

Estudios sobre la Economía Española - 2021/30

OBSERVATORIO SOBRE EL CICLO ECONÓMICO EN ESPAÑA

Los factores explicativos del ciclo económico
un año después del Gran Confinamiento

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

Octubre 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

Los factores explicativos del ciclo económico un año después del Gran Confinamiento

José E. Boscá / Rafael Doménech / Javier Ferri / Camilo Ulloa
26 de octubre de 2021

- En este Observatorio se evalúan los **factores que explican el comportamiento cíclico de la economía española entre el segundo trimestre de 2020 y el de 2021**. En concreto, se estiman las principales perturbaciones estructurales que explican el crecimiento del PIB por persona en edad de trabajar (PET), el deflactor del PIB y los salarios reales. El foco se centra en el segundo trimestre de 2021 pues, al medirse las variables en términos de tasas de crecimiento interanuales, recoge el efecto sobre la suma de tasas de crecimiento intertrimestrales desde el Gran Confinamiento.
- Tras la intensa recuperación del PIB por PET observada al terminar el Gran Confinamiento durante el tercer trimestre de 2020, el ritmo de recuperación no se ha acelerado en los periodos posteriores y, **desde hace tres trimestres, apenas se ha reducido la brecha respecto a la senda de crecimiento potencial**.
- Las tasas negativas de crecimiento interanual del PIB por PET de la segunda mitad de 2020 vienen explicadas por **factores de oferta** en un 90%, dejando muy poco espacio (sólo un 10%) a los factores de demanda. Esta pauta ha continuado en el primer trimestre de 2021
- La tasa de crecimiento interanual positiva del 15% del PIB por PET en 2T2021 se explica por la aportación en un **75% de factores de demanda y sólo un 25% por los de oferta**.
- Detrás de la aportación positiva de los factores de oferta en el segundo trimestre de 2021 se encuentra, sobre todo, **el importante impulso de la productividad total de los factores (PTF)**.
- La aportación del shock de **consumo privado** en 2T2021 ha sido de 4,1 pp. Con una magnitud similar (4,7 pp) contribuye el **sector exterior**, consecuencia de una mejora importante en el componente de las exportaciones (8 pp) que más que compensa la contribución negativa de las importaciones (-3,3 pp).
- Desde 3T2020, la importante **recuperación de las vacantes**, no acompañada de una mejora en la tasa de desempleo, muestra cierto grado de **tensionamiento del mercado de trabajo**, que sin duda habría sido mayor sin las medidas de política económica aplicadas, pero que conviene corregir lo antes posible.
- El shock a la PTF (principalmente), al capital residencial, y a los tipos implícitos sobre el trabajo y el capital han contribuido a mantener moderada la **tasa de crecimiento del deflactor del PIB**.
- Los **márgenes salariales han empujado al alza el crecimiento del deflactor del PIB** de manera significativa, mientras que la disminución de los márgenes de precios han contenido el aumento de la inflación.
- Los **márgenes salariales están teniendo una contribución negativa** y muy significativa al crecimiento del PIB por PET, sobre todo desde 2T2020. Por el contrario, la contribución del margen de precios al crecimiento de la actividad ha sido positiva durante la fase de recuperación tras el Gran Confinamiento.

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 2021, incluyendo la importante 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) estimado con datos hasta el cuarto trimestre de 2020. De este modo, es posible **analizar, caracterizar y evaluar preliminarmente los factores que han contribuido a las acusadas oscilaciones de las variables macroeconómicas durante 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.

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, 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 la que están afectando a **tres agregados macroeconómicos: el PIB por población en edad de trabajar, la inflación, y el crecimiento de los salarios reales.** Este tipo de análisis ofrece información valiosa para la actuación de la política económica, pues la respuesta óptima de la política económica no puede ser independiente de la naturaleza de las perturbaciones que afectan a cuestiones relevantes.

En el anterior observatorio (Boscá, et al., 2021) apuntábamos que los factores de oferta habían ido ganando peso en la explicación del ciclo económico conforme avanzaba el año 2020. Sin embargo, la demanda agregada es dependiente de perturbaciones que afectan a **las expectativas de los inversores y consumidores, que es posible que se hayan visto influidas por el anuncio de la llegada de fondos europeos a través del programa *Next Generation EU (NGEU)*.** Este observatorio, permite cuantificar el efecto de dichas expectativas sobre el PIB.

Nuestro foco se centra en las perturbaciones que afectan al **segundo trimestre de 2021** pues, al medirse las variables en términos de tasas de crecimiento interanuales, recogen **el efecto sobre la suma de tasas de crecimiento intertrimestrales desde el Gran Confinamiento.**

En este Observatorio se incorpora la importante revisión de la Contabilidad Nacional Trimestral del segundo trimestre llevada a cabo por el INE. Dicha revisión habrá tenido sin duda un impacto en la estimación de las perturbaciones que caracterizan el comportamiento del ciclo económico del PIB. Además, como es habitual, dedicaremos la última sección del Observatorio a profundizar en dos aspectos que están llamando la atención de los macroeconomistas en los últimos meses, como son **el comportamiento observado de la inflación de precios y el crecimiento de los salarios reales, y su relación con los márgenes en los mercados de bienes y de trabajo.**

