

OBSERVATORIO SOBRE EL CICLO ECONÓMICO EN ESPAÑA

Ciclo económico, empleo y productividad en 2023

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

25 de abril de 2024

Mensajes principales

- En este Observatorio se evalúan los factores que explican el **comportamiento cíclico del PIB en España, el empleo equivalente a tiempo completo y la productividad hasta el 4T2023**.
- **La brecha del PIB por PET con respecto a su nivel tendencial** se ha ampliado con respecto al anterior Observatorio, y ya **se sitúa en -3,2 pp en el 4T2023**, mientras que su **tasa de crecimiento interanual del PIB por PET fue 1,1 pp inferior a la tasa de crecimiento media tendencial**.
- Los **shocks de oferta han contribuido negativamente, con alrededor de 0,9 pp del crecimiento interanual observado en el 4T2023**. Durante el año 2023 continuó la **aportación positiva de los márgenes de precios**, cuya reducción es el principal factor que sustenta el crecimiento del PIB por PET.
- **El shock a la demanda de vivienda es el principal factor que empuja hacia arriba el crecimiento del PIB, con una contribución positiva de 1,3 pp**.
- El **indicador de tensionamiento del mercado de trabajo en España sigue aumentando**. Con respecto al cuarto trimestre de 2019, la relación entre vacantes y desempleo ha crecido un 66%.
- **El año 2023 ha sido especialmente negativo en términos de crecimiento de la productividad**. La tasa de crecimiento anual del PIB por PET se ha visto lastrada en 0,8 pp por el mal comportamiento del PIB por hora trabajada, mientras que las horas por PET han mantenido el crecimiento del PIB por PET.
- Tras la Gran Recesión, **los ocupados, el empleo equivalente a tiempo completo, y las horas totales trabajadas muestran una clara brecha con respecto al PIB por PET**.
- **Durante la crisis de la Covid y la posterior recuperación, el comportamiento de las cuatro series entre sí difiere de modo notable**.
- **La tasa de crecimiento del empleo ETC se sitúa por encima de su tendencia histórica** y su evolución durante 2023 se explica prácticamente en su totalidad por **perturbaciones de oferta**. Los shocks sobre la inversión residencial (posiblemente por los cuellos de botella en el mercado de trabajo en dicho sector), la imposición sobre el trabajo y el capital, y los diferenciales en tipos de interés (que habían tenido una contribución positiva en la mayor parte del periodo) empujan hacia abajo el crecimiento del empleo ETC.
- **El crecimiento de la productividad durante 2023 ha sido inferior a la media de su crecimiento histórico**. La evolución de la productividad en la frecuencia cíclica puede esconder comportamientos diversos del PIB y el empleo, pudiendo dar lugar a aumentos de la productividad originados por un peor comportamiento del empleo que del PIB.
- **La brecha negativa en el PIB por PET de España con respecto a la UE8 se ha ampliado durante el siglo XXI**, situándose en un 23,7% en la media del trienio 2020-2022.
- De las cuatro variables en las que se descompone contablemente el PIB por PET (**productividad por hora, hora por empleado, tasa de empleo y tasa de actividad**), **España mantiene un diferencial negativo persistente con la UE8 en todas ellas menos en las horas por empleado**.

1. Introducción

En esta edición del Observatorio del Ciclo se aborda el estudio de los determinantes del ciclo económico en España con la información completa hasta el **cuarto trimestre** de 2023. Para ello, utilizamos una descomposición de *shocks* a partir del modelo macroeconómico EREMS (véase Boscá et al. 2020). Desde la anterior edición del Observatorio se han producido cambios favorables en la evolución de la inflación y del PIB anual, que se han comportado mejor de lo esperado a principios de 2023. El crecimiento del PIB ha coincidido con un aumento notable de la población en edad de trabajar, básicamente debido al aumento de la participación laboral de la población extranjera. **Desde el cuarto trimestre de 2019** hasta el último trimestre de 2023, el aumento de la población activa foránea en España ha sido de 569.000 personas, lo que **representa un 71,2% de la variación total**. En cuanto al **empleo**, aunque su comportamiento en términos de afiliados a la seguridad social durante 2023 ha sido positivo, **subsiste la incertidumbre en cuanto a la utilización efectiva del trabajo de aquellos trabajadores con un contrato fijo discontinuo. En este observatorio ponemos el foco en los factores estructurales que explican el comportamiento del empleo equivalente a tiempo completo (ETC)**. La relación entre el PIB y el empleo ETC nos permitirá **estudiar el comportamiento de la productividad** e identificar los principales factores que están lastrando su crecimiento.

