Estudios sobre la Economía Española

La economía española ante el reto de la inflación

JOSÉ E. BOSCÁ
RAFAEL DOMÉNECH
JAVIER FERRI
VICENTE PALLARDÓ
CAMILO ULLOA

OBSERVATORIO SOBRE EL CICLO ECONÓMICO EN ESPAÑA
Estudios sobre la Economía Española 2022/24
Octubre de 2022

fedea

Las opiniones recogidas en este documento son las de sus autores y no coinciden necesariamente con las de Fedea.

OBSERVATORIO SOBRE EL CICLO ECONÓMICO EN ESPAÑA

La economía española ante el reto de la inflación

José E. Boscá, Rafael Doménech, Javier Ferri, Vicente Pallardó y Camilo Ulloa

20 de Octubre de 2022

Mensajes principales

- En este Observatorio se evalúan los factores que explican el **comportamiento de la economía española** entre el tercer trimestre de 2020 y el segundo de 2022, y se estiman las perturbaciones estructurales detrás del crecimiento del PIB por persona en edad de trabajar (PET), el deflactor del PIB y los salarios reales.
- El **PIB por PET**, aunque ha estado creciendo durante los últimos tres trimestres a tasas interanuales por encima del 6%, **no ha recuperado todavía ni su nivel prepandemia** (en 2T2022 está todavía un 3,3% por debajo de su nivel en 4T2019)**, ni su nivel tendencial**.
- Las **perturbaciones de oferta explicarían la totalidad del crecimiento** de más de 5 pp observado entre el tercer trimestre de 2021 y el segundo de 2022.
- Entre los shocks de oferta los **principales responsables del crecimiento en el último año** (3T2021 a 2T2022) son el **crecimiento de la PTF** (**2.8** pp), los **márgenes de salarios** (**2.3** pp) y los **márgenes de precios** (**1** pp).
- Los **shocks de demanda y crédito** han ido perdiendo protagonismo durante al año 2022, hasta tener una **contribución prácticamente nula al crecimiento en el último trimestre**.
- Desde el tercer trimestre de 2020, **la tasa de desempleo ha ido reduciéndose de forma continuada a un ritmo de algo más de 6 décimas por trimestre** hasta alcanzar una tasa del 12,5% en 2T2022.
- **La tasa de vacantes** ha crecido **con intensidad durante la segunda parte de 2020, todo el 2021 y los dos primeros trimestres de 2022**, **superando ampliamente el último trimestre de la muestra los niveles prepandemia (0,60% en 2T22 frente a 0,47% en 4T2019).**
- **La relación entre vacantes y desempleo** ha crecido durante 2022 **tensionando considerablemente el mercado de trabajo, respecto a la situación prepandemia.**
- La evolución de **la productividad** parece haber cambiado **desde el comportamiento contracíclico** que caracterizaba a la economía española a una situación más acorde a lo que ocurre en las economías de nuestro entorno, en las que **la productividad es procíclica**.
- **En 2T2022 la participación de los salarios en la renta agregada se ha situado en el 53,3%,** todavía **1,5pp por encima de su nivel a finales de 2019** y prácticamente **1pp por encima del promedio desde el año 1995.**
- **Hasta 2T2022 el aumento de la tasa interanual de inflación general** (9,1% en dicho trimestre)**,** es fundamentalmente **un problema de inflación importada**. El **aumento del deflactor del PIB**, es decir, de los bienes y servicios producidos domésticamente, **se sitúa en el 3,6%**.
- **Mantener las tasas de crecimiento del deflactor, de los excedentes brutos de explotación y rentas mixtas y de los salarios ajustados por la productividad del trabajo alrededor del 2**% resulta crucial para evitar la generación de una espiral de precios, salarios y márgenes, mediante efectos de segunda ronda.
- En el 2T2022 son los **factores de demanda** los **causantes** del ascenso notable en la **tasa de inflación interanual del deflactor del PIB,** mientras que los factores de oferta contribuyen a su moderación.

- En el 2T2022 **la tasa de crecimiento interanual de los salarios por trabajador ETC se situó 2 pp por debajo de la media. La caída se debe casi exclusivamente a los shocks a los márgenes de precios y salarios.**
- La comparación del Indicador de **Crecimiento y Prosperidad de España y de la UE8**, arroja **resultados desfavorables** para España: ha habido mejoras relativas insuficientes en el nivel de prosperidad, la tasa de desempleo, la productividad y la compensación por empleado.

1. Introducción

Esta nueva versión del Observatorio actualiza el estudio de los determinantes del ciclo económico en España con la información disponible hasta el **segundo trimestre** de 2022, incluyendo la última revisión sobre el PIB y sus componentes llevada a cabo por el INE. Para ello utilizamos una descomposición de shocks a partir del modelo macroeconómico EREMS (véase Boscá et al. 2020a). De este modo, es posible **analizar y evaluar preliminarmente los factores que han contribuido a la salida de la economía de la crisis asociada al COVID-19,** teniendo en cuenta que dicha salida ha coincidido con un **entorno de fuertes cambios en los precios relativos de bienes frente a servicios, de importantes estímulos monetarios y fiscales y de disrupciones en las cadenas mundiales de producción.** A todo ello se ha sumado **la guerra de Ucrania**, que ha aumentado el coste de las materias primas, especialmente de productos energéticos, provocando un **rebrote inflacionista no visto desde hace cuatro décadas**.

Este modelo descompone las tasas de crecimiento del PIB y de las principales variables económicas según la contribución de las distintas perturbaciones identificadas por el modelo. En particular, el modelo incorpora un sector bancario que permite estimar distintos tipos de perturbaciones financieras, además de fiscales (tanto por el lado de los gastos como por el de los ingresos), externas, a la competencia en el mercado de bienes y servicios, y otras perturbaciones macroeconómicas.

Utilizando los supuestos teóricos y las ecuaciones que describen la toma de decisiones por parte de los agentes, es posible estimar las 21 perturbaciones estructurales que se describen en el Anexo 1 y sus contribuciones al comportamiento de los principales agregados económicos a lo largo del tiempo, lo que lo convierte en un complemento útil a las herramientas de modelización disponibles. Diversas instituciones internacionales como, por ejemplo, la Comisión Europea (véase Kollmann et al., 2016, o Albonico et al., 2017) disponen de herramientas similares para la eurozona y EE. UU.

En particular, en este Observatorio identificamos el origen de las perturbaciones y la intensidad y persistencia con las que están afectando a un conjunto de agregados macroeconómicos que han sido objeto de atención en un periodo en el que la inflación del IPC está volviendo a alcanzar niveles que no se veían en las últimas cuatro décadas. En concreto, **se analizará con detalle los factores de oferta, demanda y crédito que subyacen a la evolución del el PIB por población en edad de trabajar, la inflación a partir del deflactor del PIB y el crecimiento de los salarios reales.** Este tipo de análisis ofrece información valiosa para la actuación de la política económica, pues su respuesta óptima no puede ser independiente de la naturaleza de las perturbaciones que afectan a cuestiones relevantes.

En el anterior observatorio (Boscá, et al., 2022) apuntábamos que los factores de oferta habían ido ganando peso en la explicación del ciclo económico conforme avanzaba el año 2020. Sin embargo, **aunque en los primeros**

trimestres de 2021 las perturbaciones de demanda tomaron tracción, posiblemente influidas positivamente por el anuncio de la llegada de fondos europeos a través del programa *Next Generation EU (NGEU)*, desde entonces han ido perdiendo peso a medida que aumentaba la inflación y la incertidumbre, siendo los shocks de oferta los responsables fundamentales del crecimiento del PIB observado desde mediados de 2021 y hasta la actualidad.

Como aspecto clave para la correcta interpretación de los resultados, conviene destacar que, al medirse las variables en términos de tasas de crecimiento interanuales, la observación de las series correspondientes a un periodo, recoge el efecto sobre la suma acumulada de tasas de crecimiento intertrimestrales en los cuatro trimestres anteriores a dicho periodo.

En este Observatorio, se volverán a presentar, como ya se hizo en la anterior edición, unos **indicadores económicos para la comparación de la posición cíclica entre España y** un conjunto de ocho países de la Unión Europea (**UE8**) que marcan una referencia en la frontera del desarrollo económico y social en nuestro entorno económico. También en esta edición se llevará a cabo una **comparación con un país europeo, Italia,** de características y problemática macroeconómica similar al nuestro.

2. El crecimiento del PIB por persona en edad de trabajar

El **Gráfico 1** representa el PIB por población en edad de trabajar (en volumen) que, en comparación con el PIB agregado, es una variable más adecuada para medir la capacidad de una economía para generar renta y producción, y para realizar comparaciones internacionales del crecimiento económico. También se representa la tendencia lineal estimada desde el primer trimestre de 1990 hasta el segundo de 2022. A finales de 2019, tras haber dejado atrás la crisis financiera y de deuda soberana, el PIB por persona en edad de trabajar se encontraba un 3,4% por encima del máximo alcanzado en el anterior ciclo expansivo, que sucedió en el último trimestre de 2007.

Bajo el supuesto de que la tendencia lineal aproxima adecuadamente la senda de equilibrio a largo plazo, la caída de la producción tan acusada en el año 2020 ha reducido ligeramente **el crecimiento tendencial del PIB por persona en edad de trabajar desde 1990, que se estima en un 1% anual**.

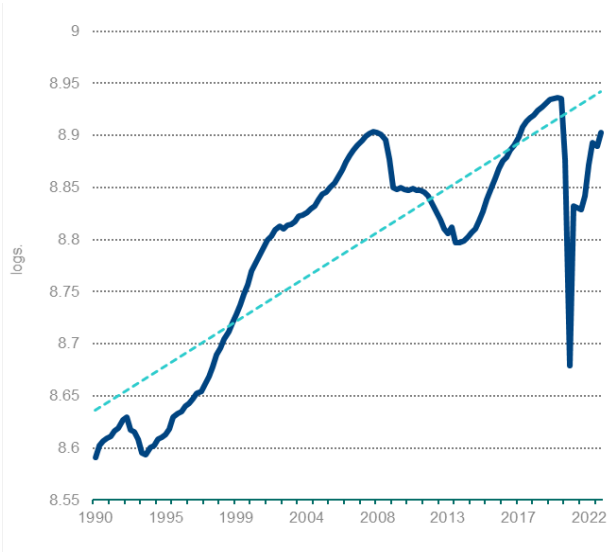
Como se aprecia en el **Gráfico 1**, tras la caída histórica del segundo trimestre de 2020 que redujo el PIB por persona en edad de trabajar un 24,7% por debajo de su tendencia, la intensa mejoría que experimentó la economía española en el tercer trimestre de ese mismo año acortó esta distancia con respecto a la tendencia en 15,1 pp, hasta situarla en un -9,6%.

Después de la recuperación de 3T2020, y de los decepcionantes trimestres que la siguieron, desde el segundo trimestre de 2021 el PIB por PET ganó tracción, con crecimientos intertrimestrales del 3,0% en el tercer trimestre de 2021 y del 2,1% en el cuarto, para volver en los dos primeros trimestres de 2022 a tasas intertrimestrales mucho más modesta (-0,3% y 1,3%, respectivamente). Así, la diferencia con respecto a la tendencia en el segundo trimestre de 2022 se ha estrechado hasta los 4,3 pp. La consecuencia de todo ello es que **el PIB por PET se situó en el segundo trimestre de 2022 un 3,3% por debajo de su nivel en 4T2019**. Todo ello evidencia las dificultades de la economía española para recuperar sus niveles de actividad prepandemia. Estas

dificultades se están agravando con la crisis energética y el repunte de la inflación del último año, lo que nos conduce a pensar que, dadas las expectativas de crecimiento actuales, España no conseguirá recuperar sus niveles de PIB por PET de finales de 2019 hasta 2024.