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

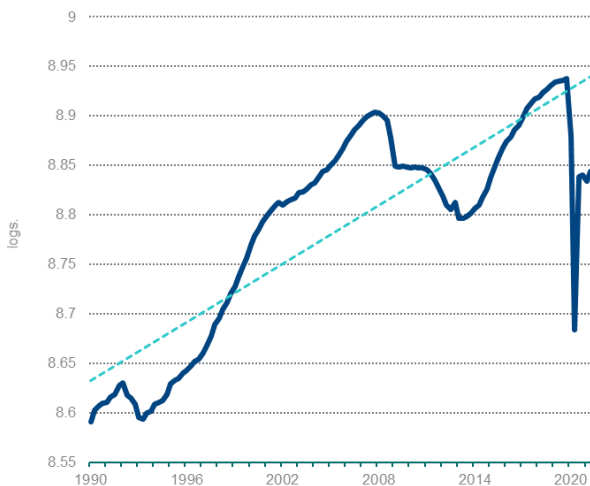
El **Gráfico 1** representa el PIB por población en edad de trabajar (en volumen) que, en comparación con el PIB agregado, es una variable más adecuada para medir la capacidad de una economía para generar renta y producción, y para realizar comparaciones internacionales del crecimiento económico. También se representa la tendencia lineal estimada desde el primer trimestre de 1990 hasta el segundo de 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 (0,8 pp), de su senda de crecimiento tendencial y, por lo tanto, con una posición cíclica cercana a la neutralidad. Por otra parte, **el crecimiento tendencial desde 1990 se estima en un 2.5%**.

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 25% 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 15,2 pp, hasta situarla en -9,8%. Sin embargo, el ritmo de recuperación no se ha consolidado en los periodos posteriores y, **desde hace tres trimestres, nuestra economía no ha podido estrechar el margen que la separa de la senda de crecimiento potencial**. Así, en el primer trimestre de 2021, el PIB por PET se desviaba -10,8 pp del nivel correspondiente a la tendencia, mientras que en el segundo trimestre de 2021, tras la corrección del dato del PIB llevada a cabo por el INE, el *output gap* (en términos de la variable que nos interesa) era de -10 pp, ligeramente menor que el estimado tras la fuerte recuperación de 3T2020. La consecuencia de todo ello es que el PIB por PET se situó en el segundo trimestre de 2021 a los niveles del segundo trimestre de 2015, y muy lejos todavía del nivel de actividad que nos correspondería en una situación de normalidad.

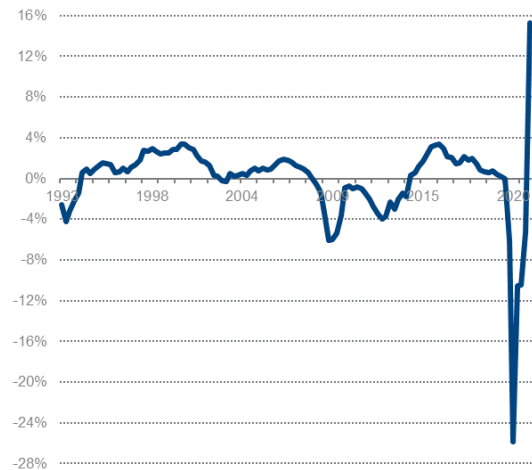
En el **Gráfico 2** se representa la desviación de la tasa de crecimiento interanual del PIB por población en edad de trabajar con respecto a su media muestral desde 1992. Si el año 2019 finalizó con una tasa interanual de crecimiento igual a la tasa de crecimiento histórica, el posterior desarrollo de la serie muestra lo excepcional de los efectos causados por la crisis de la COVID-19. En particular, pese a lo extraordinario del crecimiento interanual experimentado por el PIB por PET en el segundo trimestre de 2021 (determinado casi exclusivamente por la recuperación del tercer trimestre de 2020), y que ha superado en un 15% su promedio histórico, no es suficiente para compensar la caída interanual del PIB por PET de casi -26 pp del segundo trimestre de 2020.

Gráfico 1. **PIB POR PERSONA EN EDAD DE TRABAJAR, 1T1990-2T2021**



Fuente: Elaboración propia a partir de INE

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

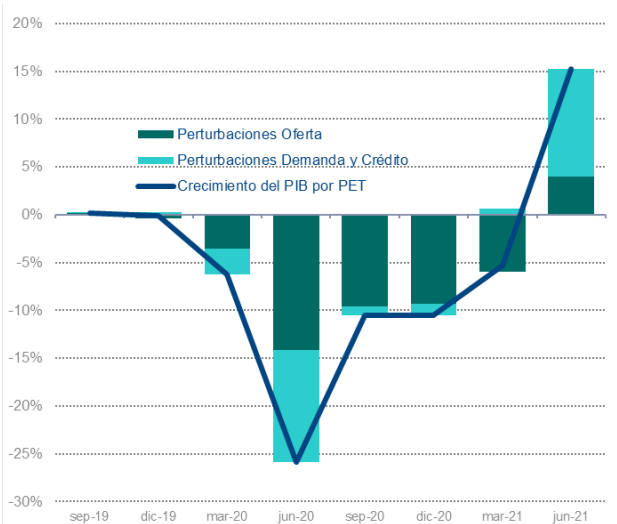


Desviaciones respecto al promedio muestral.
Fuente: Elaboración propia a partir de

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 persona en edad de trabajar 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.

