

Juan F. Jimeno Serrano*

Ana Lamo Rubio**

LA EVOLUCIÓN RECIENTE DE LOS SALARIOS: FACTORES ESTRUCTURALES, INSTITUCIONALES E INFLACIÓN

Durante las últimas décadas, el crecimiento salarial ha estado condicionado por diversos factores: los cambios tecnológicos y el aumento del poder monopolístico que han reducido el peso de los salarios en la renta nacional, los cambios institucionales producidos por reformas laborales que han modificado el mecanismo de fijación de salarios y el ajuste a la Gran Recesión de 2008-2014 y, posteriormente, a la crisis de la COVID-19. Todos estos cambios se produjeron en un contexto de baja o nula inflación, incluso de deflación en algunos años. En este artículo se analiza cómo el cambio en el contexto macroeconómico hacia uno de inflación elevada y persistente puede influir en la determinación de salarios nominales y reales y su dependencia de factores estructurales e institucionales.

The recent evolution of wages: structural and institutional factors and inflation

During the last decades, wage growth has been conditioned by various factors: technological changes and the increase in monopoly power that have reduced the weight of wages in national income, institutional changes produced by labor reforms that have modified the fixing mechanism of wages and the adjustment to the Great Recession of 2008-2014 and, later, to the crisis of COVID-19. All these changes occurred in a context of low or no inflation, even deflation in some years. This article analyzes how the change in the macroeconomic context towards one of high and persistent inflation can influence the determination of nominal and real wages and their dependence on structural and institutional factors.

Palabras clave: salarios, inflación, automatización, demografía, shock energético.

Keywords: wages, inflation, automation, demography, energy shock.

JEL: E31, J30.

* Banco de España, Universidad de Alcalá, CEMFI, CEPR e IZA.

Contacto: juan.jimeno@bde.es

** Banco Central Europeo.

Contacto: ana.lamo@gmail.com

Los contenidos y opiniones en este artículo son responsabilidad exclusiva de los autores y no coinciden necesariamente con los del Banco Central Europeo ni con los del Banco de España.

Versión de noviembre de 2022.

<https://doi.org/10.32796/ice.2022.929.7529>

1. Introducción

Tras la crisis de la COVID-19 y los acontecimientos derivados de la guerra en Ucrania, el contexto macroeconómico ha cambiado radicalmente. De una situación de inflación casi nula y bajo crecimiento económico, que algunos economistas asociaron al fenómeno de «estancamiento secular» descrito por Alvin Hansen (Summers, 2014a,b; Krugman, 2013), la recuperación económica de la pandemia y la subida de los precios de productos energéticos y de materias primas han dado paso a un aumento elevado de la inflación, que ha resultado más persistente de lo inicialmente previsto.

Este cambio de contexto macroeconómico tiene implicaciones importantes sobre la dinámica salarial y lleva a plantearse dos preguntas, una de carácter positivo y otra normativa. La primera es en qué medida los salarios han reflejado las consecuencias de la crisis de la COVID-19 y de la Gran Reasignación que esta causó (Dolado *et al.*, 2021) y, por tanto, están respondiendo a los incrementos de la inflación que se inició a principios de 2021. La segunda es cuál debería ser la evolución salarial necesaria para que el repunte de la inflación sea de menor duración y coste.

Abordar estas preguntas requiere, por una parte, identificar los distintos factores estructurales, institucionales y coyunturales que pueden causar cambios salariales y, por otra parte, plantear una senda macroeconómica de ajuste que condicione la evolución salarial. En este artículo presentamos una primera aproximación a la primera de estas tareas y esbozamos los elementos a tener en cuenta para abordar la segunda.

2. La evolución salarial: factores determinantes

Si bien existen varios modelos de determinación de los salarios, los factores que influyen sobre ellos pueden agruparse en dos categorías: *i*) aquellos internos a las empresas (productividad, poder de negociación salarial, etc.); y *ii*) aquellos que dependen de la

situación del mercado de trabajo (el grado de *tightness* medido, por ejemplo, por la ratio puestos de trabajo vacantes-desempleo). Adicionalmente, dado el contexto institucional en el que se fijan los salarios en Europa, donde predomina la negociación colectiva con convenios que se extienden en el tiempo (Izquierdo *et al.*, 2017), los salarios tienen un componente inercial que hace que los cambios estructurales y coyunturales en los factores que los determinan se muestren con ciertos desfases temporales.