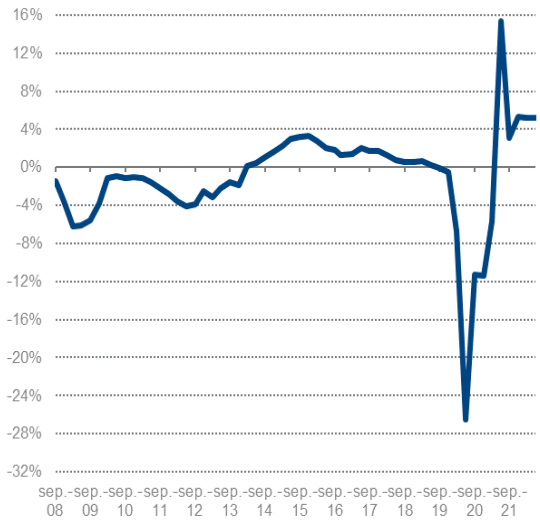
En el **Gráfico 2** se representa la desviación de la tasa de crecimiento interanual del PIB por población en edad de trabajar con respecto a su media muestral desde 2008. Si el año 2019 finalizó con una tasa interanual de crecimiento igual a la tasa de crecimiento histórica, el posterior desarrollo de la serie muestra lo excepcional de los efectos causados por la crisis de la COVID-19, con caídas interanuales de -26,5 pp en el segundo trimestre de 2020, seguidas un año después (2T2021) de una recuperación de más de 15 pp en términos interanuales que, como hemos visto, no llegó a cerrar la brecha de producción. Desde el 2T2021 las tasas de crecimiento interanuales del PIB por PET están por encima de la tasa de crecimiento histórica. El atípico comportamiento de la tasa de crecimiento interanual de 2T2021 está determinado en gran parte por el efecto base de la enorme caída del PIB por PET de cuatro trimestres antes, y se debe básicamente a la fuerte recuperación del 3T2020. Tomando las cifras de los tres últimos trimestres recogidas en el Gráfico 2, y sumando la tasa de crecimiento de la tendencia, **podemos afirmar que el PIB por PET, aunque ha estado creciendo durante los últimos tres trimestres a tasas interanuales por encima del 6%, esto no le ha permitido todavía recuperar ni su nivel prepandemia, ni su nivel tendencial**.

Gráfico 1. **PIB POR PERSONA EN EDAD DE TRABAJAR, 1T1990-2T2022**



Fuente: Elaboración propia a partir de INE

Gráfico 2. **TASA DE CRECIMIENTO INTERANUAL DEL PIB POR PERSONA EN EDAD DE TRABAJAR, 3T2008-2T2022** (%)



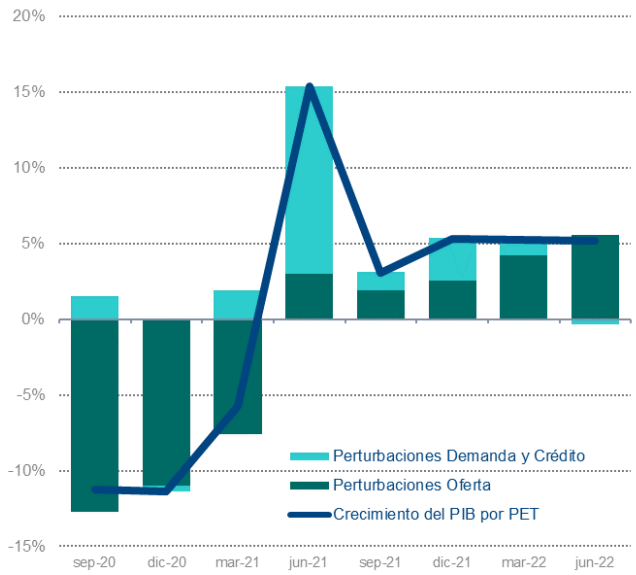
Desviaciones respecto al promedio muestral.
Fuente: Elaboración propia a partir de INE

Los movimientos en las tasas de crecimiento interanuales esconden cambios sustanciales en los **factores de oferta y demanda** que contribuyen a explicar su dinámica temporal. El **Gráfico 3** presenta la **contribución estimada de las perturbaciones agregadas de oferta, demanda y crédito a la tasa de crecimiento** interanual del PIB por PET en los últimos ocho trimestres. Las barras por encima del eje horizontal indican que la respectiva perturbación ha contribuido positivamente al ciclo económico, mientras que aquellas por debajo se corresponden

con contribuciones negativas. La suma de todas las contribuciones es igual a la desviación respecto a su promedio de largo plazo de la tasa de crecimiento interanual del PIB por persona en edad de trabajar, que se representa con una línea continua.

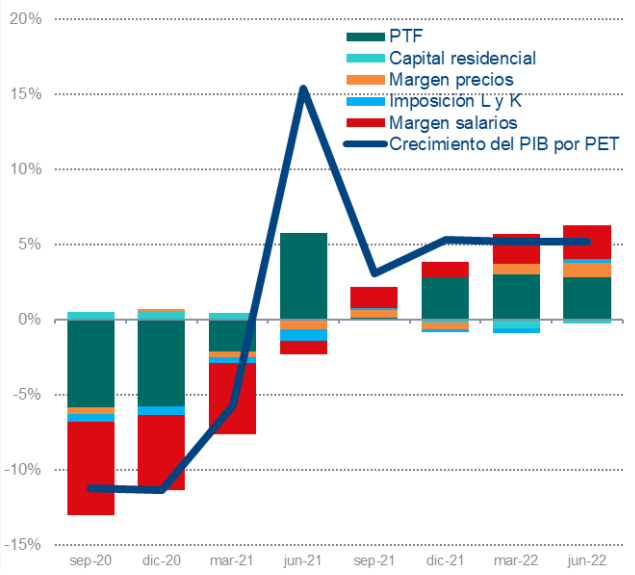
En la segunda mitad de 2020 y el primer trimestre de 2021, las tasas negativas de crecimiento del PIB por PET venían explicadas fundamentalmente por factores de oferta, tras la importante contribución que tuvo la caída de la demanda en el periodo estricto de confinamiento. En esos trimestres con una mayor contribución negativa de los factores de oferta fueron, fundamentalmente, los shocks salariales y las perturbaciones a la productividad total de los factores (PTF) los que explicarían la importante caída de las tasas de crecimiento del PIB por PET (**Gráfico 4**). El panorama cambió radicalmente a partir del periodo inflacionista que se inicia en el segundo trimestre de 2021.

Gráfico 3. **TASA DE CRECIMIENTO INTERANUAL DEL PIB POR PERSONA EN EDAD DE TRABAJAR Y CONTRIBUCIONES DE LAS PERTURBACIONES DE OFERTA, DEMANDA Y CRÉDITO, 3T2020-2T2022**



Desviaciones respecto al promedio muestral.
Fuente: Elaboración propia a partir de INE

Gráfico 4. **CONTRIBUCIONES DE LA COMPETENCIA EN MERCADOS, EL CAPITAL RESIDENCIAL, LA IMPOSICIÓN SOBRE TRABAJO Y CAPITAL, Y DE LA PRODUCTIVIDAD TOTAL DE LOS FACTORES, 3T2020-2T2022**

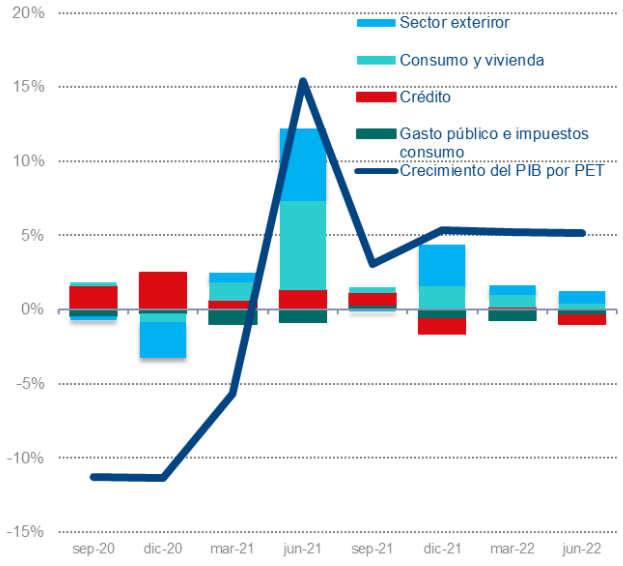


Desviaciones respecto al promedio muestral.
Fuente: Elaboración propia a partir de INE

En el periodo de recuperación más pronunciado del PIB por PET, correspondiente a 2T2021, detectamos un fortísimo tirón de los shocks de demanda, debido básicamente el sector exterior, y al consumo y demanda de vivienda a partes iguales (**Gráfico 5**). A partir de entonces, los shocks de oferta han ido ganando protagonismo en las tasas de crecimiento interanuales positivas de la economía española. Teniendo en cuenta que la contribución de los shocks al crecimiento interanual del PIB por PET en 2T2022 recoge el acumulado de un año, **los shocks de oferta explicarían la totalidad del crecimiento observado de más de 5 puntos porcentuales entre el tercer trimestre de 2021 y el segundo de 2022.**

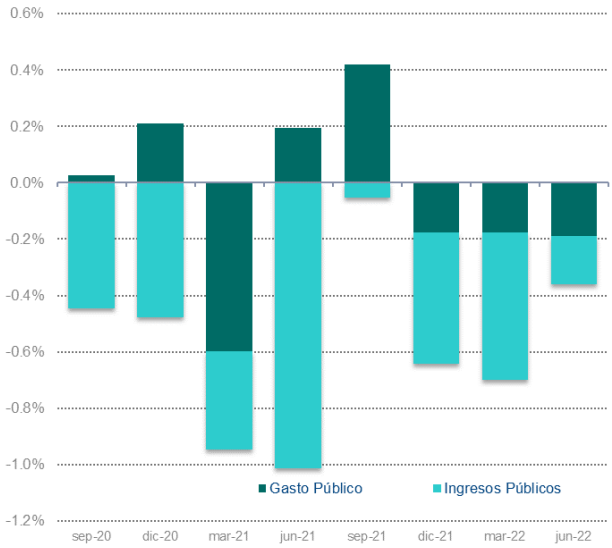
A destacar que, según la información desagregada por perturbaciones estructurales del **Gráfico 4**, entre los shocks de oferta los principales responsables de la recuperación son, por orden de importancia, el crecimiento de la **PTF** (aportando **2.8** pp al crecimiento interanual del segundo trimestre de 2022), los **márgenes de salarios** (**2.3** pp) y los **márgenes de precios** (**1** pp). Tras su parón del tercer trimestre de 2021, el empuje de la PTF desde 4T2021, podría ser consistente con un impacto creciente sobre la eficiencia de nuestra economía de los fondos NGEU, aunque no son descartables otras causas relacionadas con una mayor productividad de las empresas que han sobrevivido a la crisis pandémica o el esfuerzo para hacer frente a la inflación de costes. Por otra parte, los márgenes salariales han revertido totalmente su contribución sobre el crecimiento del PIB por PET, de muy negativa a positiva, a partir de 3T2021, demostrando un comportamiento desde el inicio del periodo inflacionista que, como veremos, está resultando hasta el momento decisivo para controlar la aparición de efectos inflacionarios de segunda ronda. Los márgenes de precios tienen una contribución positiva más moderada, aunque conviene señalar que el excedente bruto de explotación y rentas mixtas, en términos reales, todavía no han alcanzado los niveles prepandemia. El buen comportamiento agregado de los márgenes se relaciona con un buen comportamiento de la competencia durante el año 2021 en el mercado de trabajo y de bienes y servicios.

Gráfico 5. **CONTRIBUCIONES DEL GASTO PÚBLICO E IMPUESTOS SOBRE CONSUMO, CRÉDITO, VIVIENDA, SECTOR EXTERIOR Y CONSUMO PRIVADO, 3T2020-2T2022**



Desviaciones respecto al promedio muestral.
Fuente: Elaboración propia

Gráfico 6. **CONTRIBUCIONES AL CRECIMIENTO INTERANUAL DEL PIB POR PET DE LOS COMPONENTES DEL GASTO Y LOS INGRESOS PÚBLICOS, 3T2020-2T2022**



Desviaciones respecto al promedio muestral.
Fuente: Elaboración propia

En cuanto a los **shocks de demanda y crédito**, ya hemos dicho que han ido perdiendo protagonismo durante al año 2022 (**Gráfico 5**), hasta tener una **contribución prácticamente nula al crecimiento en el último trimestre**. El crédito bancario, que había estado empujando sistemáticamente el crecimiento hasta el 3T2021, y jugando un papel fundamental durante el año 2020, ha pasado a tener un menor impacto en los últimos trimestres, detrayendo medio punto porcentual del crecimiento interanual del PIB por PET en el segundo trimestre de 2022, y compensando la moderada contribución positiva del sector exterior.

El Gráfico 6 amplía la representación gráfica de las contribuciones procedentes del consumo y la inversión públicas, por un lado, y de los ingresos públicos por el otro. **Exceptuando el 3T2021, la contribución de estos componentes ha sido negativa aunque moderada en los últimos dos años**, alcanzando un mínimo de 1pp de la tasa de crecimiento del PIB por PET en el 2T2021, y aproximadamente detrayendo -0.4pp de PIB por PET a la tasa de crecimiento del último trimestre disponible. Por la parte de los ingresos, sólo los impuestos al consumo son responsables de un drenaje de renta equivalente. No obstante, conviene recalcar que **esta descomposición de la aportación del sector público no incluye el importante volumen de transferencias públicas que los hogares y las empresas han recibido**, y cuyo efecto sólo se considera indirectamente en el modelo.

