Estudios sobre la Economía Española - 2021/16

OBSERVATORIO SOBRE EL CICLO ECONÓMICO EN ESPAÑA

La situación cíclica de la economía española un año después del inicio de la crisis COVID-19

José E. Boscá / Rafael Doménech / Javier Ferri / Camilo Ulloa

abril 2021

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 situación cíclica de la economía española un año después del inicio de la crisis COVID-19

José E. Boscá / Rafael Doménech / Javier Ferri / Camilo Ulloa

28 de abril de 2021

- En este Observatorio se evalúan los **factores que explican el comportamiento cíclico de la economía española durante 2020 y el primer trimestre de 2021**. Para ello, se utilizan los datos observados hasta 4T2020 y las estimaciones en tiempo real para 1T2021 de BBVA Research (2021), exógenas al modelo. En concreto, se estiman las principales perturbaciones estructurales que explican el crecimiento del PIB, el consumo y la inversión por persona en edad de trabajar (PET) durante 2019, 2020 y 1T2021.
- **La caída en el PIB por población en edad de trabajar** como consecuencia del COVID-19 **no tuvo parangón histórico**. Entre el último trimestre de 2019 y el segundo de 2020, la contracción del mismo alcanzó el 25,5%. La fuerte recuperación de la economía española en el tercer trimestre del año, junto a la estabilidad del último trimestre, ha permitido que la caída entre el último trimestre de 2019 y el último de 2020 sea únicamente de 9,9 puntos. Sin embargo, de acuerdo con las estimaciones, **el PIB por población en edad de trabajar en el primer trimestre de 2021 habría vuelto a contraerse**, situándose aproximadamente un 10,9% por debajo del de finales de 2019 (8,4% en el caso del PIB).
- **Durante los dos primeros trimestres de la crisis de la COVID-19**, es decir, en la parte más dura del confinamiento, **los factores de oferta explicaron un 53% de la caída del PIB por PET, mientras que los de demanda representaron el 47% restante**. Sin embargo, las caídas interanuales del PIB por PET de la **segunda mitad de 2020 vienen explicadas principalmente por factores de oferta (un 86%), dejando muy poco espacio (sólo un 14%) a los factores de demanda**. Son los factores de oferta los que en su totalidad están detrás de la contracción prevista en el primer trimestre de 2021, ya que de los factores de demanda se espera una contribución positiva cercana a los 2 puntos.
- Entre los factores de oferta, **es la productividad total de los factores (PTF) la que explica en mayor medida la caída de la producción** (con una contribución media de 6,6 puntos durante 2020 y una contribución también negativa de 3 puntos esperada para el inicio de 2021).
- A partir del segundo trimestre de 2020 y hasta el primer trimestre de 2021, **la contribución negativa al crecimiento de las perturbaciones asociadas a los márgenes salariales ha ido incrementándose paulatinamente**. En promedio del año, **2,3 puntos de caída del PIB por PET son atribuibles a los márgenes salariales.** En el **primer trimestre de 2021, los márgenes salariales podrían haber reducido el crecimiento en 4,0 puntos porcentuales (pp).**
- **Las perturbaciones sobre los tipos impositivos efectivos sobre capital y trabajo también están contribuyendo a explicar las caídas del PIB**, ya que en el conjunto de 2020 han detraído, en promedio, 0,5 pp de crecimiento.
- Entre las perturbaciones al crédito y a la demanda agregada cabe destacar **la aportación positiva del crédito durante 2020, contribuyendo con 0,8 pp al crecimiento** y con expectativas de que haya seguido aportando otros 0,4 pp en el primer trimestre de 2021. Por otra parte, **las perturbaciones que captan el impulso de la demanda agregada del sector público (consumo e inversión públicas e imposición**

indirecta) también han mostrado una aportación positiva al crecimiento en 2020 que ha alcanzado 0,3 puntos en promedio. No obstante, esa aportación positiva parece estar diluyéndose en el inicio de 2021.

- En el **lado negativo de la balanza tenemos las perturbaciones que han afectado de forma idiosincrática al consumo privado** (asociadas a las restricciones para consumir y el efecto del aumento de la incertidumbre sobre el nivel y la composición del gasto) **y las que afectan al comercio exterior**, que son las responsables últimas de la aportación negativa de los factores de demanda durante el conjunto del año 2020. No obstante, **las perturbaciones negativas de consumo privado han ido reduciéndose desde el segundo trimestre de 2020, para ser casi nulas a finales de año, y tornarse en claramente positivas en el primer trimestre de 2021**. Esta evolución apunta a la existencia de fenómenos de consumo embalsado y ahorro forzoso por parte de los hogares cuya restricción tiende a ir relajándose.
- Por último, **los factores de oferta (fundamentalmente, la PTF y los márgenes) han sido los responsables principales de las contracción de la inversión privada no residencial en 2020**, que, sin embargo, han empezado contribuir de manera positiva en el primer trimestre de 2021. Una parte del ahorro forzoso de los hogares se ha materializado en inversión en maquinaria y bienes de equipo que, junto con el impulso crediticio, ha impedido una caída superior de la inversión.

1. Introducción

Este Observatorio presenta una nueva actualización del análisis de los determinantes del ciclo económico en España, estimando el modelo estocástico de equilibrio general dinámico EREMS2 con los últimos datos disponibles hasta el último trimestre de 2020 (véase Boscá et al. 2020a). La descomposición histórica de las principales variables económicas, en términos de las contribuciones de las perturbaciones estructurales presentes en el modelo, se prolonga al primer trimestre de 2021. Para ello, se extienden las variables observadas utilizando las **últimas previsiones económicas disponibles de BBVA Research** (2021). De esta forma, es posible **analizar, caracterizar y evaluar preliminarmente los efectos del primer año de la crisis de la COVID-19.**

Este modelo permite descomponer 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 y otras perturbaciones macroeconómicas, 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.

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 y sus contribuciones al comportamiento de los principales agregados económicos a lo largo del tiempo. Empleando la última información disponible hasta el cuarto trimestre de 2020 y condicionando a previsiones sobre un conjunto de variables macroeconómicas para el primer trimestre de 2021, el ejercicio que se realiza en este Observatorio permite identificar el origen de las perturbaciones y la intensidad y persistencia con la que afectan a los principales agregados, proporcionando resultados útiles con los que entender mejor las causas que subyacían a la posición cíclica de la economía española previa a la crisis de la COVID-19, y cómo con la pandemia se han modificado las mismas. En definitiva, este tipo de análisis ofrece información valiosa para la actuación de la política económica, pues la respuesta óptima a la crisis no puede ser independiente de la naturaleza de las perturbaciones que nos afectan.