A las dificultades anteriores derivadas de la multiplicidad de factores que inciden sobre los salarios y de la incertidumbre sobre el desfase temporal con el que sus efectos se acaban reflejando, se añade la dificultad de medición de un indicador salarial cuando existen multitud de sectores y ocupaciones profesionales con salarios diferentes y, por tanto, cuando los llamados efectos composición derivados de cambios en el peso de los sectores y las ocupaciones en el empleo también influye sobre el indicador salarial agregado.

Con todas estas premisas, lo que la literatura económica ha destacado sobre la evolución salarial en las últimas décadas se puede resumir en lo siguiente:

- La participación de los salarios en el producto interior bruto (PIB) ha mostrado una tendencia decreciente, más marcada en Estados Unidos que en Europa. Hay tres explicaciones principales de este hecho. Una es tecnológica: la producción se ha hecho más intensiva en capital como consecuencia de los cambios tecnológicos (digitalización, robotización, etc.) y, como resultado, ha disminuido el peso del factor trabajo en la producción (Karabarbounis y Neiman, 2014). La segunda se refiere al aumento del poder monopolístico de las empresas resultado de márgenes empresariales más elevados y, por tanto, de menor remuneración relativa del factor trabajo (De Loecker *et al.*, 2020). Y, finalmente, cambios estructurales que aumentan el peso relativo del sector servicios frente a las manufacturas, provocando una disminución de la participación de los salarios en el PIB dado que los salarios en servicios suelen ser inferiores y los márgenes empresariales

mayores que en el sector manufacturero (Beqiraj *et al.*, 2019).

- Otros factores demográficos e institucionales también han causado un menor crecimiento de los salarios. En primer lugar, la disminución de las cohortes de jóvenes que entran en el mercado de trabajo y el empeoramiento «secular» de sus condiciones laborales provocan una disminución del crecimiento de los salarios dado que los salarios crecen más deprisa al inicio de la vida laboral que al final (Bentolila *et al.*, 2022). A este efecto del envejecimiento de la población ocupada sobre los salarios se añaden las consecuencias de reformas institucionales del mercado de trabajo que, por regla general, han tratado de proteger a los *insiders* (trabajadores adultos) «flexibilizando» las condiciones laborales de los nuevos entrantes (Bentolila *et al.*, 2020).

- Los dos puntos anteriores comparten la necesidad de controlar por efectos composición en la evolución de los salarios (cambios sectoriales, ocupaciones, por grupos de edad, situación laboral, etc.). Cuando se hace así se obtiene que la disminución del peso de los salarios en el PIB se debe, en buena parte, a cambios sectoriales en la composición del PIB y a que los salarios han mostrado un comportamiento cíclico más acusado que el que indican las variables salariales macroeconómicas (más disminución en recesiones, menos crecimiento salarial en expansiones) (Kouvavas *et al.*, 2019).

- La Gran Recesión y la crisis de la COVID-19 también han tenido importantes implicaciones salariales. En la crisis anterior (2007-2014), el desapalancamiento de hogares y empresas tras el estallido de la burbuja inmobiliaria hizo necesario un ajuste salarial, especialmente, en aquellos países más endeudados y, por tanto, dependientes de la demanda exterior y de las inversiones extranjeras directas. La crisis de la COVID-19, de naturaleza radicalmente distinta, ha provocado una intensa reasignación sectorial y ocupacional del empleo al mismo tiempo que cambios en las pautas de participación laboral. La intensidad de

la pérdida de empleo durante el confinamiento y la rápida recuperación posterior han generado mayores desajustes entre la oferta de puestos de trabajo vacantes y las cualificaciones profesionales de los desempleados. Como consecuencia de estos desajustes, y de las nuevas pautas de participación laboral junto con la ralentización de la inmigración en algunos países, se han registrado escasez de mano de obra en determinados sectores y ocupaciones que ha empujado los salarios al alza (Kiss *et al.*, 2022).