Más en concreto, **en este Observatorio descomponemos las tasas de crecimiento del PIB, el empleo ETC y la productividad de la economía española según la contribución de las distintas perturbaciones identificadas**. El modelo incorpora un sector bancario que permite estimar distintos tipos de perturbaciones financieras, además de fiscales y monetarias, a la competencia en el mercado de bienes y servicios, procedentes de distintos tipos de cambios tecnológicos, perturbaciones procedentes de la economía exterior, y otras perturbaciones macroeconómicas.

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

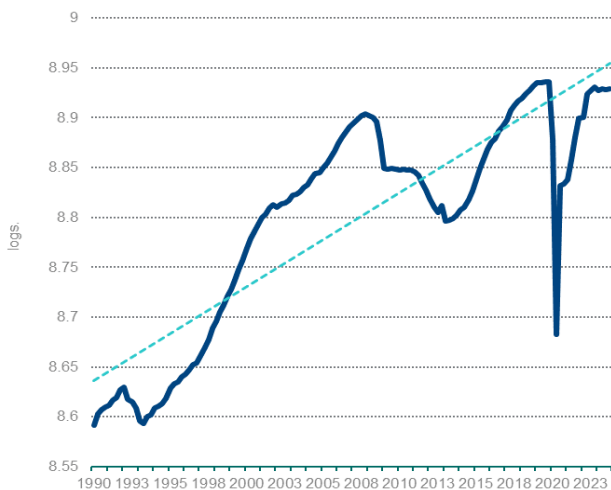
En la segunda sección del presente observatorio se analizan los **factores de oferta, demanda y crédito que subyacen a la evolución del PIB por población en edad de trabajar (PIB por PET)**, para pasar en el apartado tercero a un análisis de **la caracterización cíclica del mercado de trabajo con metodologías de equilibrio parcial**. Tras estas dos secciones, que son fijas en todos los observatorios, nos centramos, en las secciones cuarta y quinta, en el **análisis de empleo y la productividad**. Así, la sección 4 estudia los **determinantes estructurales del ciclo del empleo ETC y la productividad en España**, mientras que en la quinta y última sección se realiza una **comparación intertemporal**, con respecto a ocho países de referencia de la Unión Europea (UE8), de **un indicador de cinco dimensiones que subyacen al comportamiento del PIB por persona en edad de trabajar**.

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

El **Gráfico 1** representa el PIB real por población en edad de trabajar (PIB por PET) que, en comparación con el PIB agregado, es una variable más adecuada para medir el crecimiento y la renta de una economía, y para realizar comparaciones internacionales. También se representa la tendencia lineal estimada desde el primer trimestre de 1990 hasta el segundo de 2023. Bajo el supuesto de que la tendencia lineal aproxima adecuadamente la senda de equilibrio a largo plazo, la caída de la producción tan acusada en el año 2020 ha reducido ligeramente **el crecimiento tendencial del PIB por persona en edad de trabajar desde 1990, que se estima en torno a un 1% anual.**

El **PIB por PET** detuvo su recuperación en el segundo trimestre de 2022 y, desde entonces, presenta un perfil plano que lo aleja del crecimiento potencial histórico de nuestra economía. A finales 2023, el PIB por PET se situaba 0,6 puntos por debajo del valor alcanzado en el último trimestre previo a la pandemia, situando **la brecha con respecto a su tendencia en -3,2 pp en el 4T2023**. Si la divergencia entre el PIB por PET y su nivel potencial se prolonga en el tiempo habrá que asumir que la recuperación posterior a la pandemia ha sido incompleta, y que la tasa de crecimiento potencial de nuestra economía se ha reducido considerablemente por debajo del 1% histórico.