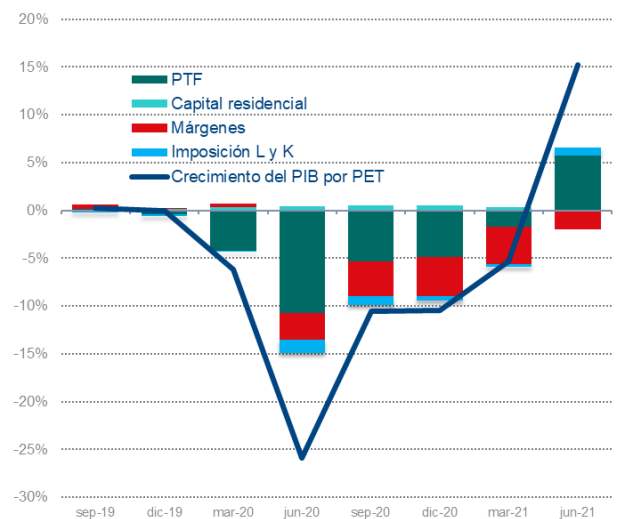
Durante los dos primeros trimestres de la **crisis de la COVID-19**, es decir la parte más dura del confinamiento, los factores de oferta explicaron un 57% de la caída del PIB por PET, mientras que los de demanda representaron el 43% restante. La notable recuperación de la economía en el tercer trimestre del año y el estancamiento de la misma en el último estuvieron guiados por la desaparición de los factores negativos 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 en un 90%, dejando muy poco espacio (sólo un 10%) a los factores de demanda**. Esta pauta ha continuado en el primer trimestre de 2021, en el que el impacto negativo de las perturbaciones de oferta ha continuado reduciéndose, mientras que las de demanda han empezado a empujar el PIB por PET al alza. La tasa de crecimiento interanual del **segundo trimestre de 2021** supone, como hemos indicado, un acusado cambio de comportamiento. **La tasa de crecimiento interanual positiva del 15% del PIB por PET se explica por la aportación en un 75% de factores de demanda, quedando las perturbaciones de oferta para explicar el 25% restante de la tasa de crecimiento positiva.**

Gráfico 3. **TASA DE CRECIMIENTO INTERANUAL DEL PIB POR PERSONA EN EDAD DE TRABAJAR Y CONTRIBUCIONES DE LAS PERTURBACIONES DE OFERTA, DEMANDA Y CRÉDITO, 3T2019-2T2021**



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, 3T2019-2T2021**



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

La contribución positiva de los factores de oferta en el segundo trimestre de 2021, aunque minoritaria, es una noticia positiva. Significa un punto de inflexión en lo observado durante los cinco trimestres anteriores, que reduce la probabilidad de que las restricciones aplicadas a la movilidad de las personas, la articulación de los ERTE y los cierres de empresas terminen generando mecanismos de histéresis que afecten de un modo permanente al desempleo. Sin embargo, con una observación es muy aventurado establecer conclusiones y **tendremos que esperar a estimar la evolución de estos componentes de oferta en los próximos trimestres para confirmar si la economía española tiene la capacidad de salir de la crisis con un potencial de crecimiento igual o superior**. Sin duda, el **aprovechamiento eficaz de los fondos europeos dirigidos a través del programa NGEU debería tener un reflejo en un reforzamiento de la contribución de los shocks de oferta en los próximos trimestres** (véase Boscá et al., 2020c y Veiga, 2021). Asimismo, será necesario que los cuellos de botella observados actualmente en las cadenas de suministros y la producción a nivel global se resuelvan favorablemente (véase BBVA Research, 2021). De lo contrario, se corre el riesgo de que la contribución positiva de los shocks de oferta al crecimiento se revierta.

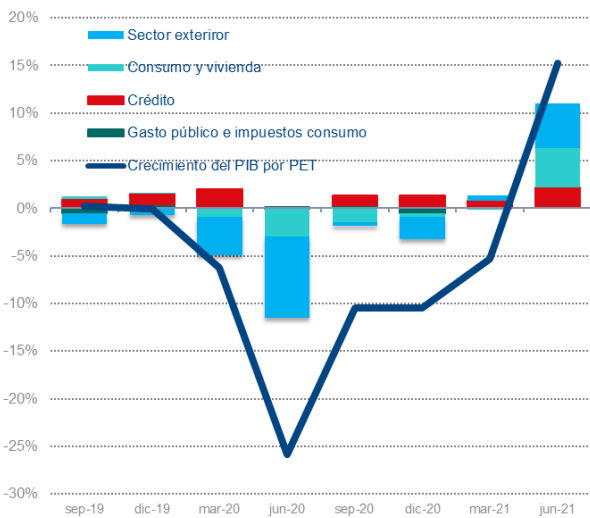
Aunque conjuntamente las perturbaciones de demanda y de crédito drenaron crecimiento durante 2020, su contribución negativa se redujo drásticamente en los dos últimos trimestres de 2020. Nuestros resultados apuntan, sobre la base de las cifras publicadas de la Contabilidad Nacional, algo que ya se vislumbraba en el anterior Observatorio (Boscá, et al., 2021) a partir de proyecciones: los componentes de demanda empiezan a empujar hacia arriba la actividad económica desde el primer trimestre de 2021, y despegan con fuerza en el segundo trimestre de este año. **Eso significa que la recuperación desde el 3T2020 se debe a una combinación de factores de oferta y demanda, aunque los shocks de demanda han sido más determinantes.**

El **Gráfico 4** analiza cuál ha sido la contribución particular de cada uno de los factores que están dentro de lo que llamamos shocks de oferta. Como se puede observar, **la productividad total de los factores (PTF) explica en mayor medida la caída de la producción** durante 2020 (con una contribución media de -6,2 puntos) mientras que los márgenes en los mercados de bienes y de trabajo empujaron hacia abajo el PIB por PET un -2,5%. Sin embargo, esta pauta empieza a cambiar en el año 2021, cuando se observa una reducción importante en la contribución negativa de la PTF, que no tiene su correspondencia en los márgenes. El gráfico deja también claro que **detrás de la aportación positiva de los factores de oferta en el segundo trimestre de 2021 (y por lo tanto en la explicación del crecimiento trimestral acumulado desde el Gran Confinamiento) se encuentra, sobre todo, el importante impulso de la PTF**, que contribuye de forma positiva un 5,7% al crecimiento interanual del PIB por PET, y en menor medida la imposición sobre los factores trabajo y capital (contribución de 0,8 pp), lo que indica que **en la primera mitad de 2021 la política fiscal vía ingresos públicos ha jugado un papel contracíclico**. Sin embargo, los markups continúan detrayendo crecimiento (-1,9 pp), lo que viene a su vez explicado por una **contribución negativa de los márgenes salariales de -3,3 pp y una aportación positiva de los márgenes de precios de 1,4 pp**. Aunque los márgenes salariales parecen estar comportándose mejor de lo que preveíamos en el anterior Observatorio, su contribución negativa apunta a la existencia de una holgura significativa para reducir rigideces en el mercado de trabajo y acelerar la recuperación de la economía española.