Como han apuntado Boscá, et al. (2020b y 2020c), **la crisis del COVID-19 impactó a la economía española cuando mostraba menos desequilibrios del sector privado que en la Gran Recesión**, una mayor competitividad exterior y un superávit de la balanza por cuenta corriente. Sin embargo, se contaba con un margen fiscal sensiblemente menor y una mayor tasa de desempleo. A esto se une que los tipos de interés del BCE siguen cerca de su mínimo, y los de depósitos en negativo. Además, la compra de activos de los últimos años, unida al esfuerzo adicional realizado durante estos últimos trimestres han engrosado de forma significativa el balance del banco central, lo que, en definitiva, también supone que conforme avance la crisis actual cada vez va a quedar un menor margen para la política monetaria. En el lado positivo está la **expectativa de poder emplear en la segunda mitad de 2021 los fondos europeos Next Generation EU**, que suponen un hito importante en la dinámica de funcionamiento de la Unión Europea, y una oportunidad única para nuestro país.

En este Observatorio, ya contamos con datos de Contabilidad Nacional para el conjunto de 2020, y estimaciones para el primer trimestre de 2021 condicionadas a dicha información y a un amplio conjunto de indicadores en tiempo real de la economía española. Esto nos permite llevar a cabo una caracterización de las perturbaciones que han golpeado al crecimiento de la economía española durante el año de pandemia de una forma más precisa. Además, como es habitual, **dedicaremos la última sección del Observatorio a analizar dos aspectos llamativos que se han observado a lo largo de la crisis de la Covid-19. En concreto, se evalúa el comportamiento observado del consumo privado y de la inversión privada no residencial**. Por una parte, el ahorro forzoso provocado por las restricciones en el consumo de muchos bienes y servicios y, por otro, la menor magnitud de la caída de la inversión respecto a la caída del PIB, con respecto a fases decrecientes del ciclo en el pasado, son dos fenómenos interesantes a analizar, dada la importancia que pueden tener en el futuro próximo de recuperación de la economía española.

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

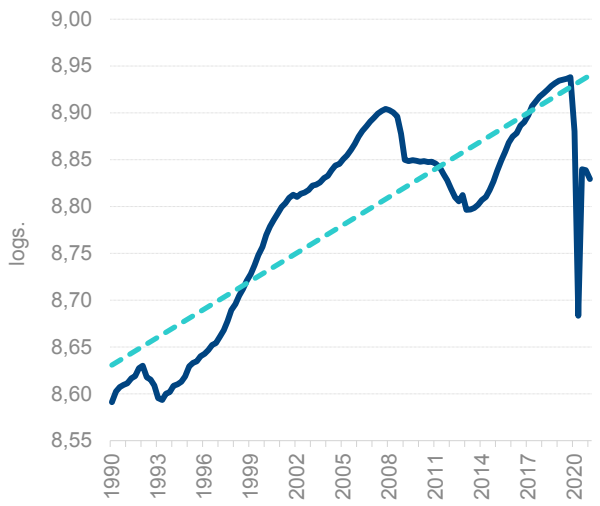
El **Gráfico 1** representa el PIB por población en edad de trabajar (en volumen) que, en comparación con el PIB agregado, es una variable más adecuada para medir la capacidad de una economía para generar renta y producción, y para realizar comparaciones internacionales del crecimiento económico. También se representa la tendencia lineal estimada desde el primer trimestre de 1990 hasta el primero de 2021. El gráfico muestra cómo la crisis de la COVID-19 truncó la fase de expansión y recuperación posterior a la Gran Recesión y a la crisis de deuda soberana de 2011 y 2012. A finales de 2019 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, y de que ésta no ha cambiado en el tiempo, a finales de 2019 la economía española habría estado ligeramente por encima (0,97 pp), de su senda de crecimiento tendencial y, por lo tanto, con una posición cíclica cercana a la neutralidad. En esa situación cíclica, con una tasa de paro del 13,8% CVEC (ligeramente por debajo de la tasa estructural), con un déficit público en 2019 de un 2,8% del PIB (fundamentalmente de naturaleza estructural) y con un saldo positivo de la balanza por cuenta corriente en 2019 de un 1,9% del PIB (también cerca de su componente estructural) la crisis de la COVID-19 empezó a golpear a la economía al cierre del primer trimestre de 2020.

La caída en el PIB por población en edad de trabajar, como se aprecia en el **Gráfico 1**, no tiene parangón histórico, al menos desde que se tienen registros de la Contabilidad Nacional Trimestral de España. Entre el último trimestre de 2019 y el segundo de 2020, la contracción del mismo alcanzó el 25,5%, lo que lo situó en niveles de la segunda mitad de 1997. No obstante, la fuerte recuperación de la economía española en el tercer trimestre del año, junto a la estabilidad del último trimestre, ha permitido que la caída entre el último trimestre de 2019 y el último de 2020 sea únicamente de 9,9 puntos. Desgraciadamente, según los indicadores disponibles -tanto

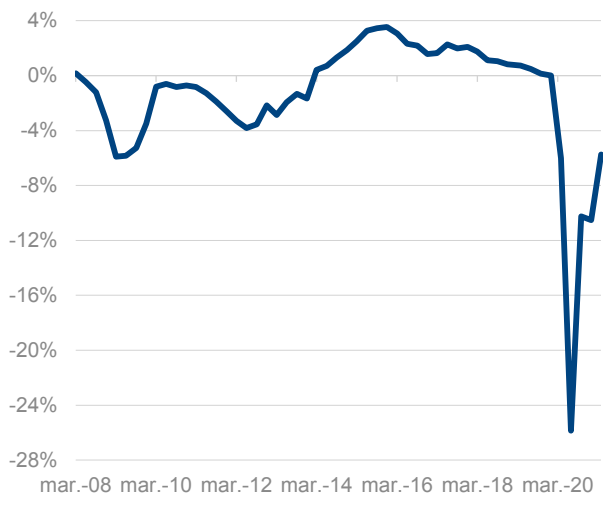
económicos como sanitarios-, el deterioro de la situación epidemiológica, no permite inferir unas condiciones halagüeñas para el primer trimestre del año 2021: el PIB por población en edad de trabajar en el primer trimestre de 2021 se habría quedado aproximadamente un 10,9% por debajo del de finales de 2019 e, incluso, un 5,1% por debajo del observado en el primer trimestre de 2020. El propio PIB se espera que sea 8,4 puntos inferior en el primer trimestre de 2021 al observado en el último de 2019.