3. El mercado de trabajo: desempleo y vacantes

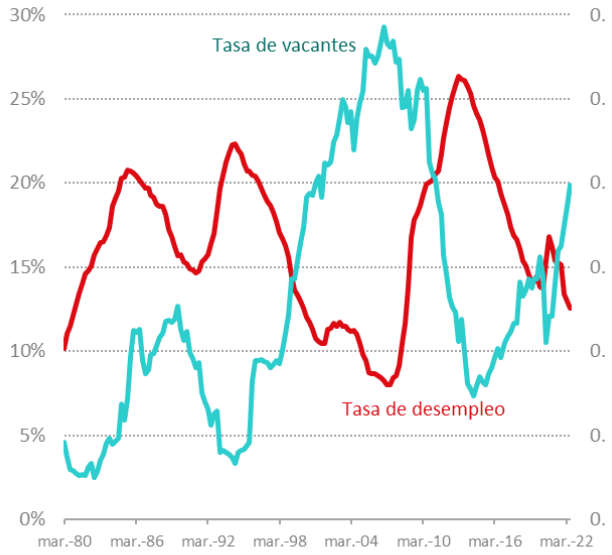
El **Gráfico 7 muestra el comportamiento de las tasas de desempleo y de vacantes** en la economía española desde el primer trimestre de 1980 hasta el segundo de 2022. Se observa claramente una reducción de la tasa de desempleo desde el primer trimestre de 2013 hasta el cuarto de 2019. La tasa de desempleo corregida de variaciones estacionales y efecto calendario (CVEC), apenas disminuyó 7 décimas entre el último trimestre de 2018 y el último de 2019, hasta situarse en el 13,8%, lo que contrasta negativamente con la reducción media anual de 2,25 puntos anuales que se venía observando desde 2014. Por su parte, aunque aumentando desde 2014, **la tasa de vacantes (0,46%) se situó en el cuarto trimestre de 2019 todavía por debajo de su promedio durante el último ciclo expansivo 1994-2007 (0,53%)**.

La crisis del COVID-19 dio lugar a que en los tres primeros trimestres de 2020 la tasa de desempleo aumentase 3 pp (CVEC). Sin embargo, **desde ese tercer trimestre de 2020, la tasa de desempleo ha ido reduciéndose de forma continuada a un ritmo de algo más de 6 décimas por trimestre hasta alcanzar una tasa del 12,5% en 2T2022.**

Por otra parte, **la tasa de vacantes** cayó con fuerza en 2T2020 (de 0,47% en 4T2019 a 0,32%), para posteriormente **recuperarse con intensidad durante la segunda parte de 2020, todo el 2021 y los dos primeros trimestres de 2022**, **superando muy ampliamente el último trimestre de la muestra los niveles prepandemia (0,60% en 2T22 frente a 0,47% en 4T2019).**

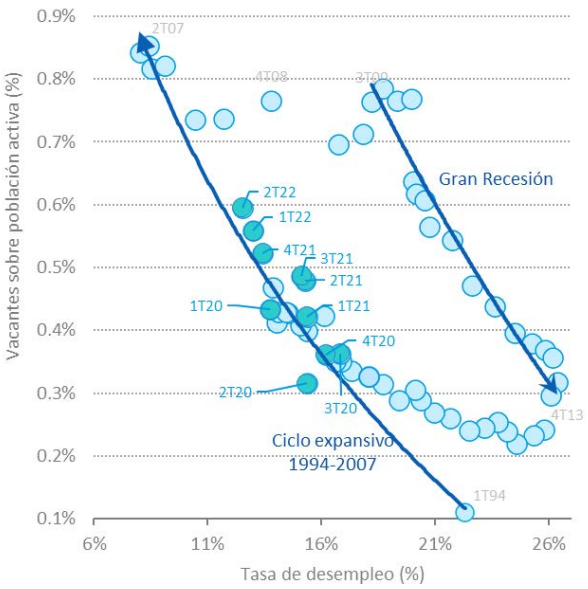
Hasta el tercer trimestre de 2021 la economía española se encontró en una situación con tasas de vacantes algo más elevadas a las que existían antes de la pandemia, pero con tasas de desempleo superiores, y por lo tanto con un empeoramiento en la capacidad de la economía española para emparejar vacantes con desempleo. Por el contrario, desde el 4T2021 las vacantes han seguido creciendo a buen ritmo, pero la tasa de desempleo ha caído drásticamente, estrechando significativamente el mercado de trabajo.

Gráfico 7. **TASAS DE VACANTES Y DE DESEMPLEO** (CVEC)



Fuente: Elaboración propia a partir del INE

Gráfico 8. **CURVA DE BEVERIDGE**



Fuente: Elaboración propia a partir del INE

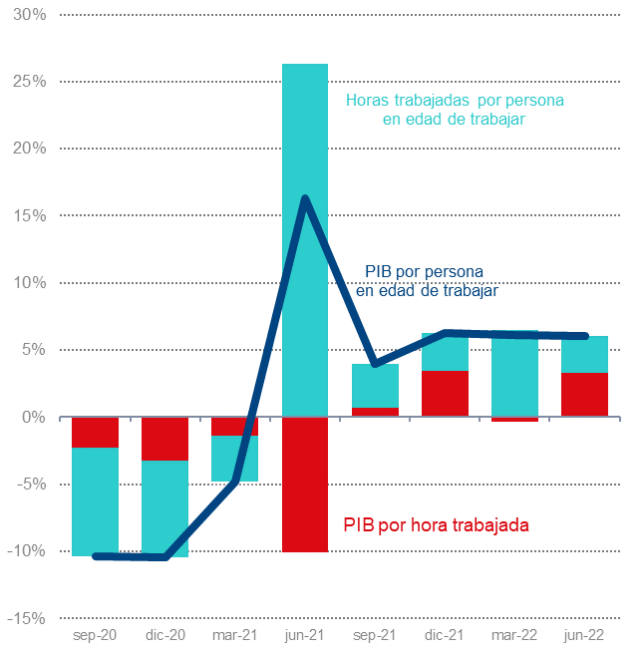
Como ya comentamos en anteriores Observatorios, lo más destacable del comportamiento observado de la tasa de desempleo durante la crisis del COVID-19 ha sido su moderado incremento en relación con otras crisis. Teniendo en cuenta la magnitud de la caída acumulada del PIB en los inicios de la pandemia, el incremento de sólo 3 puntos en el desempleo en los tres primeros trimestres de 2020 puede considerarse un hito para nuestra economía. Sin embargo, la lentitud de la recuperación económica entre el 3T2020 y el 3T2021 provocó una moderada reducción del desempleo que no ha empezado a caer por debajo del de finales de 2019 hasta el último trimestre de 2021. Desde 4T2021 y en los dos primeros trimestres de 2022 sí que hemos observado caídas más pronunciadas de la tasa de desempleo aprovechando tasas interanuales de crecimiento del PIB por PET en esos trimestres en el entorno del 6%. Sin embargo, el reto presente es ver cómo reacciona nuestro mercado de trabajo al entorno actual de elevada incertidumbre por la guerra en Ucrania, a las altas tasas de inflación que ya llevamos padeciendo el último año y a la caída generalizada del crecimiento económico que están experimentando los países de nuestro entorno. Sin duda, tanto la reciente reforma laboral, como las políticas económicas adoptadas y los resultados de la negociación colectiva en marcha tendrán mucho que decir respecto a la evolución en los próximos trimestres del mercado laboral español.

La **curva de Beveridge** permite estudiar la relación entre vacantes y desempleo desde otra óptica (**Gráfico 8**). Un desplazamiento hacia el exterior, como el observado entre 2007 y 2009, se interpreta como un aumento del desajuste en el mercado de trabajo y una menor eficiencia en el emparejamiento de desempleados y vacantes. Los desplazamientos a lo largo de la curva de Beveridge, como entre 2010 y 2013, son principalmente resultado del ciclo económico. Durante la recuperación de la Gran Recesión entre 2013 y 2019, la curva de Beveridge deshizo el camino realizado durante la crisis, con desplazamientos hacia el origen de esta curva y aumentos de la relación vacantes/desempleados, de modo que, en el primer trimestre de 2020, la ratio entre vacantes y

desempleo se situaba en un nivel consistente con el ciclo expansivo anterior a la Gran Recesión. **El año más parecido al primer trimestre de 2020, en cuanto a la relación vacantes-desempleo, es 1999**.

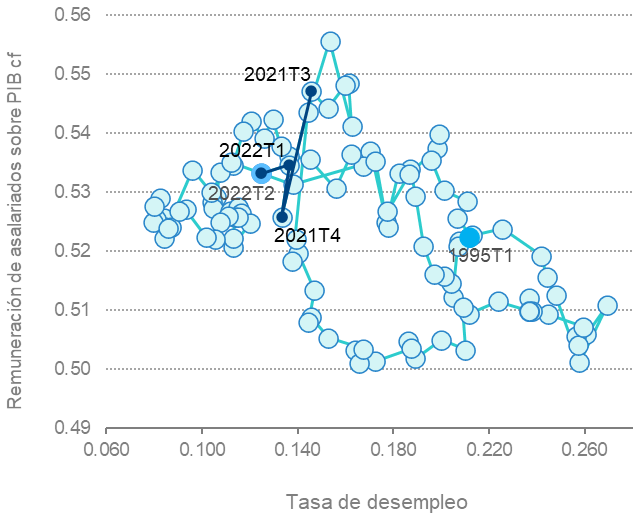
Una prueba de que, aunque con todos los matices introducidos anteriormente, una importante perturbación ha sacudido a la economía española, es la mayor distancia en los desplazamientos de los puntos de la Curva de Beveridge durante 2020 y 2021, con respecto a los años anteriores**.** Desde 2T2020 y hasta 3T2021, la pronunciada recuperación de las vacantes, no acompañada de una mejoría sustancial en la tasa de desempleo, nos alejaban de la Curva de Beveridge original. No obstante, **los datos desde 4T2021 hasta 2T2022 parecen haber corregido la situación, volviendo a situar a la economía española con una ratio entre vacantes y desempleo compatible con el ciclo expansivo 1994-2007,** pero con un nivel de tensionamiento superior y creciente respecto al de 2019. Así, **la ratio de vacantes sobre desempleo ha pasado de un promedio de 0,03 en 2019 a 0,04 entre 4T2021 y 2T2022 lo que, sin duda, puede constituir un elemento adicional de presión sobre la inflación.**

Gráfico 9. **DESCOMPOSICIÓN DEL CRECIMIENTO DEL PIB POR PERSONA EN EDAD DE TRABAJAR (PET) EN PIB POR HORA Y HORAS POR PET, 1T2020-4T2021**



Fuente: Elaboración propia a partir del INE

Gráfico 10. **PARTICIPACIÓN DE LA REMUNERACIÓN DE LOS ASALARIADOS SOBRE PIB A COSTE DE LOS FACTORES Y TASA DE DESEMPLEO, 1T1995-2T2022**



Datos desestacionalizados. Fuente: Elaboración propia a partir del INE

El **Gráfico 9** descompone la variación interanual del PIB por PET en productividad (PIB por hora trabajada) y el número de horas por PET. Esta descomposición contable, no basada en perturbaciones estructurales, muestra que los crecimientos interanuales del PIB por PET en los cuatro últimos trimestres (de 3T2021 a 2T2022) se explican tanto por incrementos en la productividad (el PIB por hora trabajada) como por el crecimiento de las horas trabajadas por PET. **La buena noticia es que la tasa de crecimiento interanual en 2T2022, último trimestre de nuestra muestra,** y por lo tanto la tasa de crecimiento acumulado de mitad de 2021 a mitad de

2022, **se explica por una aportación positiva de la productividad (que aporta 3,3pp al crecimiento interanual del PIB por PET) junto con los 2,7pp que aportan las horas trabajadas.** Hay que destacar que la economía española ha pasado de una situación anómala, donde la productividad del trabajo tenía un claro comportamiento contracíclico hasta el 2T2021, a una donde, desde entonces, tanto la productividad cómo las horas muestran un comportamiento claramente procíclico.

La lectura de los **Gráficos 7 a 9** incide en una idea que ya destacamos en anteriores Observatorios: desde el inicio de la crisis del COVID-19 **el ajuste del mercado de trabajo se ha realizado fundamentalmente a través de las horas trabajadas por ocupado** (margen intensivo) en lugar del número de ocupados (margen extensivo), como solía ser habitual en recesiones anteriores. Este aspecto nos acerca a comportamientos macroeconómicos más estándar del mercado de trabajo en las recesiones, que son los que se producen en otros países de nuestro entorno económico. Por otra parte, **la evolución de la productividad también parece haber cambiado desde el comportamiento contracíclico que caracterizaba a la economía española** (durante la pandemia la productividad por hora aumentó en 2T2020 y disminuyó en 2T2021) **a una situación más acorde a lo que ocurre en las economías de nuestro entorno, en las que la productividad es procíclica** (obsérvese su aumento en tasa interanual en 2T2022).