Dentro de los componentes de demanda destaca el **crédito como el único factor que contribuye positivamente a la evolución del PIB por PET durante el conjunto de 2020**, como se aprecia en el **Gráfico 5**. Así, en promedio del año, **el crecimiento del crédito bancario aportó 1 pp al crecimiento**. Estos resultados apuntan a que las políticas de garantías públicas al crédito a las empresas, junto a la contribución positiva del sistema bancario, han permitido a muchas empresas solventar sus problemas de liquidez. Durante el segundo trimestre de 2021, la aportación del crédito al crecimiento ha continuado creciendo, llegando a significar 2,2 pp del crecimiento del PIB por PET observado desde 2T2020. Sin embargo, aunque significativa, la aportación del crédito es superada por mucho en el segundo trimestre de 2021 por el impulso de la perturbación del consumo y del sector exterior. La existencia de consumo reprimido, que aflora con fuerza una vez la situación pandémica en España tiende a normalizarse, puede estar detrás de este fenómeno.

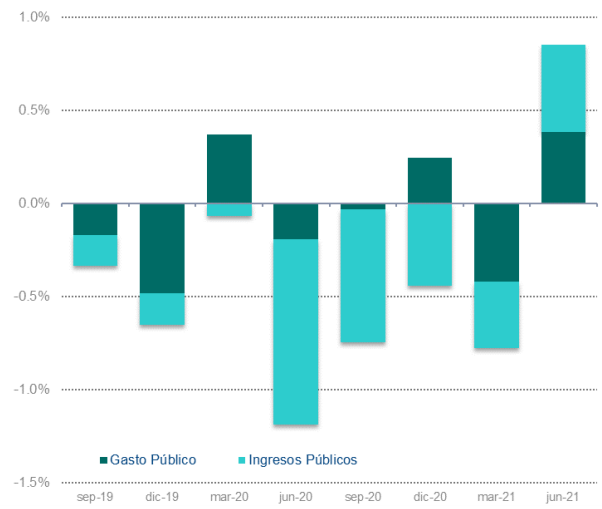
A la mejora de las expectativas sobre la situación de la pandemia se le une también las expectativas sobre la entrada de un importante flujo de fondos procedentes de Europa. En conjunto, la aportación del shock de consumo en el segundo trimestre de 2021 fue de 4,1 pp. Con una magnitud similar (4,7 pp) contribuye la perturbación del sector exterior, consecuencia de una mejora importante en el componente de las exportaciones (8 pp) que más que compensa la contribución negativa de las importaciones (-3,3 pp). Ambos aspectos señalan al **repunte de la actividad a nivel internacional, de la que España está sacando provecho**.

Gráfico 5. **CONTRIBUCIONES DEL GASTO PÚBLICO E IMPUESTOS SOBRE CONSUMO, CRÉDITO, VIVIENDA Y CONSUMO PRIVADO, 3T2019-2T2021**



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, 3T2019-2T2021**



Desviaciones respecto al promedio muestral.
Fuente: Elaboración propia

El **Gráfico 6** muestra las contribuciones de las perturbaciones al consumo, inversión e ingresos públicos al crecimiento interanual del PIB por PET en la economía española entre 3T2019 y 2T2021. **La contribución del consumo e inversión públicos al crecimiento interanual del PIB por PET durante 2020 ha sido nula.** Por su parte, **las perturbaciones a los ingresos públicos han restado -0,55 pp al crecimiento acumulado de la economía en el agregado de 2020.** Sin embargo, si tomamos como punto de partida el gran desplome de la actividad en 2T2020 observamos que, a fecha del segundo trimestre de 2021, el sector público ha aportado 0,8 pp. Hay que señalar que esta aportación del sector público no tiene en cuenta el importante volumen de transferencias que los hogares y las empresas han recibido del gobierno, y cuyo efecto no está considerado en el modelo. Entre las partidas de gasto público contempladas, la inversión pública ha contribuido tres veces más que el consumo público, mientras que, por la parte de los ingresos, han sido los tipos implícitos al trabajo y al capital los que han contribuido a mejorar el tono de la actividad (0,8 pp de crecimiento interanual del PIB por PET en 2T2021). Por otra parte, los impuestos al consumo han detraído -0,3 pp de crecimiento desde el segundo trimestre de 2020.

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 2021. Con respecto a anteriores observatorios, el gráfico introduce dos correcciones realizadas por el INE. En primer lugar, desde 1T2018 se ha producido un ligero cambio en la población ocupada desestacionalizada que ofrece la CNTR, pero que apenas tiene trascendencia en el cómputo de la tasa de desempleo y de vacantes. Más importante, con inicio en 1T2013 se produce una reducción en el número de vacantes publicadas por el INE con respecto a la última actualización, debido a la detección de un

error por la doble contabilización de las vacantes de los empleados públicos de nuevo ingreso adscritos al Régimen General de la Seguridad Social. Como consecuencia, la nueva serie de vacantes sufre algunas variaciones con respecto a la anterior, que ayudan a mejorar el ajuste de la curva de Beveridge.