Gráfico 1. **PIB POR PERSONA EN EDAD DE TRABAJAR, 1T1990-1T2021**



Fuente: Elaboración propia a partir de INE y previsiones de BBVA Research

Gráfico 2. **TASA DE CRECIMIENTO INTERANUAL DEL PIB POR PERSONA EN EDAD DE TRABAJAR, 4T1992-1T2021** (%)

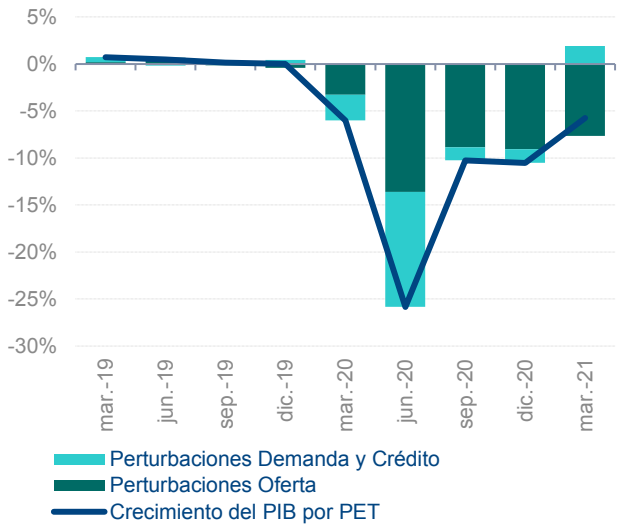


Desviaciones respecto al promedio muestral.
Fuente: Elaboración propia a partir de INE y previsiones de BBVA Research

En el **Gráfico 2** se representa la desviación de la tasa de crecimiento interanual del PIB por población en edad de trabajar respecto a su media muestral desde 1992. Tras desacelerarse y crecer en promedio un 1.2% por encima de su tendencia en 2018, este indicador prolongó su ralentización en 2019, hasta situarse en el último trimestre de ese año justo en su promedio histórico. Al igual que la evidencia presentada en el **Gráfico 1**, las caídas trimestrales en 2020 que se observan en el **Gráfico 2** no tienen precedentes en la Contabilidad Trimestral de España mostrando la crudeza y excepcionalidad de la crisis del coronavirus. Condicionado a las estimaciones de BBVA Research, en el primer trimestre de 2021 la tasa de crecimiento interanual del PIB por población en edad de trabajar se situará todavía un 5,7% por debajo de su promedio desde 1992.

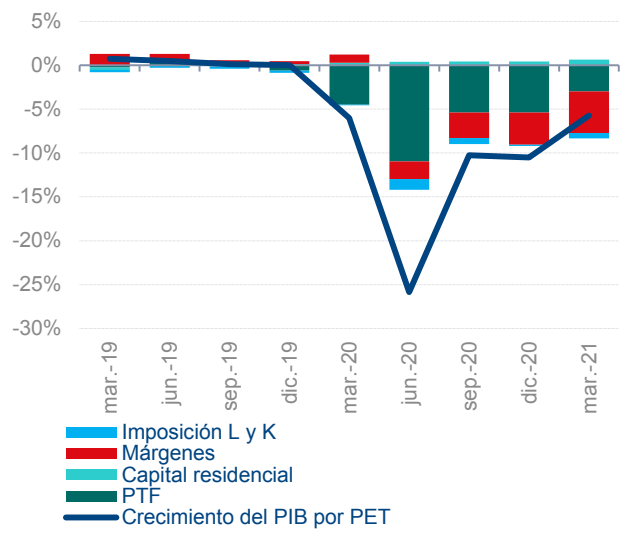
Los movimientos en las tasas de crecimiento interanuales de los nueve trimestres representados en los anteriores gráficos esconden cambios sustanciales en los **factores de oferta y demanda** que contribuyen a explicar su dinámica temporal. El **Gráfico 3** presenta la **contribución estimada de las perturbaciones agregadas de oferta, demanda y crédito a la tasa de crecimiento** del PIB por persona en edad de trabajar entre el primer trimestre de 2019 y el primero de 2021. Las barras por encima del eje horizontal indican contribuciones positivas al ciclo, 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.

Gráfico 3. **TASA DE CRECIMIENTO INTERANUAL DEL PIB POR PERSONA EN EDAD DE TRABAJAR Y CONTRIBUCIONES DE LAS PERTURBACIONES DE OFERTA, DEMANDA Y CRÉDITO, 2019-1T2021**



Desviaciones respecto al promedio muestral.
Fuente: Elaboración propia

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, 2019-1T2021**



Desviaciones respecto al promedio muestral.
Fuente: Elaboración propia

Las estimaciones indican que los **factores de oferta**, que habían apoyado la recuperación económica desde mediados de 2014, **fueron perdiendo peso** durante 2018 hasta acabar teniendo una **contribución negativa los dos últimos trimestres de 2019** (véase Boscá et al, 2020b). Por el contrario, los factores relacionados con la **demanda agregada y el crédito tuvieron en 2019 una contribución positiva**, cercana a 0,3 pp respecto a su promedio histórico. Nuestro análisis, por lo tanto, apunta a que, previo a la crisis de la COVID-19, se había producido ya una reversión de los factores que habían guiado la etapa de recuperación del ciclo económico, desde un crecimiento sustentado por la oferta agregada a otro en el que la demanda agregada volvió a ganar protagonismo, aunque sin impedir la desaceleración del PIB.

Sin embargo, durante los dos primeros trimestres de la **crisis de la COVID-19**, es decir la parte más dura del confinamiento, los factores de oferta explicaron un 53% de la caída del PIB por PET, mientras que los de demanda representaron el 47% restante. La notable recuperación de la economía en el tercer trimestre del año y el estancamiento de la misma en el último estuvieron guiados por factores fundamentalmente de demanda y por una menor aportación negativa de los factores de oferta. De hecho, las tasas negativas de crecimiento interanual del PIB por PET de la segunda mitad de 2020 vienen explicadas por factores de oferta (un 86%), dejando muy poco espacio (sólo un 14%) a los factores de demanda. Condicionado a nuestras previsiones para el primer trimestre de 2021, parece confirmarse que son los factores de oferta los que en su totalidad están detrás de la contracción prevista en el primer trimestre de 2021, ya que, de hecho, se estima que los factores de demanda tienen una contribución positiva cercana a los dos puntos.