En cuanto a la participación de la remuneración de asalariados sobre el PIB al coste de los factores (**Gráfico 10**), España alcanzó el último trimestre de 2019 con una participación de los salarios en la renta agregada del 51,8% y una tasa de desempleo del 13,8%. Tras la crisis del coronavirus, durante el año 2021, la participación de los salarios se mantuvo más elevada durante los tres primeros trimestres del año, entre el 54,4-54,8%, con tasas de desempleo entre el 15,1-15,3%. Este resultado durante los tres primeros trimestres de 2021 se explica básicamente por una caída del excedente bruto de explotación y de la renta mixta bruta mayor que la caída experimentada por la remuneración de los asalariados. Sin embargo, esta situación se revirtió en el último trimestre de 2021, donde se produjo una recuperación del excedente bruto de explotación y de la renta mixta bruta, que se ha vuelto a moderar, en parte, en los dos primeros trimestres de 2022. Así, **en 2T2022 la participación de los salarios en la renta agregada se ha situado en el 53,3%, todavía 1,5pp por encima de su nivel a finales de 2019 y prácticamente 1pp por encima del promedio desde el año 1995, y la tasa de desempleo en el 12,5%**.

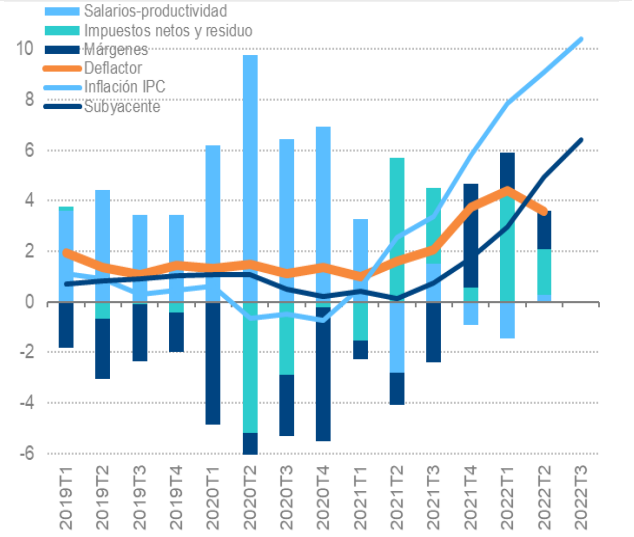
4. Análisis de la inflación: el deflactor del PIB y los salarios reales

Siguiendo con la línea marcada en el anterior observatorio, en esta sección abordamos el estudio de la inflación, un fenómeno que, lejos de desaparecer, se ha intensificado en los últimos trimestres.

Como muestra el **Gráfico 11**, **hasta el segundo trimestre de 2022 el aumento de la tasa interanual de inflación general (9,1% en dicho trimestre), que se ha manifestado también en su componente subyacente (4,9%), es fundamentalmente un problema de inflación importada**. Lo podemos deducir del hecho de que el **aumento del deflactor del PIB**, es decir, de los bienes y servicios producidos domésticamente, se sitúa en el **3,6%**, cinco puntos y medio por debajo del IPC. La tasa de crecimiento interanual nominal de la remuneración por puesto de trabajo equivalente a tiempo completo (ETC) fue del **1,8%** en el mismo trimestre. Teniendo en cuenta que el crecimiento de la productividad por puesto de trabajo ETC fue del **1,5%**, la presión inflacionista de los salarios ha sido hasta el momento del **0,3%**, una tasa muy moderada y muy lejos del crecimiento del IPC. Esta

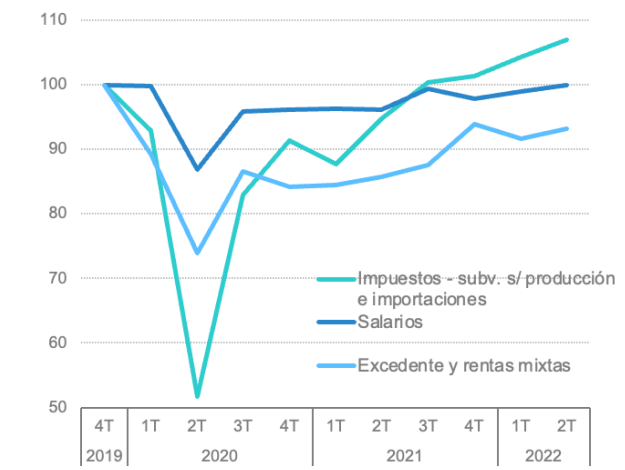
reducida traslación de la inflación al crecimiento de los salarios y al deflactor del PIB distingue, hasta la fecha, el presente periodo inflacionista del observado en la década de los 70 (véase Battistini et al, 2022).

Gráfico 11. **TASAS DE CRECIMIENTO INTERANUALES DEL IPC GENERAL Y SUBYACENTE, DEL DEFLACTOR DEL PIB Y DE LA REMUNERACIÓN NOMINAL POR PUESTO DE TRABAJO ETC, 1T2019-2T2022**



Fuente: Elaboración propia en base a INE.

Gráfico 12. **SALARIOS, EBE Y RENTAS MIXTAS E IMPUESTOS NETOS DE SUBVENCIONES (DEFLACTADOS CON EL DEFLACTOR DEL PIB), 4T2019-2T2022**



Fuente: Elaboración propia en base a INE.

El **Gráfico 11** realiza también una primera aproximación a la descomposición del deflactor del PIB basada en una aproximación de primer orden[1]. La diferencia, en el segundo trimestre de 2022, entre el crecimiento del deflactor del PIB y el de los salarios (corregidos del crecimiento de la productividad) se debe al incremento de los impuestos sobre la producción (que explicarían 1,8 pp del crecimiento del deflactor del PIB), y al margen bruto de explotación y rentas mixtas (que contribuirían con 1,5 pp). Sin embargo, los márgenes llevaban contribuyendo negativamente de forma ininterrumpida al deflactor del PIB desde el primer trimestre de 2019 hasta el tercer trimestre de 2021, por lo que, como puede apreciarse en el **Gráfico 12**, el valor real del excedente y rentas mixtas todavía estaba en el 2T2021 un 7 por cien por debajo del trimestre previo a la pandemia. Por su parte, los salarios reales ya han recuperado su nivel y los impuestos sobre la producción están un 8 por cien por encima.

Mantener las tasas de crecimiento del deflactor, de los excedentes brutos de explotación y rentas mixtas ajustadas por el crecimiento real del PIB, y de los salarios ajustados por la productividad del trabajo alrededor del 2% resulta crucial para evitar la generación de una espiral de precios, salarios y márgenes, que la inflación se enquiste y que se produzca un desanclaje de expectativas de inflación de los agentes

[1] La descomposición del deflactor en el Gráfico 11 se basa en una aproximación de primer orden de la siguiente ecuación $(1-b_t-t_t)P_t=W_tL_t/Y_t$, donde W es la remuneración de asalariados dividida por el número de puestos de trabajo equivalente asalariado, Y/L la productividad por puesto ETC (es decir, el PIB real dividido por el número de ocupados ETC), b es el excedente bruto de explotación y rentas mixtas (EBE_t) sobre el PIB nominal (P_tY_t), y t los impuestos netos de subvenciones sobre producción e importaciones (TN_t) en relación al PIB nominal. Esta ecuación se obtiene a partir de la identidad contable $P_tY_t=W_tL_t+EBE_t+TN_t$. Los valores representados del IPC y de la inflación subyacente del tercer trimestre de 2022 en el Gráfico 11 corresponden a sus tasas interanuales de agosto. BBVA Research (2009) realiza una descomposición parecida.

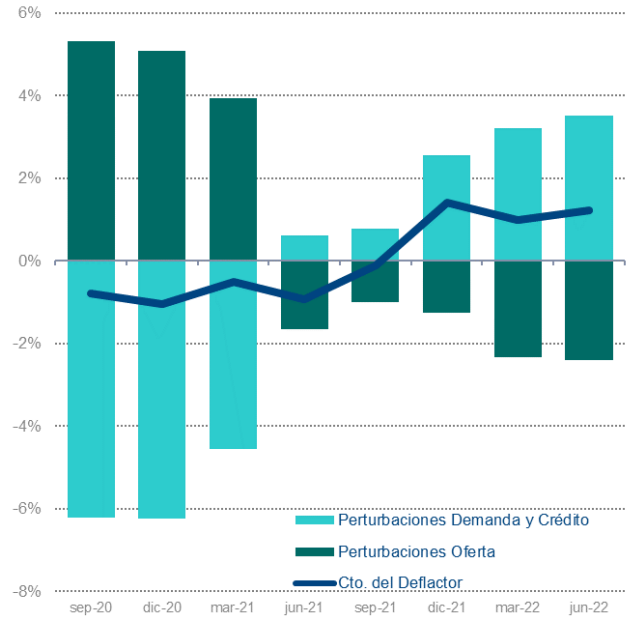
económicos por encima del objetivo del BCE. En la medida que esto se consiga, el problema de la inflación tendría un carácter transitorio y quedaría confinado a su origen importado, generando la consiguiente pérdida de poder adquisitivo de las rentas nacionales frente al resto del mundo, pero minimizando sus potenciales efectos adversos sobre la producción, la inversión y el empleo. En este escenario, la inflación desaparecería rápidamente, tan pronto como lo hicieran los efectos base de las materias primas y de la energía, y terminarán de ajustar los precios relativos de producción.

Por el contrario, si se diese una espiral de precios, salarios y márgenes y, por lo tanto, de la inflación doméstica, la manera más probable de detenerla sería mediante un ajuste intenso de la demanda agregada, la reducción de la inversión y el aumento del desempleo. Este proceso podría ser consecuencia de un mayor endurecimiento de la política monetaria, si el problema de la espiral de precios, salarios y márgenes y el desanclaje de expectativas es común a la eurozona, o mediante una pérdida de competitividad, reducción de la demanda externa y aumento de primas de riesgo, si el problema queda circunscrito a la economía española.

La descomposición contable del deflactor del PIB que se ofrece en el **Gráfico 11** es muy ilustrativa, pero es una primera aproximación. Los salarios, la productividad y el excedente bruto de explotación son variables endógenas que responden a un amplio conjunto de perturbaciones estructurales que afectan continuamente a la economía, tanto por la oferta como por la demanda agregadas. Analizar la contribución de estos factores estructurales es el objetivo de los gráficos siguientes.

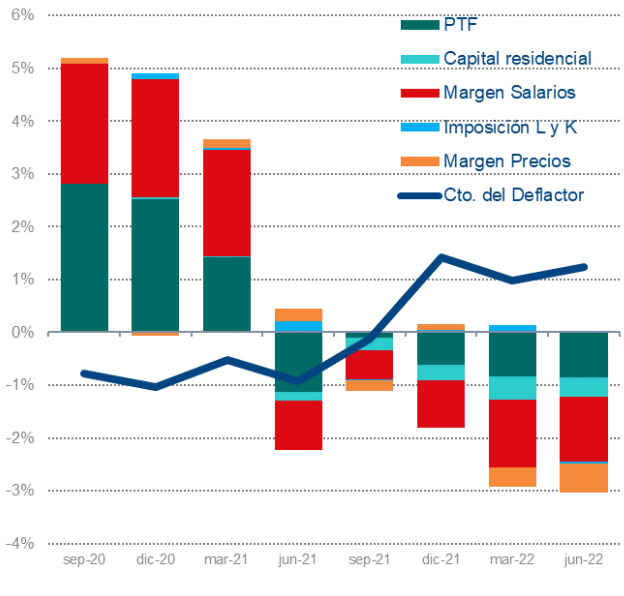
El **Gráfico 13** muestra la tasa de crecimiento interanual del deflactor del PIB en los dos últimos años, una vez sustraída la media muestral histórica de dicha tasa de crecimiento. Como se puede apreciar en el Gráfico 13, las tasas de crecimiento del deflactor se mantuvieron un punto por debajo de su promedio histórico hasta el segundo trimestre de 2021. Coincidiendo con la recuperación observada en el PIB por PET, el deflactor del PIB empezó a crecer hasta situarse más de a punto por encima del promedio muestral en el 2T2022. Durante 2020 y el primer trimestre de 2021, la moderación en la inflación doméstica se debió a factores de demanda, mientras que los factores de oferta generaron inflación, un resultado similar al que obtienen Baqaee y Farhi (2022) para EE.UU. Esta situación empieza a cambiar de forma drástica a partir de 2T2021, al producirse una reversión en el signo de los factores que determinan el crecimiento de los precios de producción. **En el 2T2022 son factores de demanda los que el modelo identifica como causantes del ascenso notable en la tasa de inflación interanual del deflactor del PIB, mientras que los factores de oferta contribuyen a su moderación. En ausencia de estas perturbaciones de oferta el deflactor del PIB habría crecido un 2.4% más en términos interanuales en el 2T2022.**