3. El cambio de contexto macroeconómico y la evolución salarial

A las tendencias anteriores, fundamentalmente de carácter estructural, y a las consecuencias de crisis recientes (Gran Recesión, COVID-19) se añade ahora un cambio radical en el contexto macroeconómico por el rápido y persistente aumento de la inflación causado, mayormente, por un *shock* energético, por restricciones de oferta (disrupciones de las cadenas de suministros) y también por el aumento de la demanda de determinados bienes y servicios tras la pandemia.

El aumento de la inflación ha puesto de nuevo bajo discusión conceptos tales como la indicación de salarios a precios, la relevancia de los «efectos de segunda ronda» y la conveniencia de pactos de rentas que coordinen la evolución de los salarios para aminorar el coste social del aumento de la inflación¹.

Para fijar ideas sobre estos conceptos, es conveniente un poco de álgebra. Supongamos una economía donde se producen J bienes y servicios con trabajo, *inputs* intermedios producidos domésticamente ($j = 1, 2, \dots, J$) y un *input* intermedio importado (e). Todos los *inputs* intermedios también entran en la cesta de consumo. Las empresas en cada sector s fijan precios aplicando un margen bruto de beneficios (m_s) a los costes laborales, a los costes de *inputs* intermedios.

¹ Para una formalización de los efectos de segunda ronda y su potencial traslación en forma de espiral precios-salarios, véase Blanchard (1986).

Así, los precios de los bienes y servicios producidos domésticamente (expresados en logaritmos) son:

$$p_s = m_s + \alpha_s(w_s + l_s) + \beta_s \sum_{j=1}^J \vartheta_j p_j + (1 - \alpha_s - \beta_s)p_e \quad s=1,2,\dots,S \quad [1]$$

siendo:

p_s , p_e : precios de los bienes y servicios producidos domésticamente (s) y del *input* intermedio importado, respectivamente.

m_s : margen bruto de beneficios en la producción del bien s.

w_s , l_s : salario y empleo, respectivamente, en la producción del bien s.

α_s , β_s : pesos de trabajo y de los *inputs* intermedios domésticos en la producción del bien s, respectivamente.

ϑ_j : peso del *input* domestico j con respecto al conjunto de los *inputs* intermedios domésticos.

Así, el nivel agregado de precios de producción sería:

$$p^d = \sum_{s=1}^S \vartheta_s \left[m_s + \alpha_s(w_s + l_s) + \beta_s \sum_{j=1}^J \vartheta_j p_j + (1 - \alpha_s - \beta_s)p_e \right] \quad [2]$$

mientras que para los consumidores el nivel agregado de precios de consumo sería:

$$p^c = \lambda_d p^d + (1 - \lambda_d) p_e \quad [3]$$

donde λ_d es el peso de los bienes domésticos en la cesta de consumo.

En cuanto a los salarios nominales, se determinan a partir de tres factores: i) los precios al consumo (indiciación a la inflación, μ_s); un componente estructural (τ_s); y otro cíclico (γ_s). Así pues,

$$w_s = \mu_s p^c + \tau_s + \gamma_s \quad s=1,2,\dots,S \quad [4]$$

de manera que el nivel agregado de salarios sería:

$$w = \sum_{s=1}^J \vartheta_s w_s = \sum_{s=1}^J \vartheta_s (\mu_s p^c + \tau_s + \gamma_s) \quad [5]$$

Suponiendo que los factores estructurales y cíclicos no varían y que los salarios varían solo por efecto de la inflación, el crecimiento agregado de los salarios nominales vendría dado por:

$$dw = \sum_{s=1}^J \vartheta_s \mu_s dp^c \quad [6]$$

mientras que el crecimiento de los precios de *inputs* intermedios, el del nivel agregado de los precios de producción y el de la cesta de consumo son, respectivamente:

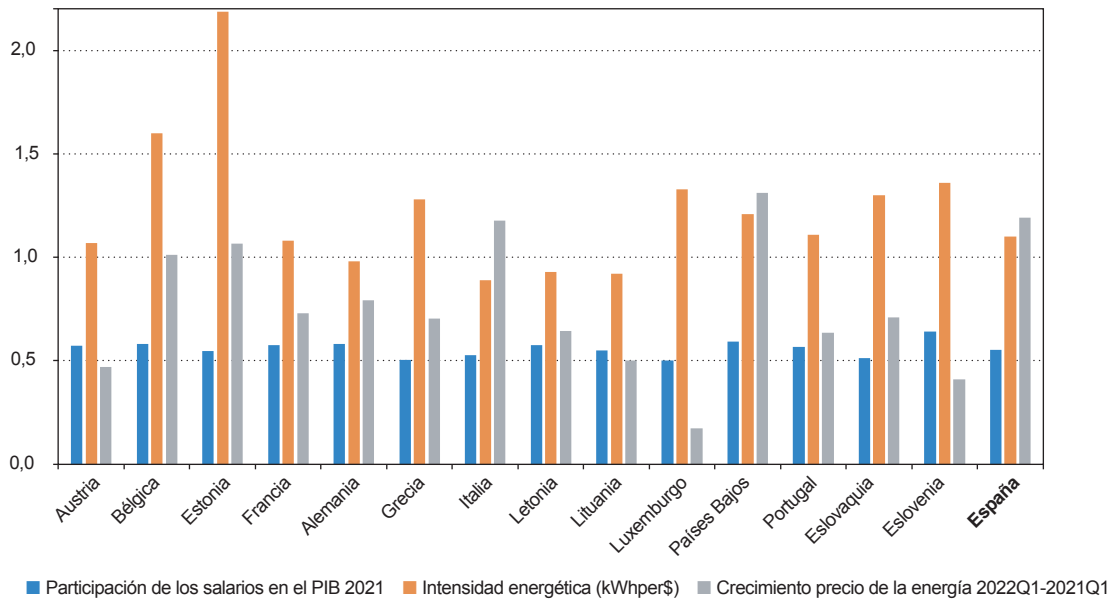
$$\begin{aligned} dp_s &= dm_s + \alpha_s(dw_s + dl_s) + \beta_s \sum_{j=1}^J \vartheta_j dp_j + (1 - \alpha_s - \beta_s) dp_e \\ dp^d &= \sum_{s=1}^S \vartheta_s \left[dm_s + \alpha_s(\mu_s dp^c + dl_s) + \beta_s \sum_{j=1}^J \vartheta_j dp_j + (1 - \alpha_s - \beta_s) dp_e \right] \\ dp^c &= \lambda_d dp^d + (1 - \lambda_d) dp_e \end{aligned} \quad [7]$$

La transmisión del *shock* de precios del *input* importado a los precios domésticos se produce, en primer lugar, aumentando el coste de producción de los precios de los bienes y servicios producidos domésticamente en función de cual sea el uso de energía en esa producción. En segundo lugar, el aumento de los precios de consumo es mayor que el de los de producción porque el aumento de los precios de la energía influye tanto directamente como a través del aumento de los precios de los bienes y servicios producidos domésticamente. A la conjunción de estos efectos es a lo que se llama «efectos de primera ronda».

Más allá de esos efectos, los salarios pueden aumentar en función del grado de indiciación salarial. El aumento salarial retroalimenta el aumento de precios de producción de los bienes domésticos lo que genera la llamada espiral precios-salarios-precios cuya intensidad depende básicamente del grado de indiciación salarial (μ). Lo mismo ocurre vía márgenes de beneficios si estos estuvieran indiciados a los precios de consumo o producción, hecho para el que la evidencia empírica no es concluyente. Si bien existe una amplia literatura sobre el comportamiento de los márgenes de beneficios a lo largo de los ciclos

FIGURA 1

COMPONENTES DEL *SHOCK* ENERGÉTICO



FUENTE: Eurostat (precio de la energía y participación de los salarios en el PIB) y Our World in Data (intensidad energética).

económicos, no hay evidencia de transmisión directa de inflación a márgenes (Anderson *et al.*, 2020).