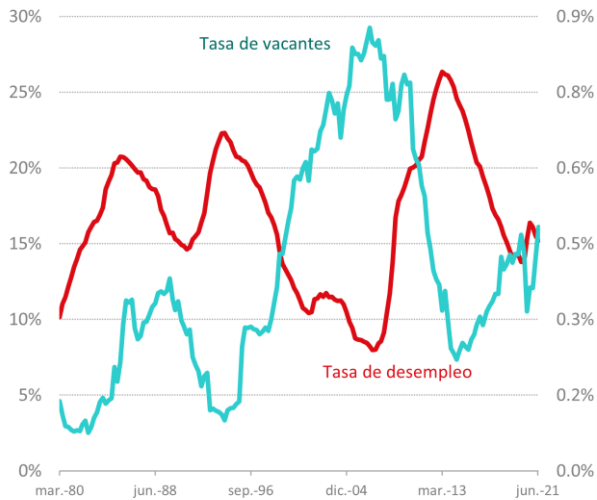
En el Gráfico 7 se observa claramente una reducción de la tasa de desempleo desde el segundo trimestre de 2013 hasta el cuarto de 2019. La tasa de desempleo corregida de variaciones estacionales y efecto calendario (CVEC), apenas disminuyó 7 décimas entre el último trimestre de 2018 y el último de 2019, 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 2,6 pp (CVEC). **Un año después del Gran Confinamiento, la tasa de desempleo se encontraba virtualmente al mismo nivel que entonces (15,2% en 2T2021 frente a 15,2% en 2T2020).** Por otra parte, **la tasa de vacantes cayó con fuerza en 2T2020 (de 0,47% a 0,32%). Sin embargo, también se está recuperando con fuerza durante 2021, hasta superar en el segundo trimestre de 2021 los niveles pre-pandemia (0,48%)**

Nos encontramos, por lo tanto, en una situación con tasas de vacantes algo más elevadas a las que existían antes de la pandemia, pero con una tasa de desempleo superior, y por lo tanto con un empeoramiento en la capacidad de la economía española para emparejar vacantes con desempleo. Esta situación puede incluso empeorar si gran parte de los trabajadores que todavía están en ERTE terminan perdiendo definitivamente sus trabajos, lo que podría agravar algunos estrangulamientos que han empezado a aflorar a nivel sectorial por el lado de la oferta.

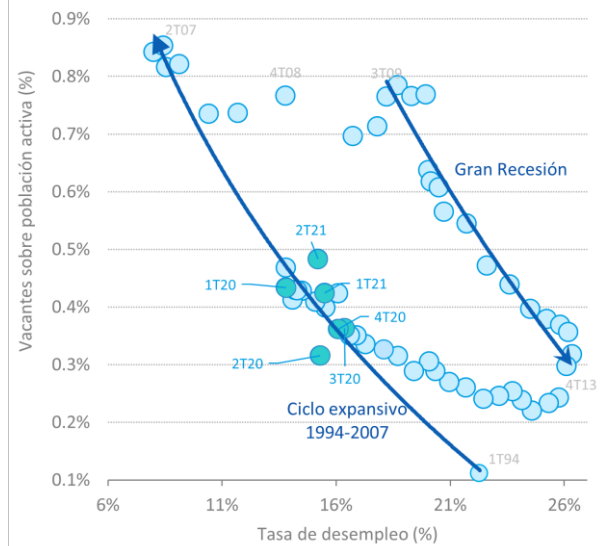
Como ya comentamos en el anterior Observatorio, lo más destacable del comportamiento observado de la tasa de desempleo durante la crisis del COVID-19 ha sido su moderado incremento en relación con otras crisis, teniendo en cuenta la magnitud de la caída acumulada del PIB desde el Gran Confinamiento. A ello han contribuido los avances y mejoras en la regulación laboral tras la reforma de 2012, que han permitido durante la crisis mejorar la flexibilidad interna en las empresas, haciendo uso, por ejemplo, de los ERTE, que han sido financiados por el sector público. Aunque la contención de la subida de la tasa de desempleo ante caídas tan acusadas de la producción es una muy buena noticia, el escaso avance que ha existido en la reducción de la misma desde el colapso de la producción en 2T2020, siembra ciertas dudas sobre la capacidad de recuperar los niveles pre-pandemia cuando la producción vuelva a su nivel potencial. En cualquier caso, el objetivo sobre la tasa de desempleo debería fijarse no sobre las cifras inmediatamente anteriores a la pandemia, sino sobre la media de los países europeos con un mercado de trabajo más eficiente.

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

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, la pronunciada recuperación de las vacantes, no acompañada de una mejoría en la tasa de desempleo, nos han ido alejando de la Curva de Beveridge original y nos muestran un cierto grado de aumento en la disfuncionalidad del mercado de trabajo, que sin duda habría sido mayor sin las medidas articuladas, pero que conviene corregir lo antes posible.**

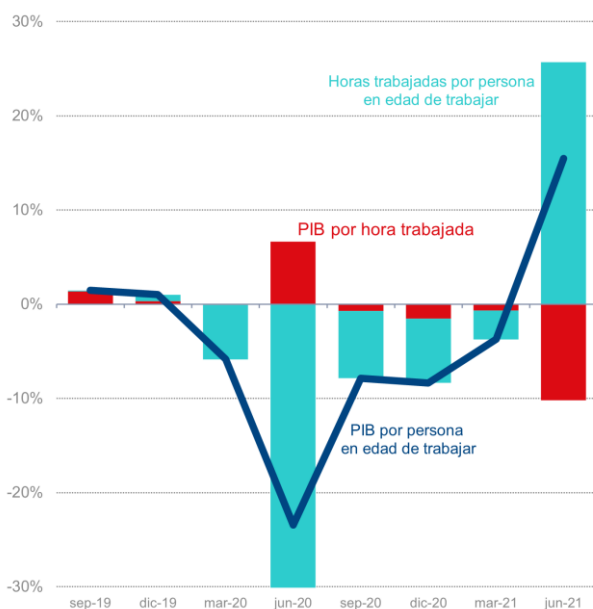
El **Gráfico 9** descompone la caída interanual del PIB por PET en productividad (PIB por hora trabajada) y el número de horas por PET. Esta descomposición contable, no basada en perturbaciones estructurales, muestra que **el crecimiento interanual del PIB por PET en el 2T2021 se explica por un aumento extraordinario en las horas trabajadas por PET (25,7%), compensada por una significativa caída de la productividad del PIB por hora trabajada (-10%).** Así pues, en términos del crecimiento trimestral acumulado del PIB por PET desde el trimestre en el que la pandemia golpeó con más fuerza, el número de horas trabajadas por persona en edad de trabajar ha sido claramente procíclico, mientras que la productividad del trabajo ha tenido un claro comportamiento