Gráfico 1. **PIB POR PERSONA EN EDAD DE TRABAJAR, 1T1990-4T2023**



Fuente: Elaboración propia a partir del INE

Gráfico 2. **TASA DE CRECIMIENTO INTERANUAL DEL PIB POR PERSONA EN EDAD DE TRABAJAR, 1T2009-4T2023 (%)**



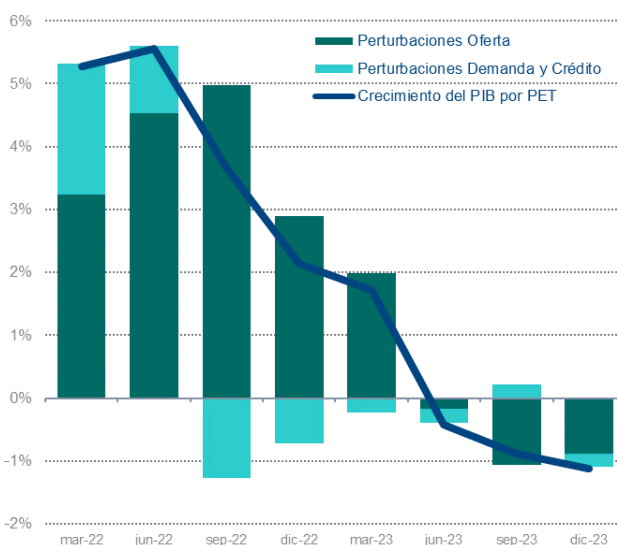
Desviaciones respecto al promedio muestral.
Fuente: Elaboración propia a partir del INE

En el **Gráfico 2** se representa la desviación de la tasa de crecimiento interanual del PIB por población en edad de trabajar con respecto a su media muestral desde 2008. Un valor cero indica que la tasa de crecimiento interanual observada coincide con la tendencial, mientras que valores positivos (negativos) recogen tasas de crecimiento interanuales superiores (inferiores) a la de la tendencia. Se confirma la pauta ya detectada en

anteriores observatorios de **fuerte ralentización del crecimiento económico en términos de PIB por persona en edad de trabajar. En concreto, en 4T2024 la tasa de crecimiento interanual del PIB fue 1,1 pp inferior a la tasa de crecimiento media tendencial.** El encadenamiento de tres trimestres consecutivos con tasas de crecimiento interanuales inferiores a la tendencia parecen conformar el fin del ciclo expansivo que se inició en el 2T2021.

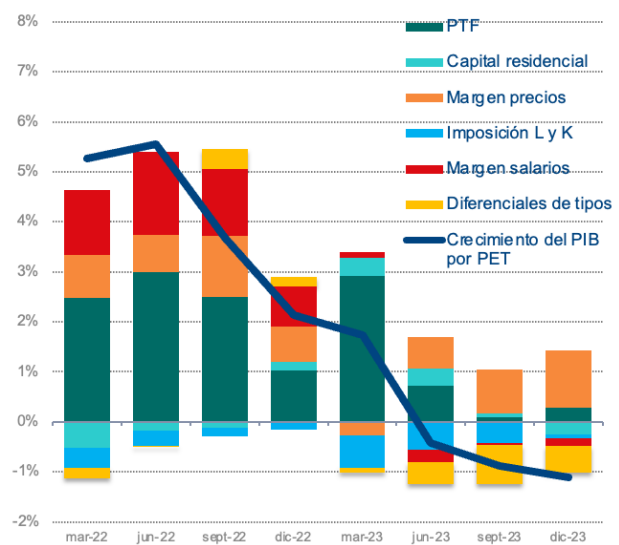
Los movimientos en las tasas de crecimiento interanuales se explican por cambios sustanciales en los **factores de oferta y demanda.** El **Gráfico 3** presenta la **contribución estimada de las perturbaciones agregadas de oferta, demanda y crédito a la tasa de crecimiento** interanual del PIB por PET en los últimos ocho trimestres. Las barras por encima del eje horizontal indican que la respectiva perturbación ha contribuido positivamente al ciclo económico, mientras que aquellas por debajo se corresponden con contribuciones negativas. La suma de todas las contribuciones es igual a la desviación respecto a su promedio de largo plazo de la tasa de crecimiento interanual del PIB por PET, que se representa en el Gráfico 2 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, 1T2022-4T2023