Gráfico 13. **TASA DE CRECIMIENTO INTERANUAL DEL DEFLACTOR DEL PIB Y CONTRIBUCIONES DE LAS PERTURBACIONES DE OFERTA, DEMANDA Y CRÉDITO, 3T2020-2T2022**



Desviaciones respecto al promedio muestral.
Fuente: Elaboración propia

Gráfico 14. **TASA DE CRECIMIENTO INTERANUAL DEL DEFLACTOR DEL PIB Y CONTRIBUCIONES DE LAS PERTURBACIONES DE OFERTA, 1T2020-4T2021**

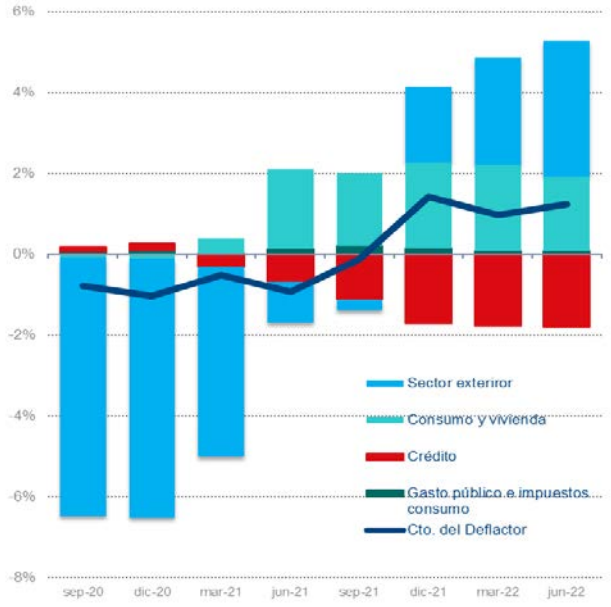


Desviaciones respecto al promedio muestral.
Fuente: Elaboración propia

En el **Gráfico 14** se detalla el peso de los distintos factores de oferta. **El comportamiento de los márgenes de salarios (-1.2%) de los márgenes de precios (-0.6%) y a la PTF (-0.8%), explican la mayoría de la contribución negativa de los shocks de oferta al crecimiento interanual del deflactor del PIB en el periodo anual que comprende desde el tercer trimestre de 2021 hasta el segundo de 2022.** En consecuencia, a fecha de hoy, y con los resultados mostrados, no parece razonable una intervención que altere el poder de mercado de trabajadores y/o de los productores de bienes y servicios si no queremos arriesgarnos a que unos u otros agentes económicos desaten la temida espiral inflacionaria que, como muestran estos resultados, no se ha producido hasta el momento. Nótese, que **el conjunto de márgenes de precios y salarios han detraído en los últimos cuatro trimestres 1,8 puntos de la inflación doméstica**. En este contexto, el aumento de las cotizaciones sociales y de la cuña fiscal, y la reducción de la jornada de trabajo en el sector público, pueden suponer un punto de inflexión sobre el buen comportamiento detectado, introduciendo una tensión inflacionista en los márgenes que no se había observado hasta el momento.

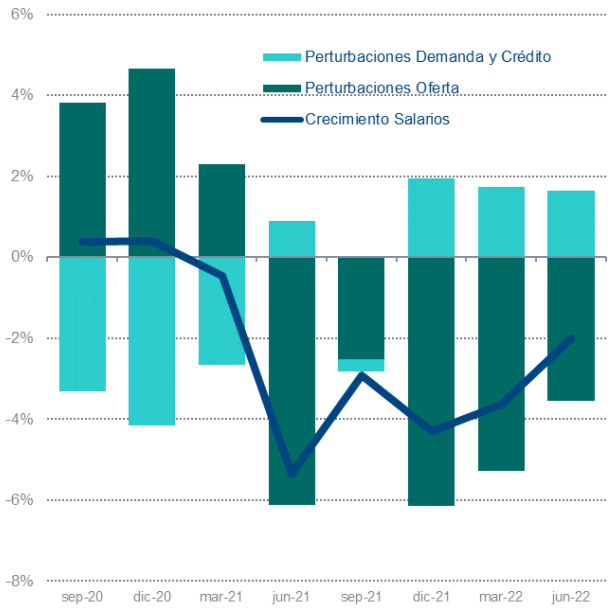
El **Gráfico 15** ofrece la contribución de los factores de demanda. Si durante el año 2020 el sector exterior (a través de las exportaciones) fue el responsable destacado de la caída en la tasa interanual de crecimiento de los precios, con una contribución negativa de más de **6 pp**, la situación se revierte completamente durante el año 2021 y 2022. Como muestra la información del 2T2022, el crecimiento interanual del deflactor del PIB debido a componentes de demanda podría explicarse por la perturbación del componente de importaciones del **sector exterior** (**3.3 pp)**, el **consumo y vivienda** (**1.8 pp**), y el freno de **-1.8 pp** a las presiones inflacionistas que supone el **crédito bancario**.

Gráfico 15. **TASA DE CRECIMIENTO INTERANUAL DEL DEFLACTOR DEL PIB Y CONTRIBUCIONES DE LAS PERTURBACIONES DE DEMANDA, 3T2020-2T2022**



Desviaciones respecto al promedio muestral.
Fuente: Elaboración propia

Gráfico 16. **TASA DE CRECIMIENTO INTERANUAL DEL SALARIO REAL Y CONTRIBUCIONES DE LAS PERTURBACIONES DE OFERTA, DEMANDA Y CRÉDITO, 3T2020-2T2022**



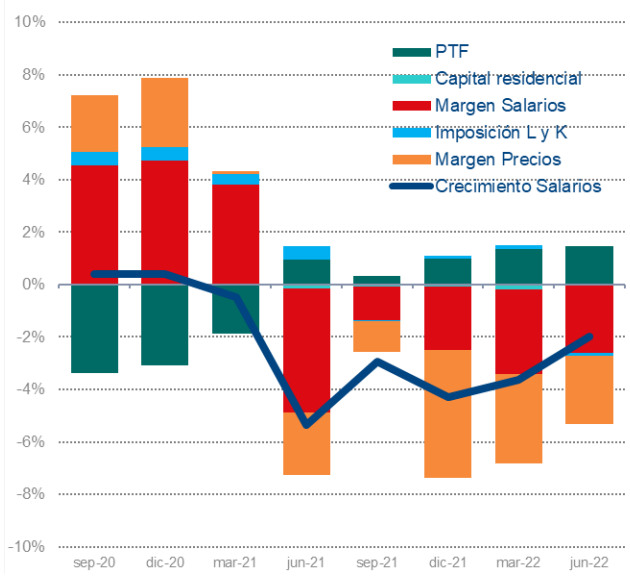
Desviaciones respecto al promedio muestral.
Fuente: Elaboración propia

Como hemos visto, los shocks salariales están siendo un factor importante en la reducida transmisión de la inflación importada al crecimiento de los precios de producción doméstica. En los siguientes gráficos investigamos los shocks que determinan la dinámica en el crecimiento de los salarios reales, entendidos como la remuneración real de los asalariados por puesto de trabajo equivalente a tiempo completo (ETC), de nuevo, en desviaciones con respecto a la media de la tasa de crecimiento histórica. Los salarios reales aguantaron el socavón de lo peor de la pandemia con un crecimiento promedio ligeramente superior al tendencial durante el año 2020. Sin embargo, el **Gráfico 16** muestra la importante caída en la tasa de crecimiento interanual a partir del segundo trimestre de 2021, con tasas en ocasiones inferiores a **-5 pp** por debajo de la media. **En el último trimestre disponible la tasa de crecimiento interanual de los salarios por trabajador ETC se situó -2 pp por debajo de la media. Esa caída en 2T2022 se debe exclusivamente a factores de oferta, que detraen -3,5 pp, ya que la demanda y el crédito aportaron 1,6 pp al crecimiento de los salarios reales.**

El **Gráfico 17** muestra que, entre los factores de oferta, **son los shocks a los márgenes de precios y salarios los que han estado fundamentalmente detrás de la reducción de los salarios en los últimos cinco trimestres**, aunque con una reducción del peso de los márgenes de precios, hasta **aportar lo mismo (-2.5%)** que los márgenes de salarios a la tasa interanual de **2T2022**. Y eso, aunque estos márgenes siguen desempeñando, como hemos visto, un papel relevante en la contención del crecimiento del deflactor del PIB. Por el contrario, el shock a la **PTF** supuso un incremento de la tasa de crecimiento de los salarios del **1.5%**. De confirmarse esta tendencia en los shocks a los márgenes empresariales, en los próximos trimestres podría conseguirse **un equilibrio en el que la dinámica de los márgenes empresariales contribuiría de forma similar que los costes salariales a la moderación de los precios domésticos, y con un reparto quizá más**

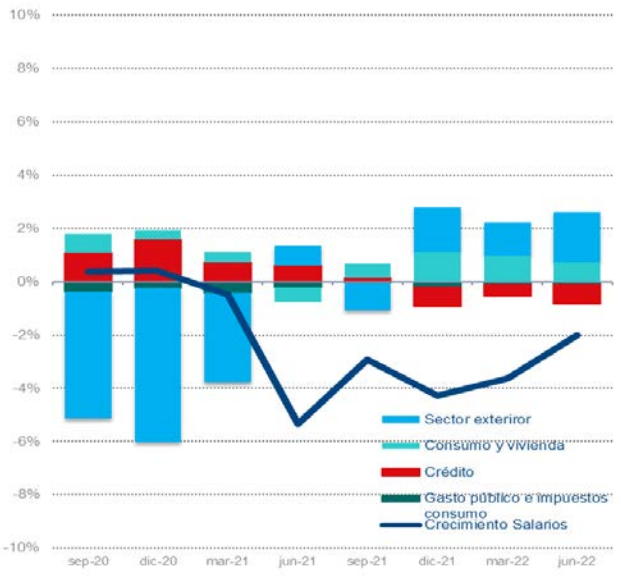
equitativo del esfuerzo entre trabajadores y empresas (en el sentido de que la dinámica de los markups no supondría un factor dominante de reducción de los salarios reales). Sin embargo, no hay que despreciar los riesgos de romper este equilibrio en distintas direcciones. Una **probable situación a evitar** es generar entornos de negociación entre los agentes sociales que den lugar a situaciones en las **que las contribuciones de los shocks a los márgenes salariales sobre el salario real sean positivas y que, junto con la evolución de los márgenes empresariales, ambos factores contribuyan positivamente al crecimiento de los precios**. En este contexto, el aumento de las cotizaciones sociales y de la cuña fiscal, y la reducción de la jornada de trabajo, de las que hemos tenido noticias en los últimos días, podrían desencadenar una situación negativa como la descrita.

Gráfico 17. **TASA DE CRECIMIENTO INTERANUAL DEL SALARIO REAL Y CONTRIBUCIONES DE LAS PERTURBACIONES DE OFERTA, 3T2020-2T2022**



Desviaciones respecto al promedio muestral.
Fuente: Elaboración propia

Gráfico 18. **TASA DE CRECIMIENTO INTERANUAL DEL SALARIO REAL Y CONTRIBUCIONES DE LAS PERTURBACIONES DE DEMANDA, 3T2020-2T2022**



Desviaciones respecto al promedio muestral.
Fuente: Elaboración propia

El **Gráfico 18** representa los shocks desagregados a los salarios por el lado de la demanda. Aunque las pautas no son tan nítidas como con las perturbaciones de oferta, sí se detecta un cambio de signo en algunas perturbaciones. Así, en el periodo pre-inflacionario (anterior al segundo trimestre de 2021), y de modo ininterrumpido, el sector exterior era, con diferencia, el factor que más contribuía a una reducción de los salarios reales (debido al comportamiento de los shocks a las exportaciones, ligados a la contracción de los servicios turísticos). **A partir del segundo trimestre de 2021, la contribución promedio del sector exterior pasa a ser positiva (1,9% en 2T2022) al revertirse la contribución negativa de las exportaciones**. Por el contrario, el **crédito**, que desde el principio de la pandemia ha tenido una contribución positiva sobre el crecimiento de los salarios, ha pasado a tener peso negativo pero moderado (**-0,7%** en 2T2022) en el segundo trimestre de 2022. Las perturbaciones al consumo y la vivienda han sujetado, de modo casi continuo para el periodo considerado, el crecimiento de los salarios.