Supongamos, por simplicidad y solo a efectos de referencia, que los salarios no están indiciados a precios ($\mu_s = 0, s = 1,2,\dots,S$). En este caso, no habría lugar a efectos de segunda ronda. Suponiendo (por ahora y también por simplicidad) que márgenes y empleo permanecen invariantes, resulta que las tasas de inflación medidas por precios de producción y por precios de consumo son, respectivamente $dp_s = dp^p = (1-\alpha)dp_e$

$$dp^c = (1-\alpha\lambda_d)dp_e \quad [8]$$

donde α es el peso de trabajo en el PIB. Así pues, la traslación del *shock* de precios del *input* importado a precios es tanto mayor cuanto menor sea el peso del trabajo en la producción de bienes y servicios

domésticos y mayor sea el peso del *input* importado en la cesta de consumo. En este caso, la diferencia entre las tasas de crecimiento del Índice de Precios al Consumo (IPC) y de índices de precios de producción (deflactor del PIB, por ejemplo) es mayor cuanto mayor sea el peso de la energía en la cesta de consumo. Si los márgenes de beneficios aumentan o los salarios crecen con la inflación, esta diferencia disminuye. A efectos meramente ilustrativos, mostramos el comportamiento de estas variables en algunos países de la zona del euro (Figura 1).

Para construir una medida del *shock* energético en cada país, utilizamos el crecimiento del índice de precios de producción de productos energéticos en cada nación entre los primeros trimestres de 2021 y 2022, y lo ponderamos por la diferencia entre la unidad y el peso de la participación de los salarios en el PIB ($1-\alpha$) y una medida de la intensidad energética construida

como el consumo de kWh por la producción de bienes y servicios (medida en dólares). La Figura 1 presenta cada uno de estas variables para varios países de la UE. Se puede observar una elevada heterogeneidad en el crecimiento del precio de la energía y en la intensidad energética, no tanta en la participación de los salarios en el PIB.

Como resultado de esta heterogeneidad, nuestra medida del *shock* energético varía considerablemente entre países. En los dos paneles a) y b) de la Figura 2 representamos los crecimientos de los precios al consumo y de los precios de producción. No es sorprendente que en ambos exista una asociación positiva entre la medida del *shock* energético y la inflación. No obstante, se observa mucha heterogeneidad, con los países bálticos mostrando tasas de inflación muy por encima de la media, mientras que España, Francia, Italia y Portugal, están en el caso contrario según sea el indicador de inflación que se utilice. En cuanto al panel c) muestra que la diferencia entre crecimientos del IPC y del deflactor del PIB es especialmente elevada en España, Italia, Portugal, Países Bajos y Eslovaquia, mientras ocurre lo contrario en Luxemburgo, Estonia, Letonia, Grecia y Bélgica. En el primer grupo de países los márgenes de beneficios y salarios no estarán contribuyendo en menor medida a la inflación mientras que ocurriría lo contrario en los segundos.

Con respecto al comportamiento diferencial de los salarios por países cabe establecer algunas cautelas. En primer lugar, la respuesta de los salarios a la inflación vía indicación depende de la modalidad e intensidad de la indicación. Solo el salario del 3 % de los trabajadores del sector privado en la zona del euro está automáticamente indicado a la inflación², mientras que para el 18 % de los trabajadores la inflación se tiene en cuenta formalmente en las negociaciones salariales. En ambos casos, la medida de inflación que se toma como referencia suele ser a la inflación esperada y

excluye energía³. Incluso si la indicación salarial fuera elevada, no es instantánea, sino que ocurre con un cierto desfase temporal que depende de las pautas de determinación de salarios en cada país. Por ejemplo, en aquellos países en los que los salarios se determinan por negociación colectiva y los convenios colectivos tienen duraciones superiores a un año, es muy probable que el efecto de la indicación salarial no se registre hasta pasados algunos semestres⁴. En segundo lugar, separar el efecto de la indicación de los de los otros componentes de los salarios (estructurales, cíclicos, etc.) no es una tarea trivial.

A pesar de estas cautelas, en la Figura 3 ofrecemos un simple indicador de hasta qué punto la indicación salarial ha jugado un papel en la subida de inflación desde 2021Q1 a 2022Q1. En la figura se asocia la tasa de inflación de los precios de producción (deflactor del PIB) normalizada por el *shock* energético con la diferencia en el crecimiento salarial pactado en negociación colectiva entre ambos trimestres. La comparación se basa en el supuesto de que la diferencia en crecimiento salarial negociada se debe exclusivamente a la indicación salarial y también en el supuesto de que en ausencia de indicación, el crecimiento normalizado de los precios de producción debería ser igual en todos los países. Por el contrario, con indicación salarial dicho crecimiento debería ser mayor cuanto mayor fuera la diferencia en crecimientos salariales negociados.