contracíclico, en línea con los resultados de BBVA Research (2020). Cabe señalar que la última revisión del PIB realizada por el INE ha tenido un efecto significativo sobre la peor evolución de la productividad en el 2T2021.

La lectura de los Gráficos 7 a 9 incide en una idea que ya destacamos en anteriores Observatorios: 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 aspecto nos acercan 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. Sin embargo, el comportamiento de la productividad sigue siendo atípico, ya que la productividad por hora aumentó en 2T2020 y disminuyó en 2T2021, mostrando un comportamiento contracíclico.

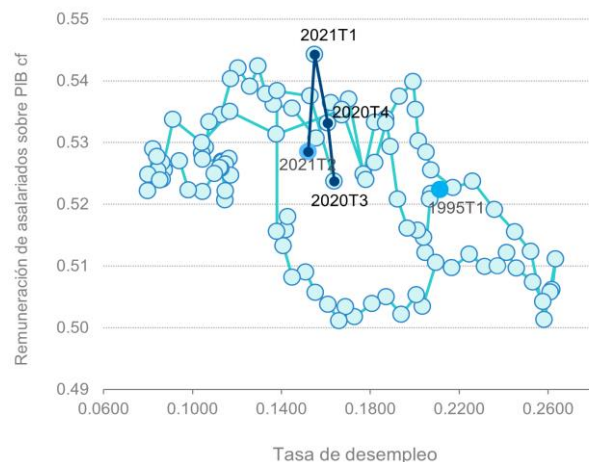
En cuanto a la participación de la remuneración de asalariados sobre el PIB al coste de los factores (**Gráfico 10**), España alcanzó el último trimestre de 2019 con una participación de los salarios en la renta agregada del 51,7% y una tasa de desempleo del 13,8%. Tras la crisis del coronavirus, en el segundo trimestre de 2021, la participación de los salarios había aumentado al 52,9% con una tasa de desempleo del 15,2%. Este resultado 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 asalariados, aspectos que analizamos con más detalle en la siguiente sección.

Gráfico 9. **DESCOMPOSICIÓN DEL CRECIMIENTO DEL PIB POR PERSONA EN EDAD DE TRABAJAR (PET) EN PIB POR HORA Y HORAS POR PET, 3T2019-2T2021**



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, 1T1995-2T2021**



Dados desestacionalizados.

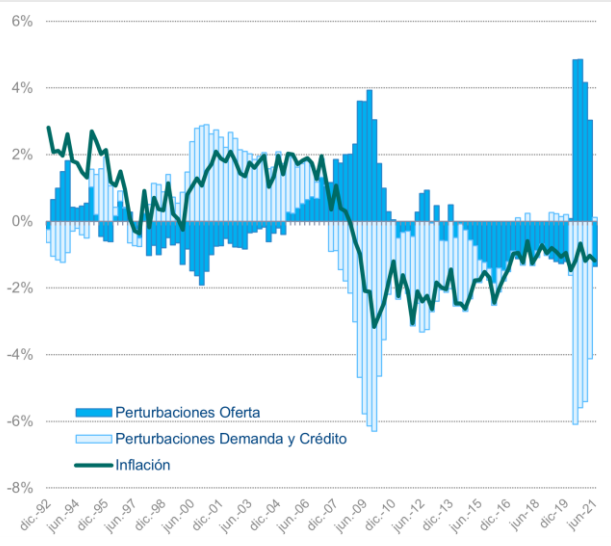
Fuente: Elaboración propia a partir del INE

4. El comportamiento del deflactor del PIB y los salarios reales

En esta sección abordamos el estudio de dos variables macroeconómicas cuya dinámica se relaciona con múltiples factores, incluyendo el nivel de competencia en el mercado de bienes y servicios y en el mercado de trabajo. A su vez, el comportamiento de la inflación de precios y el crecimiento de los salarios reales tiene importantes implicaciones sobre otras variables macroeconómicas, como el bienestar de los hogares, la competitividad de las empresas o los niveles de deuda en términos reales.