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, 1T2022-4T2023



Desviaciones respecto al promedio muestral.
Fuente: Elaboración propia

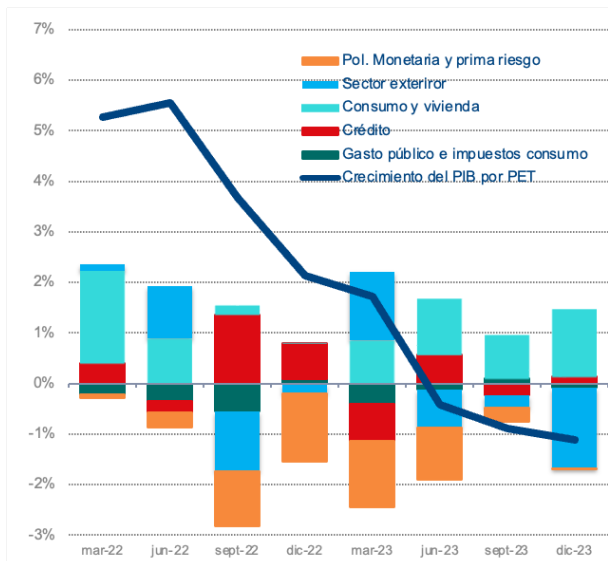
Para la correcta interpretación de los resultados, conviene destacar que, al medirse las variables en términos de tasas de crecimiento interanuales, la observación de las series correspondientes a un periodo recoge el efecto sobre la suma acumulada de tasas de crecimiento intertrimestrales en los cuatro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

Las perturbaciones de oferta, que habían sido el principal motor del crecimiento económico positivo durante el año 2022, compensando la contribución negativa de los factores de demanda y crédito, han ido cambiando de

signo durante el año 2023, de modo que **la tasa de crecimiento anual negativa (al situarse por debajo de su media tendencial) del PIB por PET durante 2023 viene explicada, en su mayoría, por perturbaciones del lado de la oferta agregada.** En concreto, los shocks de oferta detraerían alrededor de 0,9 pp del crecimiento interanual observado en el 4T2023, explicando las perturbaciones de demanda los 0,2 pp restantes.