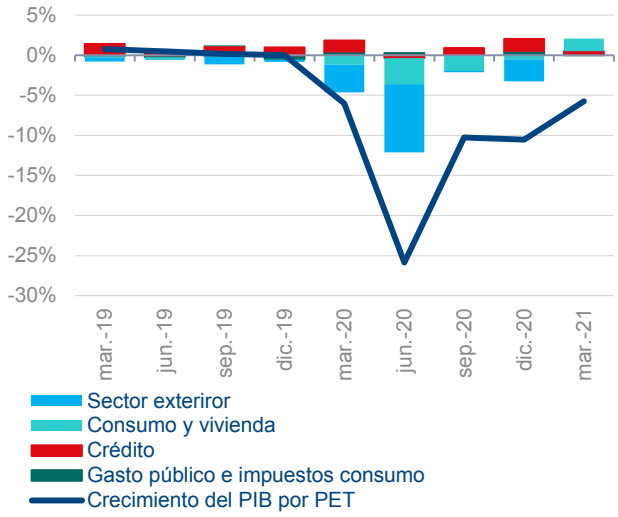
Con la información utilizada en este Observatorio es difícil saber qué parte de la importante contribución negativa de los factores de oferta a lo largo de 2020, y muy probablemente también durante la primera parte de 2021, se

debe a la destrucción de empresas o a las restricciones a su actividad. Cuanto más se prolonguen los cierres y las restricciones horarias y de movilidad es más probable que, como ya hemos apuntado en observatorios anteriores, las **perturbaciones negativas de oferta generen mecanismos de histéresis, que dejen secuelas permanentes sobre actividad y empleo**. El momento de extinción de los ERTE está cada vez más cercano y la persistencia de los factores negativos de oferta plantea una inquietud creciente respecto a la supervivencia real de muchas empresas y empleos. En este sentido, no por más repetirlo es menos imperioso que España **aproveche bien la oportunidad que brinda Europa con los fondos del NGEU** para articular una salida sólida de la crisis (véanse Boscá et al, 2020c y Veiga, 2021).

Como cabría esperar, también es relevante analizar cuál ha sido la contribución particular de cada uno de los factores de oferta y de demanda y crédito. En el **Gráfico 4** se observa que, dentro de las perturbaciones de oferta, **es la productividad total de los factores (PTF) la que explica en mayor medida la caída de la producción** (con una contribución media de 6,6 puntos durante 2020 y una contribución también negativa de 3 puntos esperada para el inicio de 2021). De hecho, salvo las **perturbaciones al capital residencial, que tienen una ligera contribución positiva de 0,4 puntos durante 2020**, todas las demás que están ligadas a la oferta contribuyen a explicar las importantes tasas negativas de crecimiento observadas. Tal vez el aspecto más preocupante del comportamiento de los distintos shocks de oferta es el hecho de que, a partir del segundo trimestre del año, **la contribución negativa de las perturbaciones asociadas a los márgenes en la fijación de precios y salarios va incrementándose paulatinamente**, fenómeno que, condicionado a nuestras proyecciones, continúa agravándose en el primer trimestre de 2021. Adicionalmente, también es interesante destacar que **de los 1,9 pp que en promedio han detraído al crecimiento los márgenes de precios y salarios durante 2020, 2.3 puntos negativos son atribuibles a los márgenes salariales** (en parte debido a las políticas de mantenimiento de rentas durante la crisis), **mientras que los márgenes de precios han contribuido positivamente con 0,4 puntos**. Si nuestras estimaciones para el primer trimestre de 2021 se confirmaran, los márgenes salariales acabarían reduciendo el crecimiento en 4,0 pp en ese trimestre. Este resultado apunta a que la flexibilidad de salarios será clave para acelerar la recuperación de la economía española tras el COVID-19. Por último, hay que destacar también que **las perturbaciones sobre los tipos impositivos efectivos sobre capital y trabajo también están contribuyendo a explicar las caídas del PIB**, ya que en el conjunto de 2020 han detraído, en promedio, 0,5 pp de crecimiento. La explicación a este resultado indicaría que los aplazamientos y las exenciones en el pago de los impuestos llevadas a cabo durante la crisis habrían sido insuficientes para hacer que la política impositiva sobre capital y trabajo tuviera un carácter contracíclico. De hecho, **las perturbaciones impositivas negativas indican que la presión fiscal para las empresas habría aumentado en vez de reducirse** (la rebaja en los ingresos impositivos habría resultado inferior a la rebaja de las bases impositivas).

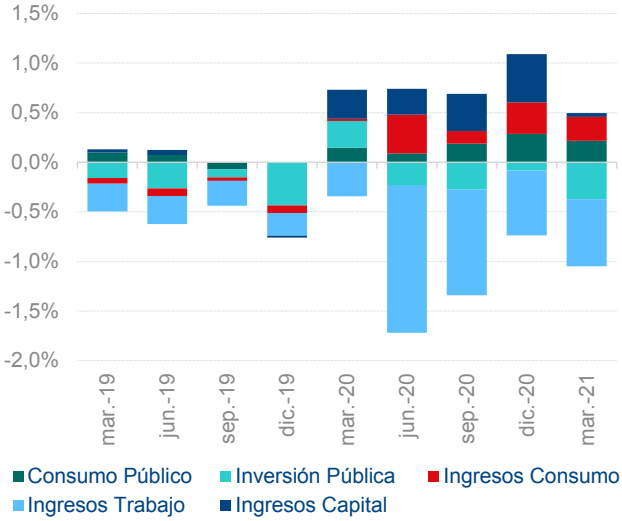
Aunque conjuntamente las perturbaciones de demanda y crédito han drenado crecimiento durante 2020, como vimos en el Gráfico 3, su contribución negativa se ha ido reduciendo para tornarse en claramente positiva, condicionado a nuestras estimaciones, en el primer trimestre de 2021. **La inyección de rentas a los hogares por parte del sector público durante la crisis (fundamentalmente vía ERTEs y ayudas a autónomos) parece que ha propiciado el mantenimiento de la demanda agregada en niveles que ya en 2021 contribuyen positivamente al crecimiento.**

Gráfico 5. **CONTRIBUCIONES DEL GASTO PÚBLICO E IMPUESTOS SOBRE CONSUMO, CRÉDITO, VIVIENDA Y CONSUMO PRIVADO, 2019-1T2021**