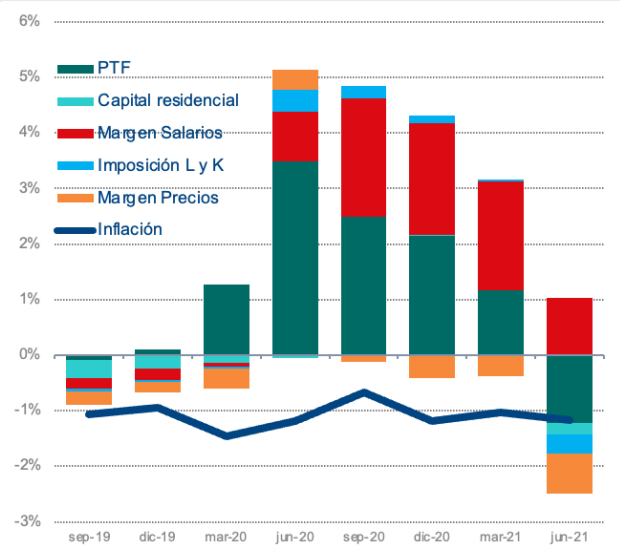
El **Gráfico 11** pone en perspectiva histórica el comportamiento de la inflación (medida como la tasa de crecimiento interanual del deflactor del PIB con respecto al promedio histórico de 2,2%) desde 4T1992 hasta 2T2021. También se muestra la descomposición histórica en términos de los shocks subyacentes identificados por el modelo. En el gráfico se observa el rápido proceso de reducción de la inflación entre 2007 y 2009, el posterior estancamiento alrededor de 2 pp por debajo de la tendencia histórica, y el ascenso paulatino que se inicia en el año 2016. Este último ascenso coincide con un intenso aumento de las tensiones sobre los precios originadas por perturbaciones de demanda y crédito. **Con la crisis de la COVID-19 se produce una reversión en los factores que contribuyen a la explicación del crecimiento interanual del deflactor del PIB:** las intensas perturbaciones negativas de oferta empujaron al deflactor al alza, pero se compensaron por la contribución de las perturbaciones negativas de demanda incluso más intensas y de signo opuesto. Sin embargo, el paulatino menor impacto de los shocks de oferta desde el 2T2020 se manifiesta en que cuando comparamos el crecimiento anual de los precios entre 2T2020 y 2T2021, es básicamente el shock positivo de oferta el que explica el comportamiento cíclico de la inflación en el segundo trimestre del año en curso.

Gráfico 11. **TASA DE CRECIMIENTO INTERANUAL DEL DEFLACTOR DEL PIB CON RESPECTO A LA TASA MEDIA DE CRECIMIENTO, 4T1992-2T2021**



Fuente: Elaboración propia a partir del INE

Gráfico 12. **TASA DE CRECIMIENTO INTERANUAL DEL DEFLACTOR DEL PIB Y CONTRIBUCIONES DE LAS PERTURBACIONES DE OFERTA, 3T2019-2T2021**

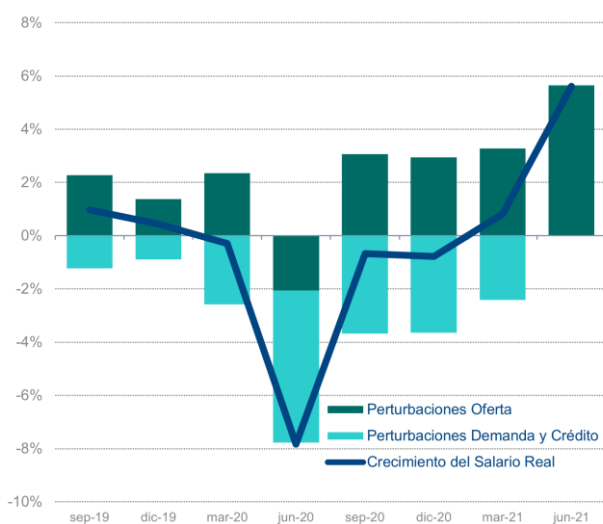


Fuente: Elaboración propia a partir del INE

El **Gráfico 12** pone el foco en lo sucedido en los dos últimos años. Observamos que la desviación del crecimiento del deflactor del PIB se mueve de una forma estacionaria en torno al -1% con respecto a la media histórica (lo que significa tasas de crecimiento interanuales del deflactor del PIB alrededor del 1,2%). En este Observatorio nos interesa de modo especial lo sucedido en el segundo trimestre de 2021, dado que la tasa de crecimiento interanual representa la tasa de crecimiento trimestral acumulada desde el Gran Confinamiento. Lo que nos muestra el gráfico es **que el shock positivo a la PTF (principalmente), al capital residencial, y a los tipos implícitos sobre el trabajo y el capital han contribuido a mantener moderada la tasa de crecimiento del deflactor del PIB**. Los márgenes salariales han empujado al alza el crecimiento del deflactor de manera significativa, mientras que la disminución de los márgenes de precios han contenido el aumento de la inflación. Adicionalmente, llama la atención, no obstante, el cambio en la dirección de la contribución de la PTF con respecto a los trimestres anteriores al Gran Confinamiento, lo que se explica por los dos trimestres que se están comparando.

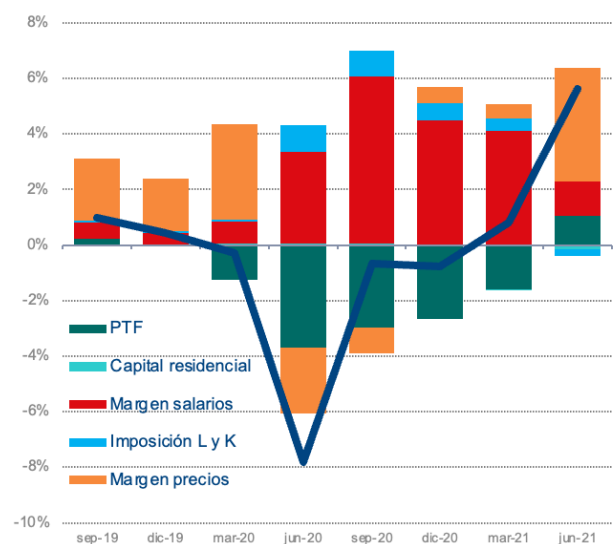
En los dos siguientes gráficos investigamos los shocks que determinan la dinámica en el crecimiento de los salarios reales (en desviaciones con respecto a la media de la tasa de crecimiento histórica). El **Gráfico 13** muestra la importante caída en la tasa de crecimiento interanual en el segundo trimestre de 2020, así como su rápida recuperación posterior. También se detecta cómo el desplome de la variable en 2T2020 (-7,8%) se debe tanto a factores de oferta (-2,1%) como, sobre todo, a los de demanda (-5,7%). Sin embargo, fijándonos ahora en el segundo trimestre de 2021, para captar la recuperación acumulada en el año posterior al Gran Confinamiento, vemos que **la perturbación agregada de oferta explica la totalidad de la tasa de crecimiento interanual de los salarios reales (5,6%)**.