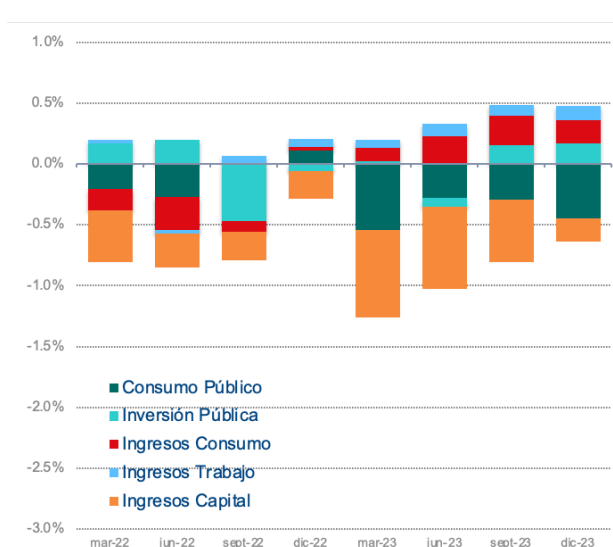
Durante el año 2022, la aportación positiva al crecimiento del PIB por PET de los shocks de oferta estuvo sustentada, fundamentalmente, por perturbaciones a la productividad total de los factores (PTF) y por el comportamiento de los márgenes salariales y de precios (Gráfico 4). **Durante el año 2023 continúa la aportación positiva al crecimiento de los márgenes de precios, que se erigen como el principal factor que sustenta el crecimiento del PIB por PET. Las empresas no han trasladado completamente a los precios finales el aumento en los costes de producción. Sin este comportamiento, el crecimiento anual durante 2023 del PIB por PET habría sido 1,2 pp más negativo.** Por otra parte, en los últimos trimestres del periodo estudiado han entrado en juego los diferenciales de tipos de interés, como consecuencia de una política monetaria más restrictiva por parte del BCE, que han reducido la tasa de crecimiento del PIB por PET durante 2023 en aproximadamente 0,5 pp, mientras que el shock al capital residencial lo ha hecho en 0,2 pp. Curiosamente, la imposición sobre el trabajo y el capital, que aparecía en anteriores observatorios como el único factor entre los de oferta que había mostrado una persistente contribución negativa en el periodo post-pandemia, pasa a tener un impacto neutro sobre el crecimiento anual del PIB por PET en 2023.

Gráfico 5. **CONTRIBUCIONES DE POLÍTICA MONETARIA, GASTO PÚBLICO E IMPUESTOS SOBRE CONSUMO, CRÉDITO, SECTOR EXTERIOR, CONSUMO PRIVADO Y VIVIENDA, 1T2022-4T2023**



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, 1T2022-4T2023**



Desviaciones respecto al promedio muestral.
Fuente: Elaboración propia

Los shocks de demanda y crédito están contribuyendo negativamente a las tasas de crecimiento interanuales del PIB por PET desde el 3T2022 aunque, como ya se ha comentado, su contribución agregada en el 4T2023 ha sido marginal. Sin embargo, este pequeño impacto en agregado esconde efectos nada despreciables de las distintas perturbaciones que conforman el shock agregado de demanda. De acuerdo con la desagregación de las perturbaciones de demanda y crédito del **Gráfico 5, el shock al consumo y la vivienda contribuyó con 1,3 pp al crecimiento anual del PIB por PET, debido en su totalidad al tirón del shock sobre la vivienda.** Por el lado negativo, **el shock procedente del sector exterior sustrajo 1,6 pp de crecimiento anual durante 2023, básicamente por un peor comportamiento de las exportaciones que el esperado por el modelo.** Sin embargo, el efecto negativo de la política monetaria discrecional (es decir, la parte no explicada por el aumento de la inflación y del PIB) ha ido desapareciendo durante ese periodo, tras la escalada en los tipos durante 2022 y parte de 2023.

El **Gráfico 6** amplía la representación gráfica de las contribuciones procedentes del consumo y la inversión públicas, por un lado, y de los ingresos públicos por el otro. **En agregado, la contribución del sector público ha sido neutra.** Por el lado positivo destacan los impuestos al consumo (contribución de 0.2 pp), por las reducciones de distintos impuestos indirectos como el IVA para hacer frente a las consecuencias de la guerra en Ucrania y shock energético, y la inversión pública (contribución de 0,2 pp) cuyo dato ha experimentado una notable revisión al alza durante la segunda mitad de 2023. Por el lado negativo, la perturbación del consumo público sustrajo 0.4 puntos de crecimiento, mientras que los shocks al impuesto sobre el capital redujeron el crecimiento del PIB por PET en 0,2 pp. Cabe destacar la elevada incertidumbre a la que están sujetos en los últimos años los observables sobre ingreso y gastos del sector público, consecuencia de importantes revisiones y desfases en la información necesaria para elaborar las series.