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, 2019-1T2021**



Desviaciones respecto al promedio muestral.
Fuente: Elaboración propia

Cabe destacar la **aportación positiva del crédito durante 2020**, como se aprecia en el **Gráfico 5**. Así, en promedio del año, **el crecimiento del crédito bancario aportó casi 0,8 pp al crecimiento**. Estos resultados apuntan a que las políticas de garantías públicas al crédito a las empresas, junto al activismo del sistema bancario han permitido a muchas empresas solventar sus problemas de liquidez. Nuestras estimaciones sugieren que en el primer trimestre de 2021 la aportación del crédito al crecimiento continuará siendo positiva (0,4 pp). Por otra parte, **las perturbaciones que captan el impulso de la demanda agregada del sector público (consumo e inversión públicas e imposición indirecta) también han mostrado una aportación positiva al crecimiento en 2020 que ha alcanzado 0,3 puntos** en promedio. Esa aportación positiva parece estar diluyéndose en el inicio de 2021. Como se observa en el Gráfico 5, en el **lado negativo de la balanza tenemos las perturbaciones al consumo privado y las que afectan al comercio exterior, que son las responsables últimas de la aportación negativa de los factores de demanda durante el conjunto del año 2020.** No obstante, **las perturbaciones de consumo privado han ido reduciéndose desde el segundo trimestre de 2020, para ser casi nulas a finales de año, y tornarse en claramente positivas en el primer trimestre de 2021.** Esta evolución apunta a la existencia de fenómenos de consumo reprimido y ahorro forzoso por parte de los hogares cuya restricción tiende a ir relajándose. Finalmente, hay que destacar que **la aportación negativa al crecimiento del PIB del sector exterior, durante los dos trimestres iniciales y el último de 2020, desapareció en el tercer trimestre**, en el que la situación de la economía fue la más cercana a la normalidad. Para el primer trimestre de 2021, nuestras previsiones de nuevo apuntan a una aportación prácticamente nula del sector exterior.

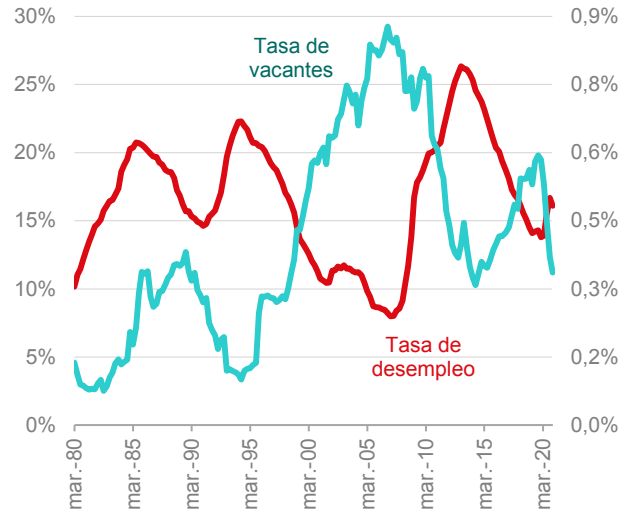
El **Gráfico 6 muestra las contribuciones de las perturbaciones al gasto e ingresos públicos** al crecimiento del PIB por PET en la economía española entre 2019 y 1T2021. **Las contribuciones del gasto público (consumo e inversión) al crecimiento del PIB por PET han sido prácticamente neutras en 2020 (0,1 pp. en el promedio de 2020).** Por su parte, **las perturbaciones a los ingresos públicos han restado -0,3 pp. al crecimiento de la economía en el promedio de 2020.** Hay que destacar, no obstante, que en su versión actual

el modelo no identifica los efectos de las transferencias públicas a hogares y empresas que, obviamente han contribuido a sustentar la demanda agregada en España, y que no permiten que se identifique plenamente el papel del sector público en la crisis. Después de tener un comportamiento neutro en el conjunto del año 2019, **el consumo público desempeña un papel contracíclico a lo largo de los distintos trimestres del año 2020, con una contribución positiva media de alrededor de 0,2 puntos de PIB por PET.** La perturbación a la **inversión pública**, después de haber contribuido negativamente a la producción durante todo 2019 tiene una **contribución prácticamente neutra en el conjunto de 2020**, aunque con diferencias entre trimestres. Por la parte de los ingresos, los tipos impositivos implícitos tienen efectos opuestos según el tipo de impuesto. Mientras que las perturbaciones que afectan a los ingresos por el impuesto sobre el trabajo tienen un claro comportamiento procíclico, llegando a reducir en 0,9 puntos el PIB por PET en el promedio de 2020, la de los ingresos por consumo contribuye a mitigar la caída de la producción en 0,2 pp en el año. Por su parte, las perturbaciones que afectan al impuesto de capital tienen una contribución positiva de 0,3 pp en el promedio de 2020, si bien, ésta parece desaparecer de acuerdo con nuestras previsiones en el primer trimestre de 2021.

3. El mercado de trabajo: desempleo y vacantes

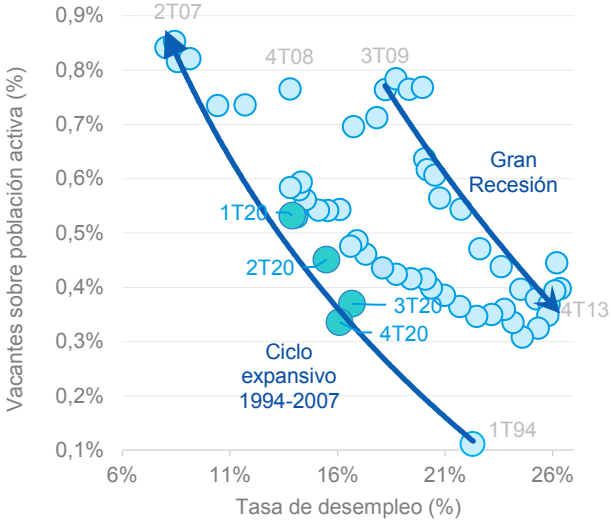
El **Gráfico 7 muestra el comportamiento de las tasas de desempleo y de vacantes** en la economía española desde el primer trimestre de 1980 hasta el último de 2020. Se observa claramente una reducción de la tasa de desempleo desde el segundo trimestre de 2013 hasta el cuarto de 2019, acompañado por el aumento en la tasa de vacantes que se inicia un año más tarde. La tasa de desempleo corregida de variaciones estacionales y efecto calendario (CVEC), apenas disminuyó 7 décimas entre 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, la tasa de vacantes (0,56%) se situó ya en el cuarto trimestre de 2018 por encima de su promedio durante el último ciclo expansivo 1994-2007 (0,53%). La crisis del COVID-19 ha implicado que en 2020 se haya revertido el comportamiento de las tasas de vacantes y del desempleo, que se venía observando desde el inicio de la recuperación de la economía a principios de 2014. **El año 2020 ha concluido con un incremento del desempleo de 2,3 pp (CVEC) y una disminución de las vacantes del 0,58% al 0,34%, situando estas últimas en niveles de 2014.** Es decir, muchos más trabajadores compitiendo por puestos de trabajo más escasos. La evolución de la economía durante 2021, al menos hasta mediados de año, plantea también bastantes incertidumbres sobre la capacidad de las empresas de reabsorber los trabajadores en ERTE y evitar su tránsito al desempleo.