5. La economía española en el contexto internacional

Siguiendo con el ejercicio iniciado en el pasado Observatorio sobre el Ciclo Económico en España (marzo de 2022), continuamos presentando indicadores de interés para ofrecer un contexto internacional a la evolución reciente de la economía española. Nuestra referencia de comparación, como ya explicamos, es un conjunto de países, con perfiles macroeconómicos e institucionales sólidos, que denotamos como UE8: Alemania, Francia, Países Bajos, Bélgica, Suecia, Austria, Dinamarca y Finlandia. En el pasado Observatorio presentamos los Indicadores de Equilibrios Macroeconómicos y de Precios y Tipos. En esta edición, actualizaremos este segundo Indicador (que incluye variables de más alta frecuencia), y mostraremos por primera vez el Indicador de Crecimiento y Prosperidad, que aparecerá en el Observatorio cada dos semestres, alternando con el de Equilibrios Macroeconómicos (el detalle de la descripción de las variables y las fuentes originales de los datos se presentan en el Anexo 2 al final del presente documento).

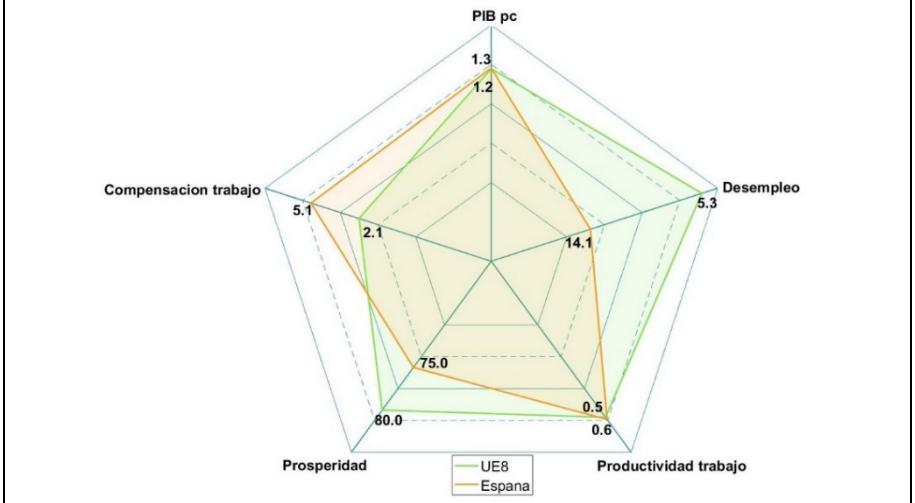
La comparación de la economía española se realiza respecto al promedio, ponderado por el tamaño relativo de cada economía de los países de la UE8, para los años 2019 (antes de la pandemia) y 2020 (recogiendo el impacto de la COVID-19). A estos dos periodos añadimos un periodo adicional: el año 2021 para el indicador de Crecimiento y Prosperidad (ya con la recuperación en marcha, pero sin considerar las singulares circunstancias acaecidas en los últimos meses), y los últimos datos disponibles para el indicador de Precios y Tipos para las variables que integra (datos de 2022).

Para una mejor visión general de la evolución, absoluta y relativa, de la economía española empleamos una aproximación gráfica. En cada Indicador, las cinco variables correspondientes aparecen situadas en los radios del pentágono. En cada caso, valores más exteriores implican mejores resultados, al contrario que los valores más cercanos al origen, de manera que áreas mayores suponen una situación más favorable para la zona económica considerada. Para facilitar la comparación temporal, los valores extremos de cada radio se mantienen constantes. De esta forma, no solo se puede comparar España con la UE8 en cada momento del tiempo, sino la evolución absoluta de cada uno de los dos espacios económicos y la evolución relativa entre ellos.

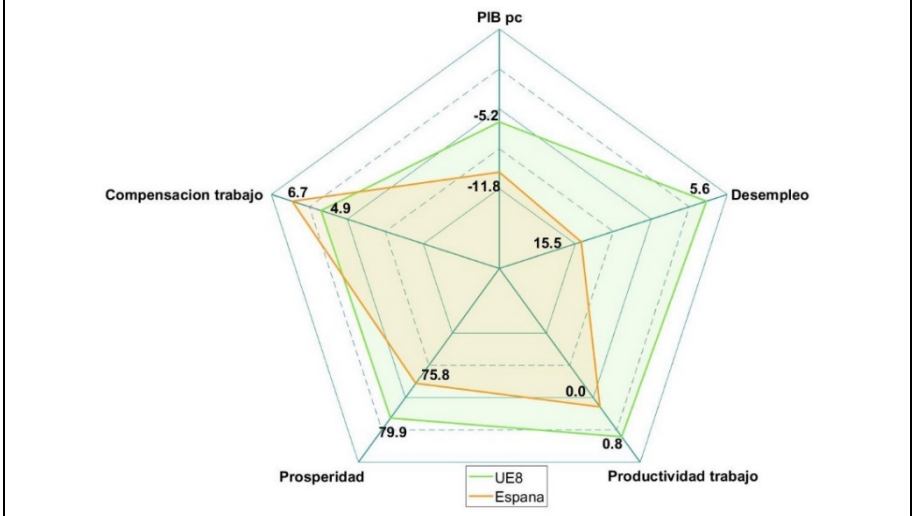
5.1 España y la UE-8

El **Gráficos 19** representa el Indicador de **Crecimiento y Prosperidad de España y la UE8**, para los años 2019, 2020 y 2021. Resulta fácilmente perceptible cómo **España exhibe resultados desfavorables** (área sombreada sensiblemente menor) derivados de dos de las variables consideradas: el nivel de prosperidad (definido a partir de los múltiples criterios introducidos en su Indicador por el Instituto Legatum) y, más inmediatamente observable, la tasa de desempleo. Esta imagen, por otra parte, se remonta a décadas atrás.

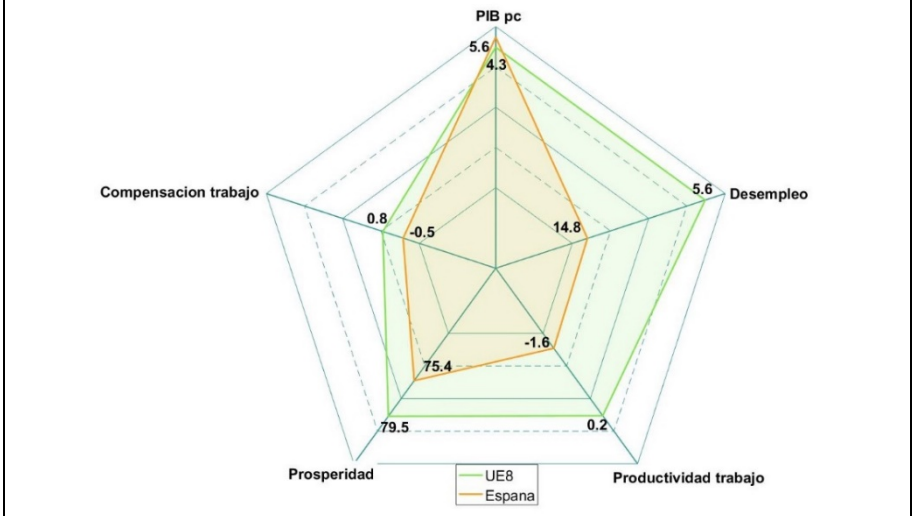
Gráfico 19. **INDICADOR DE CRECIMIENTO Y PROSPERIDAD: ESP-UE8**



Año 2019



Año 2020



Año 2021

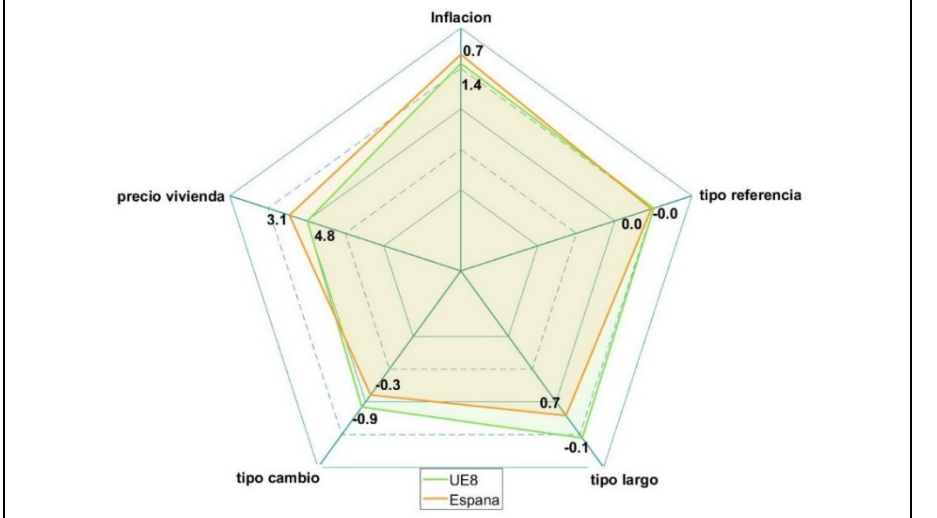
No obstante, un apunte favorable respecto a la tasa de desempleo, que no por conocido debe omitirse**: por vez primera en más de cuatro décadas, una severa (aunque breve) crisis no redundó en una devastación del empleo**. Un incremento del desempleo de solo punto y medio en el año 2020, aunque mayor que las cuatro décimas de aumento en la UE-8, demuestra que los esquemas de protección del empleo durante la pandemia permitieron una respuesta del mercado laboral sensiblemente mejor que en cualquiera de las crisis anteriores. Dicho esto, la tasa de paro española estaba nueve puntos por encima de la UE-8 en 2021 y alrededor de siete puntos en la actualidad, lo que ronda los mínimos históricos desde la creación de la Eurozona.

Los resultados de productividad y compensación por empleado son notablemente fluctuantes en los tres años, pero pueden extraerse dos conclusiones nítidas. Primero, los **avances de la productividad son escasos**, y lo son para ambas economías (España y UE-8). La pandemia no alteró una trayectoria decepcionante desde hace mucho tiempo. Segundo, la comparación de ambas variables en cada uno de los tres años revela que **la relación entre productividad y compensación del trabajo ha sido ligeramente desfavorable en España** en comparación a la UE-8, aumentando el coste laboral unitario relativo español. Esta evolución reciente rompe con una tendencia, opuesta, que se había prolongado (en promedio) desde el inicio de la Gran Recesión (2008) hasta 2018.

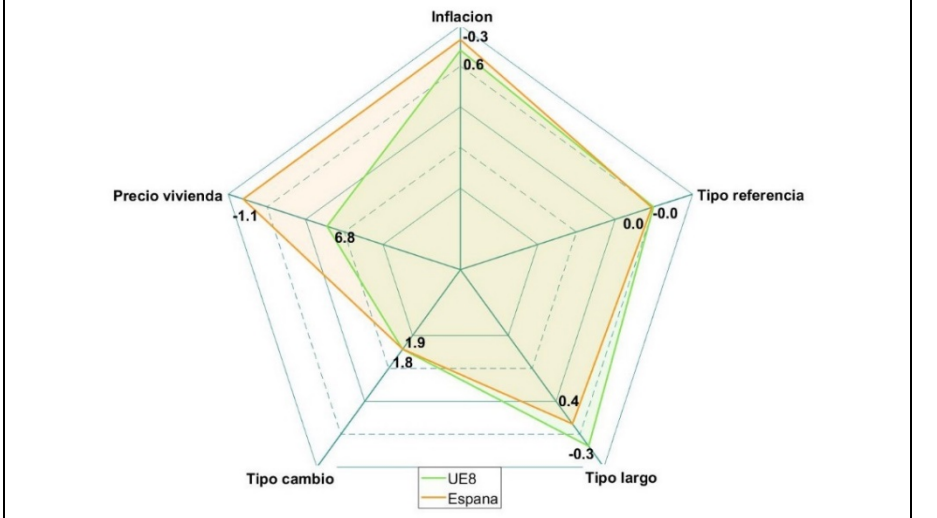
Por último, la evolución del crecimiento del PIB per cápita muestra cómo el desplome de la economía española en 2020, que duplicó el sufrido por la UE-8, se compensó solo de manera parcial en **2021** (de hecho, tampoco se habrá completado la recuperación del nivel previo a la pandemia al final de 2022) y **apenas se redujo esa brecha adicional abierta respecto a la UE-8**.