Como se puede ver en la Figura 3, se observan dos países, Italia y Francia, en los que, con elevada aceleración de salarios negociados, el crecimiento normalizado del deflactor del PIB ha sido reducido. Por el contrario, en otro grupo de países (Portugal, Países Bajos, Alemania y Bélgica) se observa una asociación positiva entre aceleración de salarios y crecimiento

³ Para una discusión detallada, véase Koester y Grapow (2021).

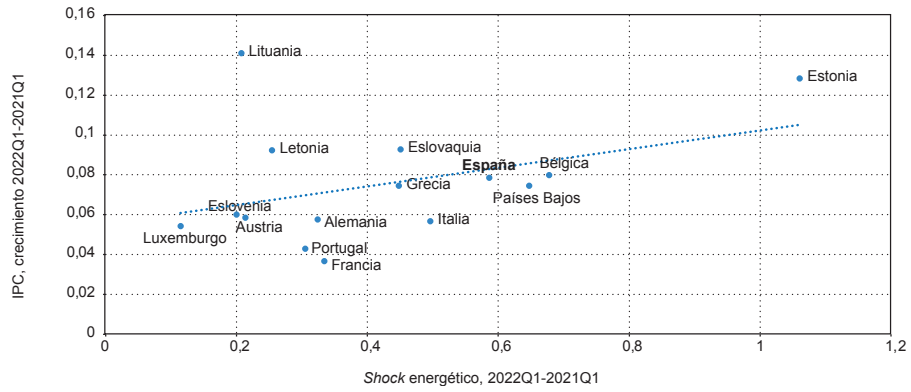
⁴ La frecuencia media de ajuste de los salarios en los países de la Unión Europea ronda el año y medio, era de 15 meses antes de la crisis financiera y durante el periodo 2010-2013, esta cifra aumentó ligeramente (Izquierdo *et al.*, 2017).

² Este es el caso para trabajadores en Bélgica y Chipre, por ejemplo.