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 cuarto trimestre de 2023. La tasa de desempleo se situó a finales de 2023 en el 11,9%. Tendríamos que remontarnos hasta el 3T2008 para encontrar en España una tasa de desempleo tan baja. Por su parte la tasa de vacantes todavía experimentó una recuperación más rápida, cruzando el nivel prepandemia en el segundo trimestre de 2021. Desde entonces, y hasta el cuarto trimestre de 2023, la tasa de vacantes ha estado creciendo ininterrumpidamente hasta situarse en un 0,63%, tasa equivalente a la que se observó en el año 2002 en pleno ciclo expansivo y con tasas de vacantes crecientes. **El indicador de tensionamiento del mercado de trabajo en España, definido como las vacantes entre el desempleo, ha aumentado un 56% desde el cuarto trimestre de 2019.** La tendencia reciente parece indicar que la reducción en el desempleo ha coincidido en el tiempo con un aumento intenso en la tasa de vacantes. Tal vez por ello, **los shocks a los márgenes de salarios, que habían contribuido de manera muy positiva al crecimiento del PIB por PET durante 2022 hayan pasado a tener una contribución ligeramente negativa en 2023.** En los próximos trimestres habrá que prestar atención a la evolución de la variable de tensionamiento del mercado de trabajo y a cómo se traslada este fenómeno a los márgenes salariales.

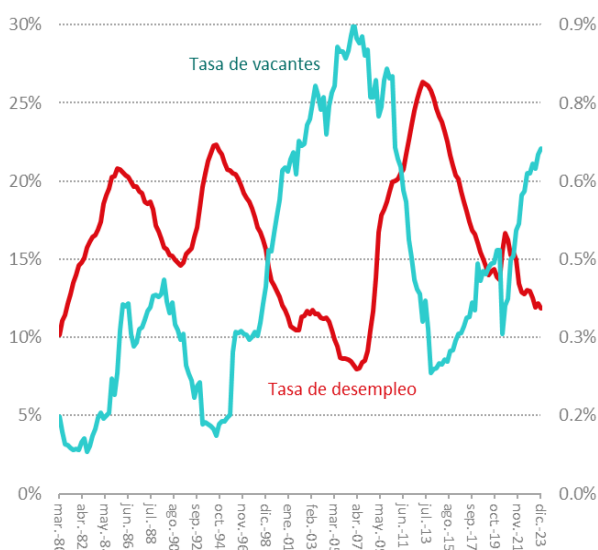
La curva de Beveridge (Gráfico 8) permite estudiar la relación entre vacantes y desempleo desde otra óptica. Los desplazamientos a lo largo de la curva de Beveridge, como entre 2010 y 2013, son principalmente

resultado del ciclo económico. Sin embargo el desplazamiento hacia el exterior observado entre 2007 y 2009, coincidiendo con la Gran Recesión, puede interpretarse como un aumento del desajuste en el mercado de trabajo y una menor eficiencia en el emparejamiento de desempleados y vacantes debido a una reducción en la eficiencia de la asignación entre empleadores que buscan trabajadores y las habilidades específicas que poseen los trabajadores, a una reducción en la intensidad del esfuerzo de búsqueda de los empleadores, o a un aumento en porcentaje de desempleados de larga duración, con mayores dificultades para dejar el desempleo (Barlevy, Faberman, Hobijn y Sahin, 2023).

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 último trimestre de 2019, la ratio entre vacantes y desempleo se situaba en un nivel consistente con el ciclo expansivo anterior a la Gran Recesión.