El **Gráficos 20** muestra el **Indicador de Precios y Tipos.** En este Indicador los cambios acaecidos desde el pasado Observatorio son muy perceptibles. Primero, observamos una aceleración del crecimiento de los precios, cuya tasa interanual se ha más que triplicado entre febrero y septiembre. Aunque el resultado para España de este último dato es algo más favorable que el de sus socios, cuando consideramos el **promedio** de los meses transcurridos de **2022**, **la inflación española** (**9,5**) **excede en punto y medio la de la UE-8**. En segundo lugar, el radio de los tipos de interés de referencia de los Bancos Centrales revela el abandono de los tipos cero en la Eurozona y Suecia, así como del tipo negativo en Dinamarca, hasta los niveles actuales del 1,25%, 1,75% y 0,8%, respectivamente. Tercero, e introduciendo un diferencial que podría llegar a ser preocupante para España, **los tipos de interés a largo plazo se han movido considerablemente al alza desde el anterior Observatorio**. En el mes de septiembre, el promedio para España (recordemos que la referencia es el tipo de interés de la deuda pública a diez años) alcanzó el 2,95%, frente al 2,17% de la UE-8. Aunque el incremento ha afectado a todos los países, **el aumento del diferencial respecto a marzo ha sido de 25 puntos básicos** (desde 53 a esos 78 actuales). Probablemente, pueda atribuirse al anuncio del nuevo *Transmission Protection Mechanism* del Banco Central Europeo que lo que se anticipaba como una brecha importante en el aumento de los costes de la financiación (pública, con el efecto de arrastre sobre la privada) dentro de la Eurozona, se haya quedado en una brecha mucho menor. Aun así, hay una correlación positiva significativa entre los niveles de deuda pública y el aumento de su coste en los países de la Eurozona.

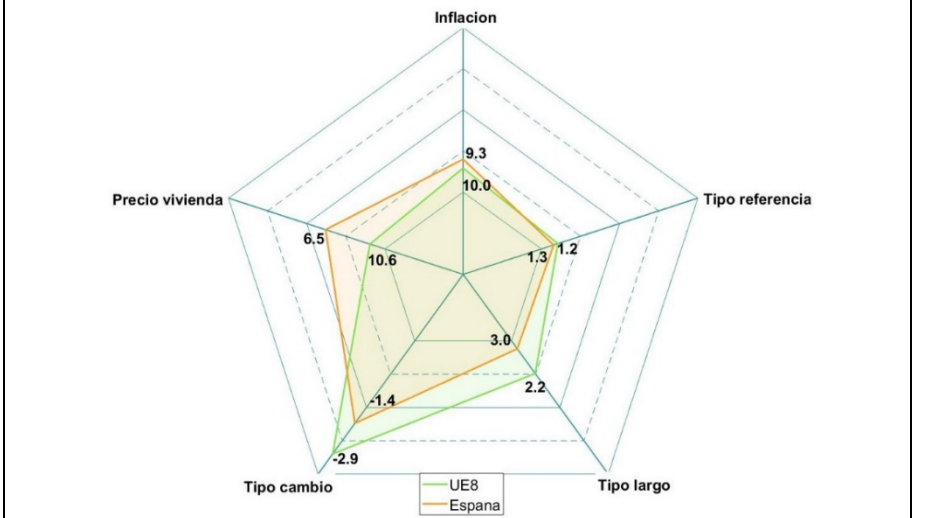
Gráfico 20. **INDICADOR DE PRECIOS Y TIPOS: ESP-UE8**



Año 2019



Año 2020



Año 2022

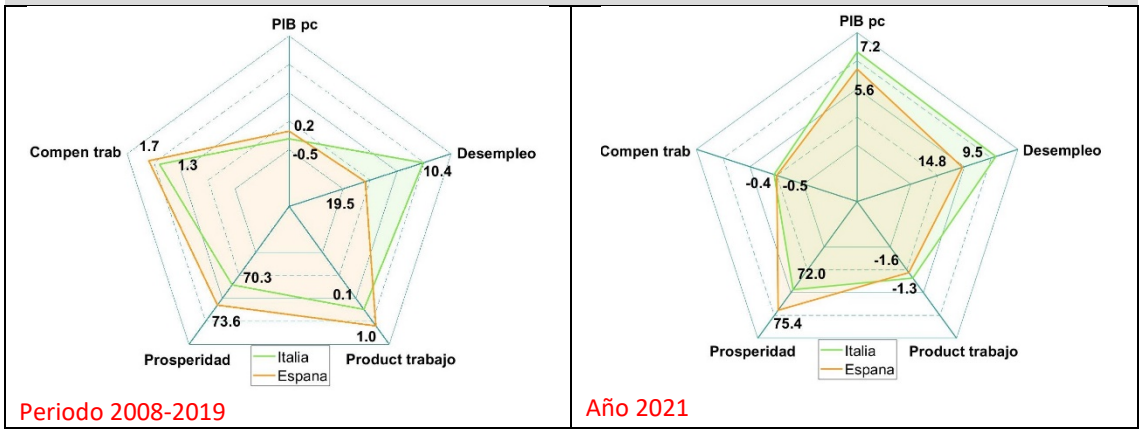
Respecto a la evolución de los tipos de cambio efectivos, los últimos datos muestran la conocida depreciación del euro (muy limitada respecto al conjunto de socios comerciales, frente a la habitualmente más comentada y acusada respecto al dólar estadounidense). **La depreciación para el caso español resulta la mitad que la de la UE-8**, lo que denota una cesta de socios comerciales para España con monedas (en promedio y ponderando) más débiles que las de los socios del conjunto de la UE-8. En cuanto a la evolución del **precio de la vivienda**, los últimos datos oficiales cerrados para el primer trimestre de 2022 muestran una **aceleración apreciable en España, pero con cifras todavía alejadas de los dos dígitos** a los que, en términos interanuales, se elevaba ese precio **en la UE-8**. Ciertamente, debería esperarse una notable ralentización de ese crecimiento a medida que el endurecimiento monetario se traslade al coste de las hipotecas a tipo variable.

5.2 España e Italia

Partiendo del desarrollo de los Indicadores presentados, incorporamos por vez primera una comparación directa entre dos economías. En este Observatorio nos centramos en las dos principales economías del sur de la Eurozona: España e Italia. En este caso, analizaremos primero cómo se comportaron las variables seleccionadas entre la Gran Recesión y el inicio de la pandemia (promedios del periodo 2008-2019), y a continuación los datos correspondientes al período de cierre de nuestro análisis (2021 para los Indicadores de Crecimiento y Desequilibrios Macroeconómicos, y el último valor mensual o trimestral para el Indicador de Precios y Tipos).

El **Gráfico 21** representa el Indicador de Crecimiento y Prosperidad. El elemento distintivo entre las dos economías en este primer indicador es la tasa de desempleo, mucho más elevado en España, aunque la diferencia de nueve puntos en la década previa a la pandemia se había reducido a la mitad en 2021, ante las **dificultades de la economía italiana para generar empleo**. De hecho, con la productividad estancada, sobresale el descenso del PIB per cápita italiano entre 2008 y 2019, aunque el virtual estancamiento del español no es mucho más favorable. Por otra parte, de la comparación entre los (muy limitados) **aumentos de la productividad y la compensación del trabajo, se observa una evolución levemente más favorable para España**, que se mantuvo (aunque con descensos en ambos indicadores) en 2021. **En el indicador de Prosperidad, la comparación seguía siendo favorable para España en 3,4 puntos en 2021**.

Gráfico 21. **INDICADOR DE CRECIMIENTO Y PROSPERIDAD: ITA-ESP**



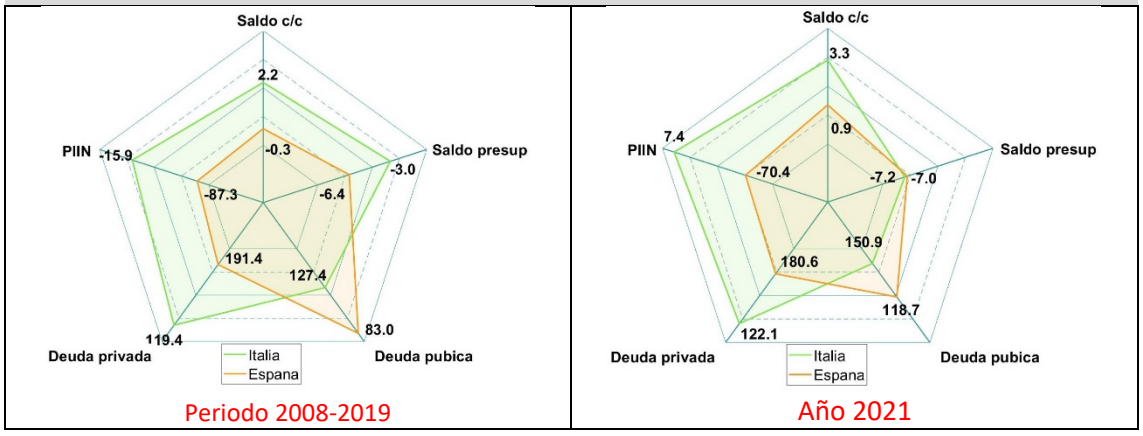
Fuente: Elaboración propia

En el **Gráfico 22** se representa el Indicador de Equilibrios Macroeconómicos. Una primera gran diferencia entre ambas economías en la muy **distinta configuración de la deuda acumulada** en cada una de ellas (que es mayor, una vez agregada, para España), aunque la brecha en cada sentido se ha reducido en los últimos años. Así, **el componente público de la deuda italiana es mucho mayor**, pero el deterioro entre el promedio 2008-2019 y el último dato de 2021 es considerablemente superior en España (35 puntos respecto al PIB frente a 23). Por el contrario, **la deuda privada española se ha mantenido por encima de la italiana, pero con una tendencia a la baja que no se percibe en Italia**.

La **posición internacional de inversión neta de Italia se ha mantenido cercana al equilibrio**, y más recientemente ha sido positiva, **frente a la fuertemente negativa que arrastra desde hace ya años la economía española**, siendo en la actualidad la tercera (como porcentaje del PIB) más deficitaria entre todos los países occidentales (tras Grecia y Portugal).

El saldo presupuestario de ambos países mantiene de forma ininterrumpida desde la Gran Recesión los números rojos, evidentemente acentuados a raíz de los soportes articulados en respuesta a la COVID-19. No obstante, es reseñable que Italia, entre 2008 y 2021, ha presentado superávit primario en diez de los años (todos excepto los centrales de las dos crisis), circunstancia que no se ha producido en todo este período para la economía española. Obviamente, ello implica que **el déficit italiano aparece ligado al elevado coste de una excesiva y persistente deuda pública**. Por otra parte, **España consiguió transformar los significativos déficits por cuenta corriente de los primeros años del período en posiciones superavitarias similares a las alcanzadas por Italia**, aunque el saldo promedio es superior en el segundo caso.

Gráfico 21. **INDICADOR DE EQUILIBRIOS MACROECONÓMICOS: ITA-ESP**



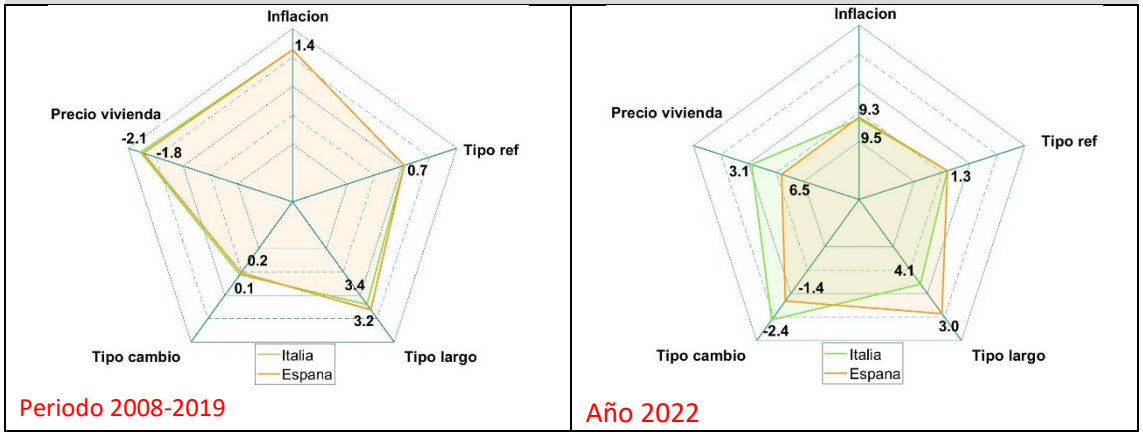
Fuente: Elaboración propia

El Indicador de Precios y Tipos se muestra en el **Gráfico 23**. Los resultados revelados por este indicador, a lo largo de todo el período prepandemia, son muy similares, incluyendo el declive de los precios de la vivienda, en contraste con su crecimiento en la mayor parte de Europa. Sin embargo, en el año 2022, pero en los meses

previos a la actual escalada de los tipos de interés hipotecarios, los precios se habían mostrado más dinámicos en España, aunque siempre lejos de los socios del centro y el norte del continente.