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

Lo más destacable del comportamiento observado de la tasa de desempleo durante la crisis del COVID-19 es su escaso aumento en relación con otras crisis, teniendo en cuenta la magnitud de la caída acumulada del PIB a lo largo de 2020. Hasta la crisis del coronavirus, la evidencia para España indica que, en promedio, por cada punto de variación en la tasa de crecimiento del PIB el empleo respondía cerca de 1,1 puntos. Por el contrario, **en 2020 el PIB se contrajo un 9,9% y el número de empleos únicamente un 4,5%**. De hecho, en términos intertrimestrales en el segundo trimestre, en la fase más dura del confinamiento, esas cifras fueron 17,3% y 7,5% respectivamente. Para **la economía española ha sido un hito que una caída del PIB en términos anuales de casi 10 puntos en 2020 se tradujera únicamente en un incremento de la tasa de desempleo de 2,3 puntos**. Sin duda, los avances y mejoras en la regulación laboral tras la reforma de 2012 y a las medidas adoptadas durante la crisis han aumentado la flexibilidad interna con la que empresas y trabajadores pueden hacer uso de los Expedientes de Regulación Temporal de Empleo, frente a la alternativa de la masiva destrucción de empleo observada durante la Gran Recesión (véase Doménech et al, 2018). De hecho, a pesar de que **la destrucción de empleo ha sido relativamente acotada (4,5%), se constata que el número de horas efectivamente trabajadas se redujo en mayor medida, es decir, un 6,1%** en 2020 respecto al año pre-pandemia.

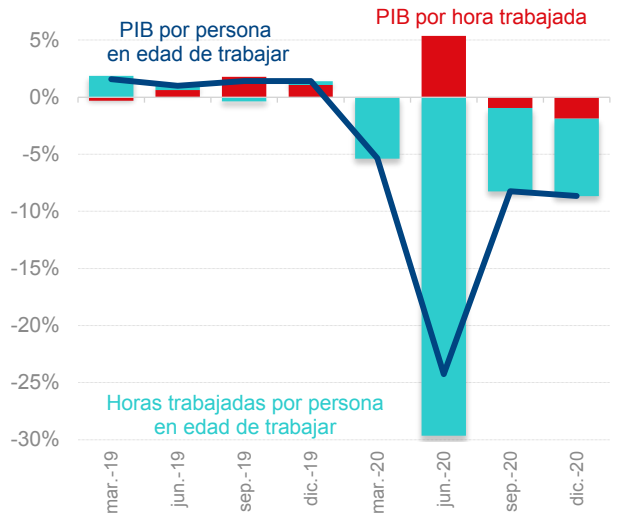
La **curva de Beveridge** permite hacer un análisis más detallado de la relación entre vacantes y desempleo (Gráfico 8). Un desplazamiento hacia el exterior, como el observado entre 2007 y 2009, se interpreta como un aumento del desajuste en el mercado de trabajo y una menor eficiencia en el emparejamiento 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 mediados de 2013 y 2019, la curva de Beveridge deshizo parte del camino realizado durante la crisis, con desplazamientos hacia el origen de esta curva y aumentos de la relación vacantes/desempleados. Durante 2019 los desplazamientos de la curva de Beveridge se ralentizaron y la crisis del coronavirus ha revertido parte de los avances de los últimos años, especialmente en relación con las vacantes. De esta forma, **en el último trimestre de 2020, tenemos en el mercado de trabajo una tasa de vacantes (0,34%) idéntica a la del tercer trimestre de 2014, pero con 8,0 puntos menos de desempleo que entonces**. Como se puede observar en el Gráfico 8 la economía española

parece estar moviéndose en dirección sudeste, prácticamente por la curva de Beveridge que caracterizó a la economía española entre los años 1994 y 2007 y, por tanto, con un **desajuste del mercado de trabajo muy inferior al observado en los años de la Gran Recesión.**

El **Gráfico 9** descompone para 2019 y 2020 la caída interanual del PIB por persona en edad de trabajar en productividad (PIB por hora trabajada) y el número de horas por persona en edad de trabajar. **La totalidad de la caída interanual del PIB por persona en edad de trabajar durante 2020 (-11,6 pp, en promedio) se explica por la reducción del número de horas por persona en edad de trabajar (-12,2 pp), mientras que el PIB por hora trabajada incluso aumentó ligeramente (0,6 pp).** El número de horas trabajadas por persona en edad de trabajar ha sido claramente procíclico durante los cuatro trimestres de 2020. Por su parte, la productividad tuvo un claro comportamiento contracíclico durante la primera parte del año, sobre todo en el trimestre más duro del confinamiento, para retornar en los dos últimos trimestres al comportamiento procíclico observado antes de esta recesión.

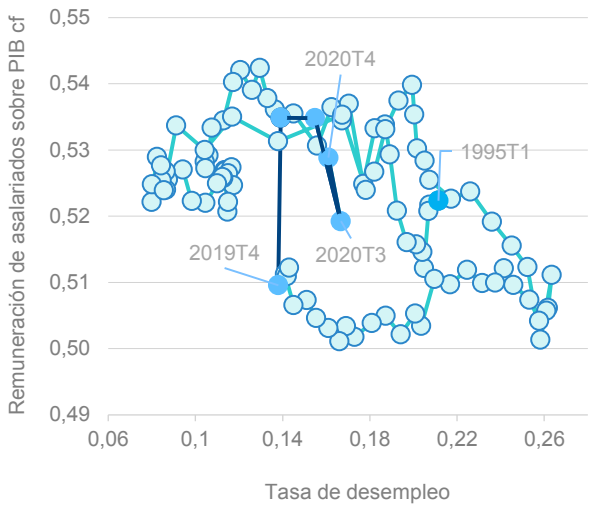
La lectura de los Gráficos 7 a 9 indica que durante la crisis del COVID-19 **el ajuste del mercado de trabajo se ha realizado fundamentalmente a través de las horas trabajadas por ocupado** (margen intensivo) en lugar del número de ocupados (margen extensivo), como solía ser habitual en recesiones anteriores. Este resultado muestra, en términos cualitativos, una respuesta similar a la de Alemania durante la Gran Recesión, y justo la contraria de la realizada por España en aquel entonces. Este avance en la flexibilidad interna con la que empresas y trabajadores han podido responder a una perturbación de la magnitud del COVID-19 es, sin duda, una de las características más destacables del comportamiento de la economía española durante esta crisis económica.

