = \frac{\Delta k}{k} + \frac{\Delta c}{c} \quad [A1]$$

La tasa de variación del precio en un periodo de tiempo (por ejemplo, variación interanual) es igual a la tasa de variación del poder de mercado más la tasa de variación en el coste marginal en el mismo periodo de tiempo. Si el periodo de tiempo en el que se mide la variación de precios es relativamente corto, previsiblemente el poder de mercado permanecerá estable. Cuando es así, la tasa de variación del precio será igual a la tasa de variación en el coste marginal de producción, $\frac{\Delta p}{p} = \frac{\Delta \text{Coste marginal}}{\text{Coste marginal}}$, independiente del nivel de poder de mercado de partida, k . En conclusión:

El poder de mercado de las empresas tiene un efecto positivo sobre el nivel de precios de la economía. Para un poder de mercado dado, la tasa de inflación de precios es igual a la tasa de variación de los costes marginales agregada para todas las unidades productivas de la economía (inflación de costes). Este resultado se cumple en mercados perfectamente competitivos y en mercados con competencia imperfecta.

Cuando la relación entre precio y coste marginal con la que se mide el poder de mercado se determina como equilibrio de un proceso competitivo de las empresas en el mercado, la proporcionalidad entre precio y coste marginal no siempre se cumple, tal como se muestra en el anexo teórico (complemento). Para el caso de función de demanda lineal se demuestra que la elasticidad del precio en el equilibrio del mercado con respecto al coste marginal es positiva y menor o igual a uno (ver subapartado más abajo). Además, la elasticidad aumenta con el número de competidores y converge a uno cuando el número de competidores se hace muy grande (competencia perfecta). Por tanto, con función de demanda lineal, la variación relativa del precio de equilibrio a variaciones relativas en el coste marginal (que puede interpretarse como el factor de traslación de las variaciones en los costes a las variaciones en los precios), es menor en mercados con menos competidores (estructuralmente menos competitivos) que en mercados con más competidores (estructuralmente más competitivos).

En general, cuando los precios de equilibrio se forman en competencia a la Nash, el multiplicador está determinado por las condiciones de equilibrio y en su valor intervienen parámetros de la demanda, de la estructura del mercado, así como variables de las empresas como los costes de producción. El parámetro de poder de mercado no es un dato sino un resultado que se obtiene a partir de los precios y costes en el equi-

librio. En el caso de demanda lineal y mercado con producto homogéneo la inflación de costes se traslada sólo parcialmente a la inflación de precios, y la traslación aumenta según los mercados se acercan más a la competencia perfecta (más competidores, por ejemplo).

Relación entre margen bruto de explotación y margen bruto por unidad de producto

La explicación de los precios a partir de los márgenes de las empresas, como hace el BCE y otros analistas, utiliza la medida de margen empresarial beneficio bruto de explotación por unidad de *output*, mientras que en este texto el margen se mide por beneficio por euro de ingresos.

Con la notación anterior, bajo esta perspectiva, el precio de venta se descompone en,

$$p = \frac{\frac{R(L)}{L}}{\frac{Q}{L}} + \frac{MB}{Q} = CLUM + MBU \quad [A2]$$

donde $MBU = \frac{MB}{Q} = \frac{pQ - R(l)}{Q} = \text{Margen bruto unitario}$.

Por tanto,

$$\text{Margen bruto unitario} = \text{Margen bruto de explotación} * p \quad [A3]$$

Si el precio se forma en el mercado para un poder de mercado y una elasticidad de costes dados,

$$\text{Margen bruto unitario} = \left(1 - \frac{1}{\gamma k}\right) p = \left(\frac{\gamma k - 1}{\gamma}\right) CLUm \quad [A4]$$

Si los precios se forman en el mercado de acuerdo con la teoría, además del poder de mercado y de la elasticidad de costes, en la determinación del margen bruto unitario interviene el coste marginal de producción con un efecto positivo. Es decir, incrementos en este coste marginal se trasladarán directamente a incrementos en el margen bruto unitario, todo lo demás igual. Por tanto, los incrementos en coste laboral por trabajador por encima del crecimiento en la productividad marginal se reflejarán en un incremento en el margen bruto por unidad de producto. La predicción no es intuitiva, pero hay que tener en cuenta que bajo los supuestos sobre cómo se forman los precios, el incremento en el coste marginal se traslada al precio de mercado de equilibrio. Cuando el margen se calcula por euro de ingreso, no por unidad de producto, el margen por euro de ingreso es una medida de poder de mercado que no depende del coste de producción, excepto a través de la elasticidad de costes.