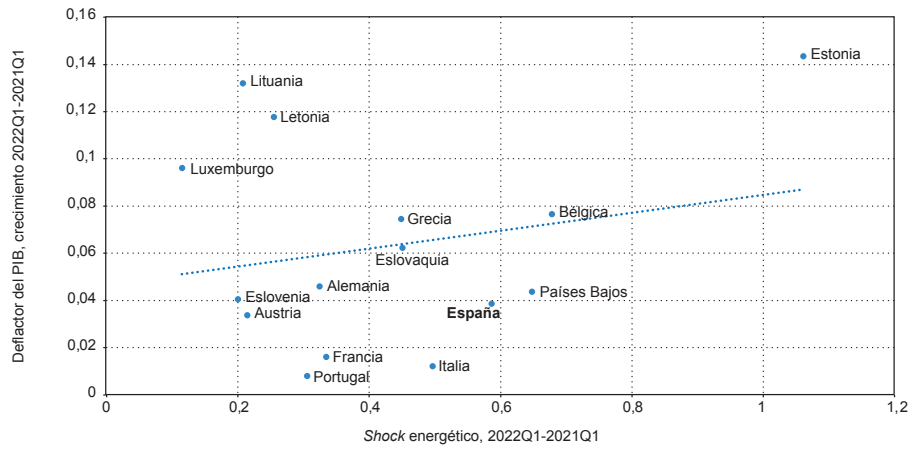
FIGURA 2

SHOCK ENERGÉTICO E INFLACIÓN

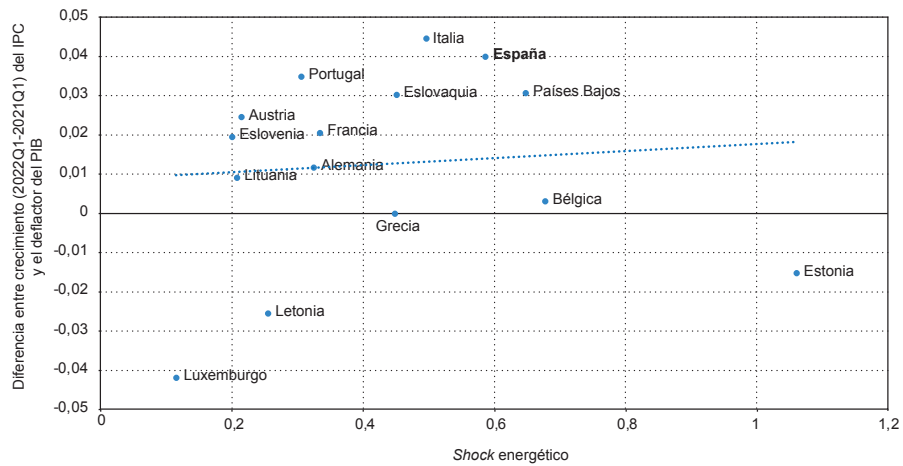
a) IPC



b) Deflactor del PIB



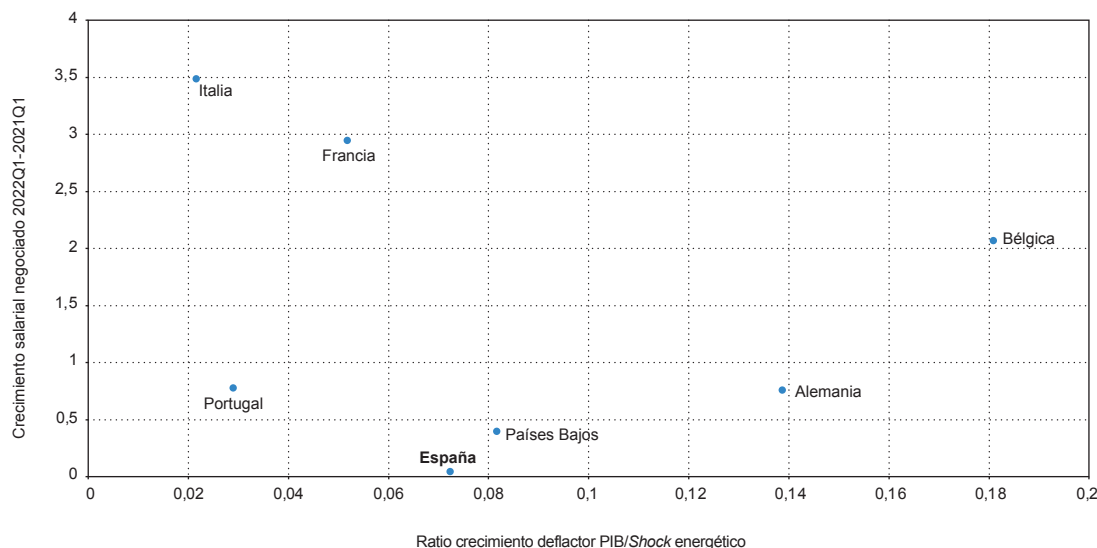
c) Diferencia entre crecimientos del IPC y del deflactor del PIB



FUENTE: Eurostat y elaboración propia.

FIGURA 3

EFFECTOS DEL *SHOCK* ENERGÉTICO EN EL CRECIMIENTO DEL DEFLACTOR DEL PIB Y ACELERACIÓN DE SALARIOS NEGOCIADOS



FUENTE: Eurostat, BCE y elaboración propia.

normalizado de precios de producción. Esta observación, bajo los supuestos explicitados anteriormente, llevaría a confirmar que los efectos de segunda ronda a través de indicación salarial son todavía reducidos en comparación a los que se producirían si el *shock* energético se incorporara completamente a la fijación de salarios y precios domésticos.

4. Comentarios finales

El estudio de la dinámica salarial en las circunstancias actuales resulta especialmente complicado por la conjunción de numerosos factores que influyen en la determinación de salarios. A los factores estructurales que llevan tiempo marcando el crecimiento de los salarios, como los cambios demográficos y tecnológicos, se han unido dos crisis económicas de naturaleza excepcional (la Gran Recesión de 2007-2014 y la pandemia de la COVID-19) con consecuencias profundas

sobre la reasignación sectorial y ocupacional del empleo. En consecuencia, los efectos composición presentes en la evolución del salario agregado no son despreciables. Además, en España, también cambios institucionales como las subidas del salario mínimo durante 2018-2022 y la reciente reforma laboral tienen consecuencias sobre los salarios que todavía no han sido suficientemente identificadas.