Gráfico 13. **TASA DE CRECIMIENTO INTERANUAL DEL SALARIO REAL CON RESPECTO A LA TASA MEDIA DE CRECIMIENTO, 4T1992-2T2021**



Fuente: Elaboración propia a partir del INE

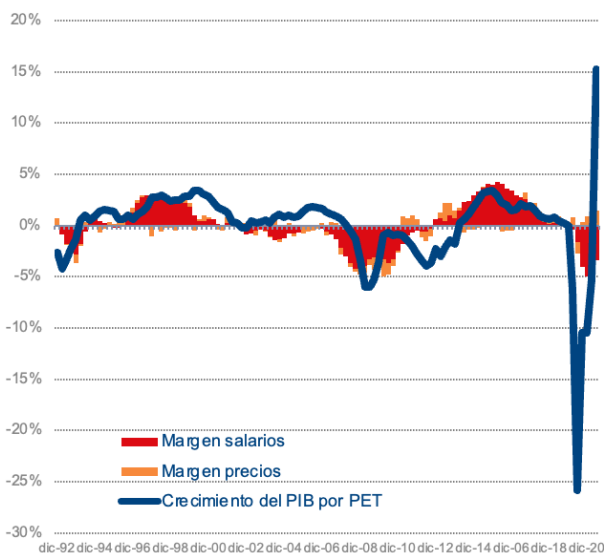
Gráfico 14. **TASA DE CRECIMIENTO INTERANUAL DEL SALARIO REAL Y CONTRIBUCIONES DE LAS PERTURBACIONES DE OFERTA, 3T2019-2T2021**



Fuente: Elaboración propia a partir del INE

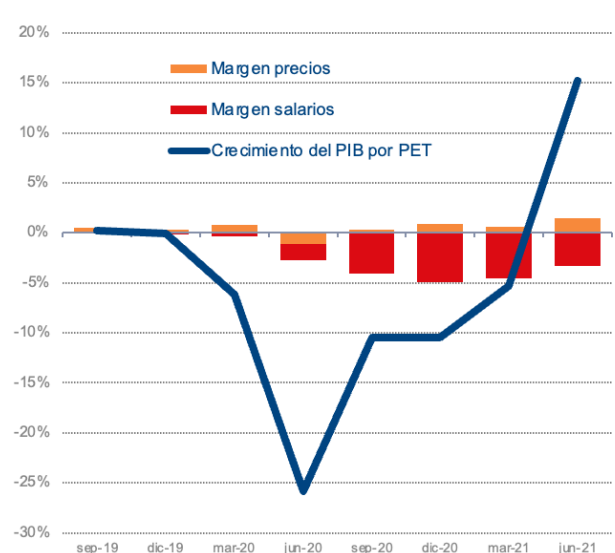
En el **Gráfico 14** se recoge la desagregación de los responsables de la evolución del shock agregado de oferta. La información correspondiente al segundo trimestre de 2021 indica que la recuperación en la tasa de crecimiento interanual de los salarios reales es consecuencia principalmente de la perturbación que afecta a los márgenes (que explican 5,3 pp), mientras que la PTF, que había jugado un papel muy relevante en el desplome de 2020 (con una contribución negativa de -3,7 pp) ha ido perdiendo peso en el transcurso del año hasta pasar a contribuir positivamente en 2T2021 con un 1%. Por lo que respecta a la contribución de los márgenes, han sido los de salarios los que más han contribuido al crecimiento del salario real hasta 1T2021, mientras que la disminución de los márgenes de precios es la responsable del aumento de los salarios en 2T2021.

Gráfico 15. TASA DE CRECIMIENTO INTERANUAL DEL PIB POR PET Y CONTRIBUCIONES DE LOS MÁRGENES DE SALARIOS Y PRECIOS, 4T1992-2T2021



Fuente: Elaboración propia a partir del INE

Gráfico 16. TASA DE CRECIMIENTO INTERANUAL DEL PIB POR PET Y CONTRIBUCIONES DE LOS MÁRGENES DE SALARIOS Y PRECIOS, 3T2019-2T2021



Fuente: Elaboración propia a partir del INE

Por último, los **Gráficos 15 y 16** analizan la contribución por separado de los márgenes de precios y de salarios al crecimiento del PIB por persona en edad de trabajar, tanto para la muestra completa como para los últimos ocho trimestres. En general, en el **Gráfico 15** se observa que la contribución de los márgenes de salarios ha sido mayor a lo largo de los ciclos económicos que la de los márgenes de precios. En la Gran Recesión, los márgenes de salarios tuvieron una clara contribución negativa, mientras que en la recuperación posterior ocurrió todo lo contrario. Estos resultados son similares a los obtenidos por Doménech, García y Ulloa (2018), quienes estiman ambos márgenes en un VAR estructural para la economía española utilizando un modelo con comportamiento no competitivo en los mercados de trabajo y de productos. La evidencia más reciente (**Gráfico 16**) indica que los márgenes salariales están teniendo una contribución negativa y muy significativa al crecimiento del PIB por PET, sobre todo desde 2T2020, en claro contraste con su aportación positiva hasta 2018. Por el contrario, la contención de los márgenes de precios han contribuido positivamente al crecimiento de la actividad durante la fase de recuperación tras el Gran Confinamiento. La cuestión es cuánto puede seguir contribuyendo este factor, teniendo en cuenta la disminución del excedente bruto de explotación de las empresas que ello supone y la presión puramente exógena que están ejerciendo los cuellos de botella en las cadenas globales de producción.

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 Reserach (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.

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