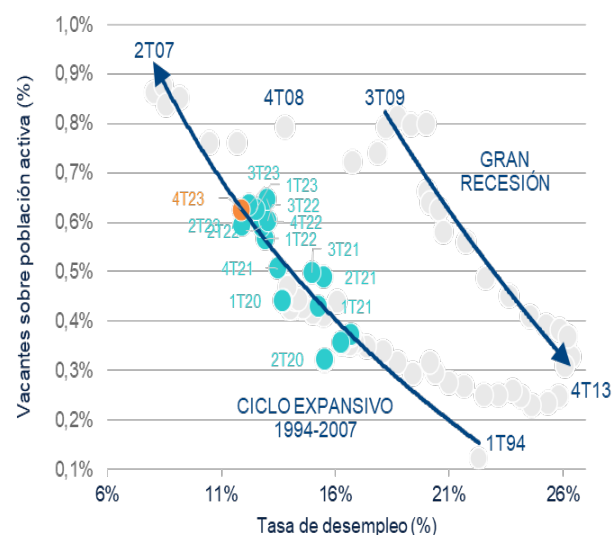
Durante la crisis de la Covid, la relación entre las tasas de vacantes y desempleo no se alejó de la curva de Beveridge inicial, a diferencia de lo observado en Estados Unidos, donde los procesos de recontractación, abandonos de puestos de trabajo, y reubicación de trabajadores supuso un fuerte desplazamiento hacia la derecha de la curva de Beveridge (Barlevy, Faberman, Hobijn y Sahin, 2023). **En el 4T2023 la relación entre vacantes y desempleo sigue situándose sobre la curva de Beveridge del ciclo expansivo anterior a la Gran Recesión.** El desplazamiento hacia el rango superior izquierdo a lo largo de la misma, iniciado tras el confinamiento por la pandemia, es un reflejo del aumento en las tensiones que están afectando al mercado de trabajo.

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



Fuente: Elaboración propia a partir del INE

Gráfico 8. **CURVA DE BEVERIDGE**



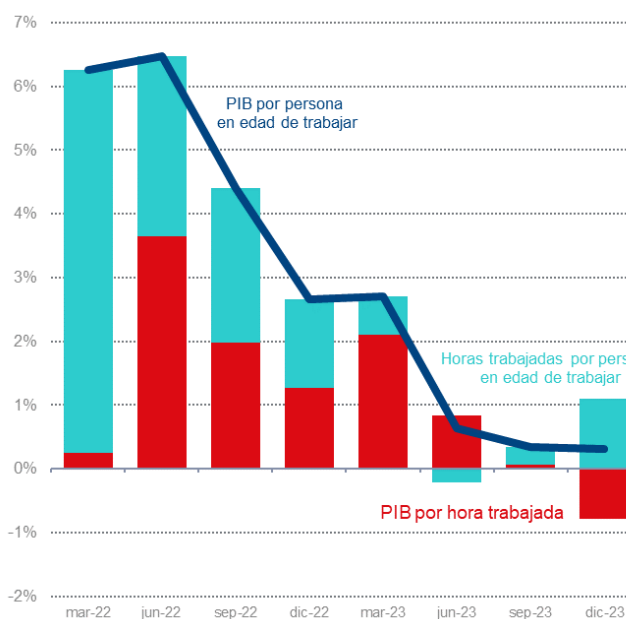
Fuente: Elaboración propia a partir del INE

El **Gráfico 9** descompone la variación interanual del PIB por PET, en PIB por horas trabajadas (productividad) y el número de horas trabajadas por PET. Se trata de una descomposición contable no basada en perturbaciones

estructurales. Con respecto al anterior observatorio, la revisión del INE ha cambiado la imagen obtenida de esta descomposición. La acusada caída observada en la tasa de crecimiento del PIB por PET en los dos últimos años se explica tanto por la caída en la tasa de crecimiento en el número de horas trabajadas por PET, como en la tasa de crecimiento de la productividad por hora trabajada. Sin embargo, **el año 2023 ha sido especialmente negativo en términos de crecimiento de la productividad**. Según la información correspondiente al 4T2023, **la tasa de crecimiento anual del PIB por PET se ha visto lastrada un 0,8 pp por el mal comportamiento del PIB por hora trabajada**, mientras que las horas por PET han mantenido el crecimiento del PIB. Un análisis más detallado de los factores que subyacen a las horas y a la productividad se realizará en la sección 4 del presente observatorio.