Todo ello hace que sea complejo, en primer lugar, asegurar con exactitud si los salarios están creciendo o no por encima de lo que sus factores estructurales marcarían o hasta qué punto el retorno de la inflación está generando presiones salariales adicionales. Si bien la indicación salarial al IPC no parece haber contribuido por el momento a generar exceso de inflación, el hecho de que la cobertura de la negociación colectiva en Europa sea elevada y de que dicha negociación fije los salarios con algún desfase temporal, hacen que no sea descartable que se produzcan subidas

salariales que alimenten el proceso inflacionista. Las políticas macroeconómicas de estabilización deberían tener en cuenta esta posibilidad a la hora de plantear medidas y escenarios de reducción de la inflación hacia las metas que se consideran aceptables.

Referencias bibliográficas

- Anderson, E., Rebelo, S. T., & Wong, A. (2020). *Markups Across Space and Time* (CEPR Discussion Paper No. DP15513). Centre for Economic Policy Research. <https://ssrn.com/abstract=3753913>
- Bentolila, S., Dolado, J. J., & Jimeno, J. F. (2020). Dual labour markets revisited. *Oxford Research Encyclopedias of Economics and Finance*.
- Bentolila, S., Felgueroso, F., Jansen, M., & Jimeno, J. F. (2022). Lost in recessions: youth employment and earnings in Spain. *SERIEs*, 13(1), 11-49.
- Beqiraj, E., Fanti, L., & Zamparelli, L. (2019). *Sectoral Composition of Output and the Wage Share: a Two-Sector Kaleckian Model* (DISS Working Papers Series No. 3). Sapienza-University of Rome.
- Blanchard, O. J. (1986). The Wage Price Spiral. *The Quarterly Journal of Economics*, 101(3), 543-565. <https://doi.org/10.2307/1885696>
- De Loecker, J., Eeckhout, J., & Unger, G. (2020). The Rise of Market Power and the Macroeconomic Implications. *The Quarterly Journal of Economics*, 135(2), 561-644. <https://doi.org/10.1093/qje/qjz041>
- Dolado, J. J., Felgueroso, F., & Jimeno, J. F. (2021). Past, present and future of the Spanish labour market: when the pandemic meets the megatrends. *Applied Economic Analysis*, 29(85), 21-41. <https://EconPapers.repec.org/RePEc:eme:aeapps:aea-11-2020-0154>
- Izquierdo, M., Jimeno, J. F., Kosma, T., Lamo, A., Millard, S., Røöm, T., & Viviano, E. (2017). *Labour market adjustment in Europe during the crisis: microeconomic evidence from the Wage Dynamics Network survey* (Banco de España Occasional Papers No. 1704).
- Karabarbounis, L., & Neiman, B. (2014). The Global Decline of the Labor Share. *The Quarterly Journal of Economics*, 129(1), 61-103. <https://doi.org/10.1093/qje/qjt032>
- Kiss, A., Turrini, A., & Vandeplas, A. (2022). Slack vs. tightness in euro area labour markets: growing mismatch after COVID-19? *Quarterly Report of the Euro Area (QREA)*, 21(2), 19-28. European Commission, Directorate-General for Economic and Financial Affairs.
- Koester, G., & Grapow, H. (2021). The prevalence of private sector wage indexation in the euro area and its potential role for the impact of inflation on wages. *ECB Economic Bulletin*, Issue 7.
- Kouvavas, O., Kuik, F., Koester, G., & Nickel, C. (2019). The effects of changes in the composition of employment on euro area wage growth. *ECB Economic Bulletin*, Issue 8.
- Krugman, P. (2013, September 25). Bubbles, Regulation, and Secular Stagnation. *The New York Times blog*. <https://archive.nytimes.com/krugman.blogs.nytimes.com/2013/09/25/bubbles-regulation-and-secular-stagnation/>
- Summers, L. H. (2014a). Reflections on the 'New Secular Stagnation Hypothesis'. In C. Teulings, & R. Baldwin (Eds.), *Secular Stagnation: Facts, Causes and Cures* (pp. 27-38). Centre for Economic Policy Research (CEPR).
- Summers, L. H. (2014b). US Economic Prospects: Secular Stagnation, Hysteresis, and the Zero Lower Bound. *Business Economics*, 49(2), 65-73.