Gráfico 9. **DESCOMPOSICIÓN DEL CRECIMIENTO DEL PIB POR PERSONA EN EDAD DE TRABAJAR EN PIB POR HORA Y HORAS POR PERSONA EN EDAD DE TRABAJAR, 2019-2020**



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, 1T1995-4T2020**



Dados desestacionalizados.
Fuente: Elaboración propia a partir del INE

En cuanto a la participación de la remuneración de asalariados sobre el PIB al coste de los factores (Gráfico 10), el aspecto más destacable de la crisis del COVID-19 ha sido su aumento durante 2020 en 1,9 puntos

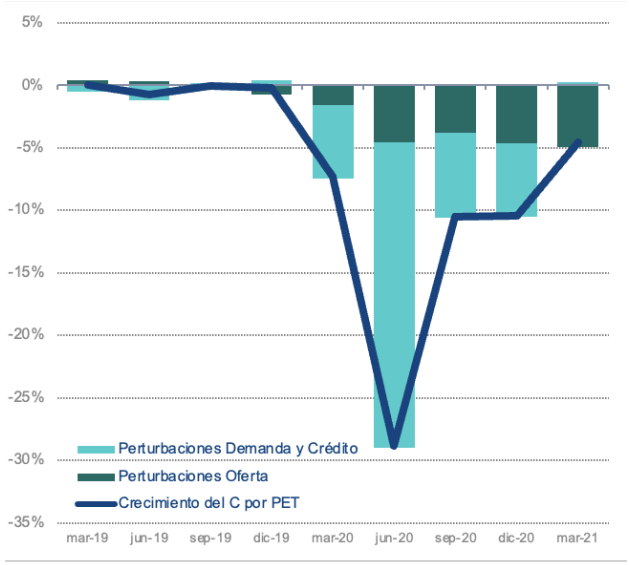
porcentuales, hasta alcanzar un nivel similar al del primer trimestre de 2011. Este incremento es el resultado de una caída sin precedentes del excedente de explotación bruto y de la renta mixta bruta del 12,1%, frente a la disminución del 5,4% de la remuneración de asalariados en 2020 respecto al año anterior. Además, es importante destacar que la remuneración de asalariados aumentó fundamentalmente en la primera mitad del año 2020 (2,5 pp entre el último trimestre de 2019 y el segundo de 2020), para luego caer 0.6 pp durante los trimestres finales de 2020 de mejor comportamiento de la actividad económica. Parece claro que la recuperación del excedente bruto y de las rentas mixtas de autónomos será una condición necesaria para la recuperación del empleo y de la inversión en maquinaria y bienes de equipo (como se discute en la siguiente sección), que esperamos que ocurra en la segunda mitad de 2021.

4. El comportamiento del consumo y la inversión privada no residencial

La crisis del COVID-19 ha tenido también efectos característicos en el comportamiento de los distintos componentes de la demanda agregada. En esta sección nos centraremos en particular en la descomposición histórica del crecimiento del consumo de los hogares y la inversión privada no residencial, ambas variables en términos de la población por edad de trabajar, y en las contribuciones de las distintas perturbaciones que permiten explicar su comportamiento.

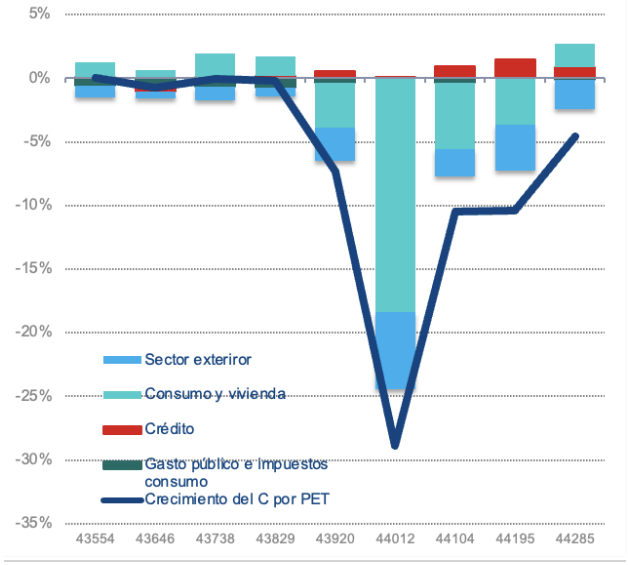
El **Gráfico 11** es similar al Gráfico 3, pero se refiere al consumo privado en lugar del PIB. Como se observa, los factores de demanda explican la fuerte contracción del consumo privado en los cuatro trimestres de 2020, particularmente en el segundo. Sin embargo, su contribución es prácticamente marginal en el primer trimestre de 2021. Al descomponer los factores de demanda en el **Gráfico 12**, los que han tenido **mayor contribución han sido los asociados a factores idiosincráticos en la demanda de consumo, y cambios en las expectativas sobre la situación económica**. El Gráfico 12 también pone de manifiesto que el impulso de crédito ha permitido amortiguar la caída del consumo privado hasta casi 1,5 puntos porcentuales.

Gráfico 11. **TASA DE CRECIMIENTO INTERANUAL DEL CONSUMO PRIVADO POR PERSONA EN EDAD DE TRABAJAR Y CONTRIBUCIONES DE LAS PERTURBACIONES DE OFERTA, DEMANDA Y CRÉDITO, 2019-1T2021**



Fuente: Elaboración propia a partir del INE

Gráfico 12. **TASA DE CRECIMIENTO INTERANUAL DEL CONSUMO PRIVADO POR PERSONA EN EDAD DE TRABAJAR Y CONTRIBUCIONES DE LAS PERTURBACIONES DE DEMANDA Y CRÉDITO, 2019-1T2021**



Fuente: Elaboración propia a partir del INE

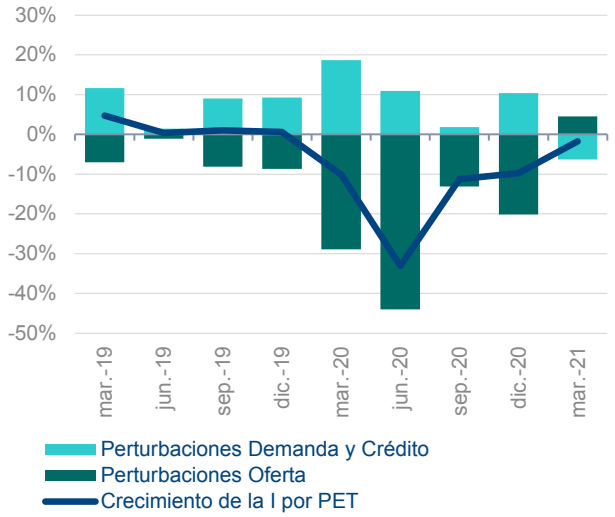
Esta evidencia es consistente con la que han apuntado Cuenca, Carrascal y del Río (2021) y BBVA Research (2021) sobre la **acumulación de ahorro forzoso**, como consecuencia de que los hogares no han podido realizar determinados consumos por la presencia de restricciones a la movilidad de las personas y a la actividad de algunos sectores, y al aumento de la incertidumbre sobre la duración y efectos de la pandemia.