Caso particular: demanda lineal

Supongamos una función inversa de demanda lineal para un producto homogéneo en un mercado con N empresas, $p = a - b (q_1 + q_2 + \dots + q_N)$, donde a y b son dos parámetros positivos. Por hipótesis, cada empresa produce al mismo coste variable unitario (coste marginal) constante para cualquier nivel de producción, c , y con $a > c$. Además, cada empresa elige la producción con el criterio de hacer máximo el beneficio bruto en comportamiento y competencia Nash. La solución del equilibrio implica (variables en sus valores de equilibrio):

$$q_i = \frac{a - c}{b(N + 1)}; p = \frac{a + Nc}{N + 1}; \text{Beneficio bruto por empresa} = \frac{(a - c)^2}{b(N + 1)^2} \quad [A5]$$

En el equilibrio Nash, el poder de mercado de la empresa (y el promedio del mercado, puesto que todas las empresas tienen el mismo coste marginal y la misma cuota de mercado en el equilibrio) se determina por,

$$\frac{p}{c} = k = \frac{a + Nc}{(N+1)c} = \frac{a}{(N+1)c} + \frac{N}{N+1} = 1 + \frac{a-c}{c(N+1)}. \quad [A6]$$

Para un número finito de empresas N el precio de equilibrio es mayor que el coste marginal. El cociente entre precio y coste marginal, poder de mercado, en el equilibrio de Nash aumenta con el parámetro de la función de demanda a (que es un indicador del tamaño del mercado y/o del valor del producto o servicio para los compradores), y disminuye con el nivel del coste marginal de partida c , y con el número de empresas, N . Cuando el número de competidores es grande el poder de mercado converge a la unidad, es decir, en el equilibrio el precio converge al coste marginal de producción que, en este caso, coincide con el coste medio.

El margen por unidad de producto, en el equilibrio es igual a $p - c = \frac{a-c}{N+1} = c(k-1)$. Por otra parte, el margen por euro de ingreso es igual a $\frac{p-c}{p} = \frac{a-c}{a+Nc} = \frac{k-1}{k}$.

La traslación de incrementos de precios se determina como sigue. Del equilibrio, $p = \frac{a + Nc}{N+1}$, se cumple que $\Delta p = \frac{N}{N+1} \Delta c$. En términos relativos, $\frac{\Delta p}{p} = \frac{1}{1 + \frac{a}{Nc}} \frac{\Delta c}{c}$. La elasticidad del incremento de precios al incremento de costes variables, $\frac{1}{1 + \frac{a}{Nc}}$, aumenta con el número de competidores, N , y con el nivel de costes de partida, c , y disminuye con el parámetro de tamaño del mercado o disposición a pagar, a .

Tomando como medida estructural de competencia en el mercado el número de empresas competidoras N se cumple que, en el equilibrio de la competencia a la Nash:

- Para un nivel de coste unitario dado, c , el nivel de precios aumenta con el poder de mercado que, a su vez, disminuye con el número de competidores, es decir el nivel de precios es menor en mercados con más competencia estructural.
- Para un nivel de coste unitario dado, los márgenes por unidad de producto y por euro de ingresos disminuyen con el número de competidores, es decir son menores en mercados con más competencia estructural.
- La traslación de incremento de costes a incrementos de precios, en absoluto y en relativo, aumenta con el número de competidores y converge a 1 para N grande. Por tanto, la traslación de incrementos de costes a incrementos de precios es igual a 1 en mercados con competencia estructural que se acerca a la competencia perfecta, y menor que 1 en mercados de oligopolio con un número reducido de competidores.

Caso particular: oligopsonio con oferta lineal

El mercado interbancario “separa” los mercados bancarios de préstamos y depósitos. El modelo de oligopolio con demanda lineal puede servir para describir el equilibrio en el mercado de préstamos bancarios, con el coste marginal c igual al tipo de interés r que marca el coste de oportunidad de los fondos prestables. Por otra parte, el tipo de interés interbancario r es la rentabilidad a la que pueden invertir los depósitos las entidades bancarias. Suponiendo que la inversa de la función de oferta de depósitos para los bancos está dada por $r_D = \alpha + \beta D$, $D = \sum_i d_i$, donde i representa la entidad de depósitos i , se demuestra que en el equilibrio Nash la competencia en el mercado de depósitos da lugar a los siguientes resultados:

$$r_d = \frac{\alpha + rN}{N+1}; r - r_d = \frac{r - \alpha}{N+1}; \frac{r - r_D}{r_D} = \frac{r - \alpha}{\alpha + rN} \quad [A7]$$

El margen en el mercado de depósitos aumenta con el tipo de interés interbancario (euríbor), mientras que el margen en el mercado de préstamos disminuye con el interés interbancario. La subida de márgenes en el sector de las SF, gráfico 1, coincidiendo con la subida de tipos de interés oficiales por el BCE sería coherente con un aumento en el margen de depósitos mayor que el descenso en el margen de préstamos (entendemos que las entidades bancarias tienen un peso relevante en el sector de las sociedades financieras).