Dentro de la similitud general en la evolución reciente de inflación, tipos de interés de referencia y tipos de cambio, se observa, sin embargo, una diferencia sensible en el incremento de los tipos de interés a largo plazo, recogido en nuestro Indicador a través del coste de la deuda pública. Así, **Italia debe afrontar un aumento mucho mayor que España (con una brecha de 120 puntos básicos en la media del mes de septiembre)**, en principio atribuible a la diferencia de más de 30 puntos porcentuales sobre el PIB entre los respectivos niveles de esa deuda pública. En qué medida tras ese diferencial (que era la mitad a finales de 2021) se encuentre la inquietud por el final del Gobierno Draghi, es una cuestión abierta, aunque probablemente no irrelevante.

Gráfico 23. **INDICADOR DE PRECIOS Y TIPOS: ITA-ESP**



Fuente: Elaboración propia

Anexo 1

Perturbaciones de oferta

1. Perturbación tecnológica debido a perturbaciones que afectan a la productividad total de los factores.
2. Perturbación sobre los márgenes salariales por perturbaciones que afectan el poder de mercado de los trabajadores.
3. Perturbación sobre los márgenes de precios por perturbaciones en el poder de mercado de los productores de bienes.
4. Perturbación sobre el margen de la banca en la fijación de los tipos de interés de préstamos a empresas.
5. Perturbación sobre el margen de la banca en fijación de los tipos de interés de préstamos a hogares.
6. Perturbación sobre el margen de la banca en la fijación de los tipos de interés de los depósitos de los hogares.
7. Perturbación sobre la eficiencia en que los nuevos bienes de inversión son transformados en capital residencial.
8. Perturbación sobre el capital bancario (en la transformación del beneficio a capital financiero en el sector bancario).
9. Perturbación sobre el tipo impositivo efectivo que grava al factor trabajo.
10. Perturbación sobre el tipo impositivo efectivo que grava al factor capital.

Perturbaciones de demanda

11. Perturbación al precio de la vivienda, que tienen su origen en perturbaciones relacionadas con la demanda de vivienda.
12. Perturbación a la demanda de bienes de consumo, originado por cambios en las expectativas sobre la situación económica o en la tasa de descuento temporal de los hogares.
13. Perturbación al gasto público debido a cambios en las decisiones presupuestarias del gobierno.
14. Perturbación a la inversión pública debido a cambios en las decisiones presupuestarias del gobierno.
15. Perturbación de política monetaria, debido a perturbaciones que afectan al tipo de interés de referencia fijado por el BCE (política monetaria convencional).
16. Perturbación a las importaciones, debido a perturbaciones que afectan a la elasticidad de la demanda de importaciones al tipo de cambio real y a la renta doméstica.
17. Perturbación a las exportaciones, debido a perturbaciones que afectan a la elasticidad de las exportaciones al tipo de cambio real y a la renta del resto del mundo.
18. Perturbación a la prima de riesgo, originado por perturbaciones que afectan al modo en el que el tipo de interés de mercado sufre variaciones debido al comportamiento de la deuda exterior neta.
19. Perturbación sobre el tipo impositivo efectivo que grava el consumo.

Perturbaciones de crédito

20. Perturbación al crédito a las empresas, reflejado en el modelo por perturbaciones a la relación préstamo-valor del colateral de las empresas.

21. Perturbación al crédito a los hogares, reflejado en el modelo por perturbaciones a la relación préstamo-valor del colateral de los hogares.

Anexo 2

1. Economías integrantes de la UE-8 y ponderaciones (según PIB a PPA)

Economía	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Alemania	40,6	40,0	40,5	40,9	40,9	40,8	41,5	41,4	41,7	41,9	41,7	41,4	41,8	41,4
Austria	4,5	4,5	4,5	4,5	4,6	4,6	4,5	4,6	4,6	4,6	4,6	4,6	4,6	4,5
Bélgica	5,3	5,5	5,5	5,4	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5
Dinamarca	3,1	3,0	3,0	3,0	2,9	3,0	2,9	3,0	3,0	3,0	3,1	3,1	3,2	3,2
Finlandia	2,8	2,6	2,6	2,6	2,6	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,6	2,5
Francia	29,3	29,8	29,5	29,3	29,0	29,3	29,0	28,9	28,7	28,5	28,6	28,6	27,9	28,4
Países Bajos	9,5	9,6	9,4	9,3	9,3	9,3	9,1	9,1	8,9	9,0	9,1	9,1	9,3	9,2
Suecia	4,9	4,9	5,0	5,0	5,1	5,0	5,0	5,1	5,0	5,0	5,1	5,1	5,2	5,2

2. Indicadores y Variables

Indicador / Variable	Descripción	Fuentes originales
Indicador FRDP de Crecimiento y Prosperidad		
Producto Interior Bruto real per cápita	Tasa de variación anual del producto interior bruto real por habitante	PIB real & Población – FMI
Tasa de desempleo	Porcentaje desempleado de la población activa	Eurostat
Compensación del Trabajo	Tasa de variación anual de la compensación de los empleados por hora trabajada	Eurostat
Productividad del Trabajo (por hora trabajada)	Tasa de variación anual de la Productividad por hora a precios constantes	Eurostat
Prosperidad	Índice de Prosperidad (índice sobre 100, con valores más elevados implicando mayor prosperidad)	Instituto Legatum
Indicador FRDP de Equilibrios Macroeconómicos		
Saldo por cuenta corriente	Saldo de la balanza por cuenta corriente (% del PIB)	FMI Eurostat
Saldo presupuestario	Saldo presupuestario del conjunto de las AA.PP. (% del PIB)	FMI Eurostat
Deuda pública	Deuda pública bruta (% del PIB)	FMI Eurostat
Deuda privada	Deuda privada total (préstamos e instrumentos de deuda; % del PIB)	FMI Eurostat

Posición Internacional de Inversión Neta	*Posición Internacional de Inversión Neta (% del PIB)*	FMI Eurostat
Indicador FRDP de Precios y Tipos		
Inflación (bienes y servicios)	Variación interanual del Índice Armonizado de Precios al Consumo	Eurostat
Tipo de interés de referencia	Tipo de operaciones principales de financiación (Banco Central Europeo); Tipo repo (Sveriges Riskbank-Suecia); Tipo certificado de depósitos (Dansmark Nationalbnak -Dinamarca)	BIS
Tipo de interés a largo plazo	Tipo de interés de los bonos soberanos a 10 años	OCDE; Eurostat
Estabilidad cambiaria	Variabilidad interanual del tipo de cambio efectivo nominal (valores positivos implican apreciación)	BIS
Precio de la vivienda	Variación interanual del precio de la vivienda	Reserva Federal de Dallas; Reserva Federal de St. Louis

Bibliografía

Albonico, A., Calès, L., Cardani, R., Croitorov, O., Ferroni, F., Giovannini, M., ... y Ratto, M. (2017): "The Global Multi-Country Model (GM): An Estimated DSGE Model for the Euro Area Countries (No. 2017-10)." Joint Research Centre, European Commission. https://goo.gl/fGNhbU

Almunia, M., P. Antràs, D- López Rodríguez y E. Morales (2019): "Export booms in sluggish economies: The (missing) venting-out mechanism". VoxEU. https://goo.gl/ypJkue

Barnichon, R y A. H. Shapiro (2022): "What's the Best Measure of Economic Slack?" FRBSF Economic Letter 2022-04. http://t.ly/0BEt

Bauer, A., Halton, N. y Rubio-Ramírez, J. (2005): "Smoothing the Shocks of a Dynamic Stochastic General Equilibrium Model". *Economic Review*. Federal Reserve Bank of Atlanta.

BBVA Reseach (2020): "(Im)productividad: ¿la enfermedad española?" https://bit.ly/3vFU8QZ

BBVA Research (2021a): "Situación España. Segundo trimestre 2021". https://bit.ly/3aHrAxp

BBVA Research (2021b): "Situación España. Cuarto trimestre 2021". https://bit.ly/3C40s79

Boscá, J.E., R. Doménech, J. Ferri y J.R. García (2017): "Shifts in the Beveridge curve in Spain and their macroeconomic effects ." *Revista de Economía Aplicada*, 75(25), 5-27.

Boscá, J. E., Doménech R., Ferri J., Méndez, R. y Rubio-Ramírez, J. (2020a): ""Financial and Fiscal Shocks in the Great Recession and Recovery of the Spanish Economy." *European Economic Review* (en prensa).

Boscá, J.E., R. Doménech, J. Ferri y C. Ulloa (2020b): "Ciclo Económico en España y Equilibrio General: de la Gran Recesión a la Gran Pandemia." *Papeles de Economía Española,* 165, 170-183.

Boscá, J.E., R. Doménech, J. Ferri, J.R. Garcia y C. Ulloa (2020c): "La situación cíclica de la economía española en 2020". https://bit.ly/2QCzNvA

Boscá, J.E., R. Doménech, J. Ferri, J.R. Garcia y C. Ulloa (2020d): ""The stabilizing effects of economic policies in Spain in times of COVID-19," *Applied Economic Analysis*, 29(85), 4-20.

Boscá, J.E., R. Doménech, J. Ferri, J.R. Garcia y C. Ulloa (2021): "La situación cíclica de la economía española un año después del inicio de la crisis COVID-19", shorturl.at/gFPQV

Boscá, J.E., R. Doménech, J. Ferri y J. Varela, J. (2011): *The Spanish Economy: A General Equilibrium Perspective*. Palgrave MacMillan.

Brinca, P, J B Duarte and M Faria-e-Castro (2020), "Measuring Sectoral Supply and Demand Shocks during COVID-19", *Covid Economics*, Issue 20, London: CEPR Press.

Diez, L S. Ramallo y C. Ulloa (2019): "Turismo exterior en España: pérdida de tracción a la espera de mejoras en competitividad." Observatorio Económico. https://goo.gl/Wc2J4D

Doménech, R., García, J.R. and Ulloa, C. (2018), "The effects of wage flexibility on activity and employment in Spain", *Journal of Policy Modeling*, Vol. 40 No. 6, pp. 1200-1220.

Justiniano, A. Primiceri, G. y Tambalotti, A. (2010): "Investment Shocks and Business Cycles", *Journal of Monetary Economics*, 57, 132-145.

Kollmann, R, B. Pataracchia, R. Raciborski, M Ratto, W. Röger y L. Vogel, L. (2016), "The Post-Crisis Slump in the Euro Area and the US: Evidence from an Estimated Three-Region DSGE Model", *European Economic Review* 88, 21-41.

Veiga, R. (2021) "España ante el reto de los fondos NGEU: ¿último tren para la I+D?" Observatorio Económico. https://bit.ly/3dyXJZH

AVISO LEGAL

El presente documento no constituye una "Recomendación de Inversión" según lo definido en el artículo 3.1 (34) y (35) del Reglamento (UE) 596/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo sobre abuso de mercado ("MAR"). En particular, el presente documento no constituye un "Informe de Inversiones" ni una "Comunicación Publicitaria" a los efectos del artículo 36 del Reglamento Delegado (UE) 2017/565 de la Comisión de 25 de abril de 2016 por el que se completa la Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo en lo relativo a los requisitos organizativos y las condiciones de funcionamiento de las empresas de servicios de inversión ("MiFID II").

Los lectores deben ser conscientes de que en ningún caso deben tomar este documento como base para tomar sus decisiones de inversión y que las personas o entidades que potencialmente les puedan ofrecer productos de inversión serán las obligadas legalmente a proporcionarles toda la información que necesiten para esta toma de decisión.

El presente documento, elaborado por el Departamento de BBVA Research, tiene carácter divulgativo y contiene datos u opiniones referidas a la fecha del mismo, de elaboración propia o procedentes o basadas en fuentes que consideramos fiables, sin que hayan sido objeto de verificación independiente por BBVA. BBVA, por tanto, no ofrece garantía, expresa o implícita, en cuanto a su precisión, integridad o corrección.

El contenido de este documento está sujeto a cambios sin previo aviso en función, por ejemplo, del contexto económico o las fluctuaciones del mercado. BBVA no asume compromiso alguno de actualizar dicho contenido o comunicar esos cambios.

BBVA no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida, directa o indirecta, que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido.

Ni el presente documento, ni su contenido, constituyen una oferta, invitación o solicitud para adquirir, desinvertir u obtener interés alguno en activos o instrumentos financieros, ni pueden servir de base para ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo.

El contenido del presente documento está protegido por la legislación de propiedad intelectual. Queda expresamente prohibida su reproducción, transformación, distribución, comunicación pública, puesta a disposición, extracción, reutilización, reenvío o la utilización de cualquier naturaleza, por cualquier medio o procedimiento, salvo en los casos en que esté legalmente permitido o sea autorizado expresamente por BBVA.