De acuerdo con nuestros resultados, los factores de demanda no estarían contribuyendo ya a aumentar el consumo embalsado, ya que su contribución a la tasa de crecimiento interanual en el primer trimestre sería prácticamente nula. **En la medida que la situación sanitaria mejore en los próximos trimestres y se reduzcan las restricciones y la incertidumbre asociada a la perturbación idiosincrática de consumo, se empezará a ver una disminución de ese consumo embalsado**, mediante contribuciones positivas de ese componente a la tasa de crecimiento interanual del consumo privado. Por lo tanto, este proceso puede llevar varios trimestres hasta que las causas que han originado este ahorro forzoso desaparezcan completamente, lo que posiblemente no ocurra hasta bien entrado 2022.

Otro de los hechos distintivos de la crisis del COVID-19, como ha señalado BBVA Research (2021), es que **la caída de la inversión en maquinaria y bienes de equipo durante la crisis en el conjunto de 2020 ha sido similar a la del PIB, cuando a lo largo del ciclo la inversión privada no residencial suele mostrar una volatilidad muy superior a la del PIB**. De hecho, en nuestra muestra la desviación típica de la tasa de crecimiento interanual de la inversión en maquinaria y bienes de equipo por PET es 0,083, mientras que la del crecimiento del PIB por PET es menos de la mitad e igual a 0,036). Sin embargo, en el promedio de 2020, las caídas del PIB y de la inversión por PET han sido relativamente similares, del 13,2% y del 16,1%, respectivamente. Para arrojar algo de luz sobre esta característica de la crisis del COVID-19, en los Gráficos 13 y

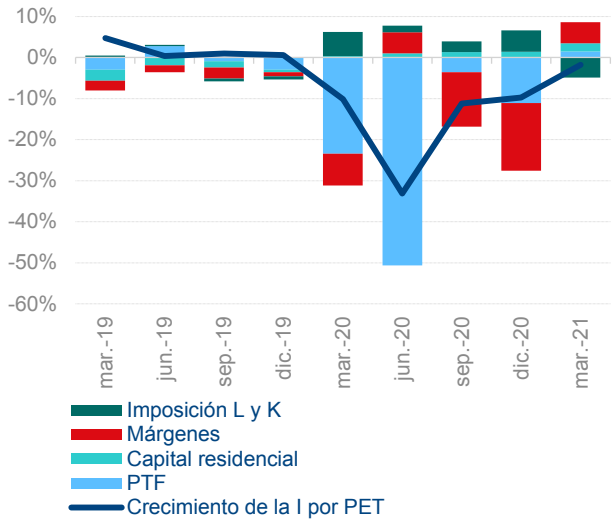
14 hacemos una descomposición similar a la realizada para el consumo privado, pero ahora para la inversión privada.

Gráfico 13. **TASA DE CRECIMIENTO INTERANUAL DE LA INVERSIÓN PRIVADA POR PERSONA EN EDAD DE TRABAJAR Y CONTRIBUCIONES DE LAS PERTURBACIONES DE OFERTA, DEMANDA Y CRÉDITO, 2019-1T2021**



Fuente: Elaboración propia a partir del INE

Gráfico 14. **TASA DE CRECIMIENTO INTERANUAL DE LA INVERSIÓN PRIVADA POR PERSONA EN EDAD DE TRABAJAR Y CONTRIBUCIONES DE LAS PERTURBACIONES DE OFERTA, 2019-1T2021**



Fuente: Elaboración propia a partir del INE

En el **Gráfico 13** se observa que los **principales responsables de la contracción de la inversión privada no residencial en 2020 han sido los factores de oferta** que, sin embargo, han empezado a contribuir de manera positiva en el primer trimestre de 2021. Por su parte, las perturbaciones de demanda y el crédito amortiguaron parcialmente la contribución de los factores de oferta. Entre los factores de oferta, tal y como muestra el **Gráfico 14, los principales factores de la contracción de la inversión privada en 2020 han sido la evolución de la PTF, como resultado de la perturbación negativa de oferta que ha supuesto el COVID-19, así como por el comportamiento de los márgenes salariales y la caída del excedente bruto de explotación**. De hecho, si hubiera sido sólo por la caída de la PTF, la contracción de la inversión en términos relativos al PIB hubiera estado en línea con la de recesiones anteriores. La recuperación de la inversión privada pasa, por lo tanto, por una mejora de la situación sanitaria que permita retirar cuanto antes las restricciones que afectan negativamente a los procesos productivos, y por el crecimiento de los beneficios empresariales con los que financiar la acumulación de maquinaria y bienes de equipo, y la construcción.

Resulta interesante destacar que **la caída del consumo privado y el aumento del ahorro forzoso causados por la pandemia han ido acompañados por un efecto positivo de la perturbación idiosincrática del consumo sobre la inversión privada no residencial. El impulso crediticio, como resultado de la liquidez del BCE, las garantías del sector público y la solvencia del sector bancario, también ha tenido una contribución muy positiva sobre la evolución de la inversión en maquinaria y bienes de equipo en 2020 y en el arranque de 2021**. Es otras palabras, una parte del ahorro forzoso de los hogares se ha materializado en inversión privada no residencial que, junto con el shock de oferta positivo de crédito, ha impedido una caída superior de la inversión.

Anexo

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 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.

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

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

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 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.

INTERESADOS DIRIGIRSE A:
BBVA Research: Calle Azul, 4. Edificio La Vela – 4ª y 5ª planta. 28050 Madrid (España).
Tel.:+34 91 374 60 00 y +34 91 537 70 00 / Fax:+34 91 374 30 25
bbvaresearch@bbva.com www.bbvaresearch.com