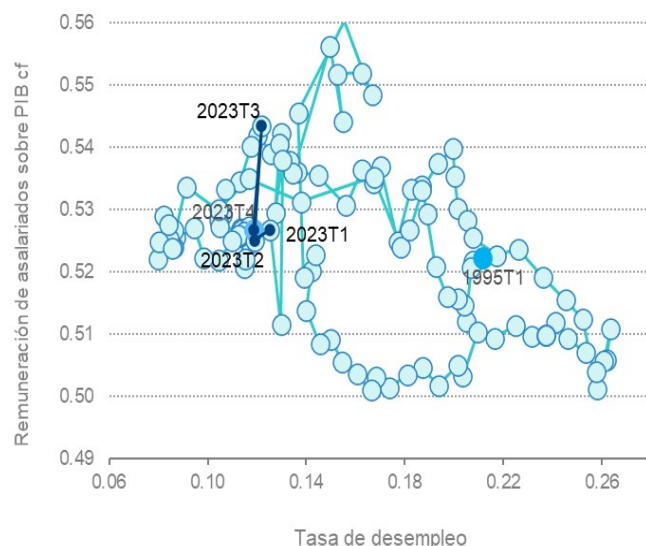
El **Gráfico 10** muestra la **remuneración de los asalariados sobre el PIB al coste de los factores y su relación con la tasa de desempleo**. En la serie histórica utilizada, que empieza en el 1T1995, la remuneración de los asalariados sobre PIB ha variado entre el 50% y el 56%, con el grueso de los trimestres comprendido entre el 52 y el 54%. En el último trimestre de 2019 anterior a la pandemia de la Covid, la participación de los salarios en la renta agregada fue del 51,9%, con una tasa de desempleo del 13,8%. **La evolución de las series durante 2023 se mantienen cerca del promedio muestral, excepto el 3T2023, cuando la participación de la masa salarial en el PIB aumentó al 54,4%**.

Gráfico 9. **DESCOMPOSICIÓN DEL CRECIMIENTO DEL PIB POR PERSONA EN EDAD DE TRABAJAR (PET) EN PIB POR HORA Y HORAS POR PET, 1T2022-4T2023**



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, 1T1995-4T2023**

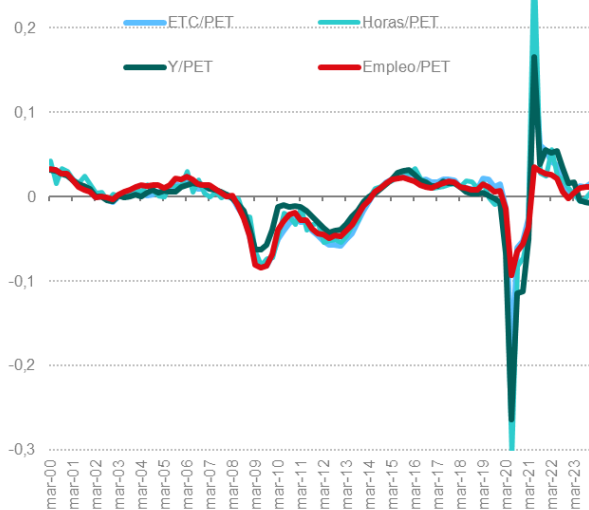


Datos desestacionalizados. Fuente: Elaboración propia a partir del INE

El **Gráfico 11** muestra la **evolución del crecimiento anual trimestre a trimestre del PIB por PET, el empleo, el empleo equivalente a tiempo completo (ETC), y las horas de trabajo**, después de descontar su tasa de crecimiento media durante el periodo muestral. El **Gráfico 12** hace una **ampliación de la imagen para el periodo comprendido a partir de 4T2019**, utilizando este trimestre como periodo base. Hasta la crisis financiera, el comportamiento cíclico entre sí de las tres series de utilización del factor trabajo, y de éstas con el PIB por PET, es muy similar. **Tras la Gran Recesión las series de utilización del trabajo muestran una clara brecha con respecto al PIB por PET.**

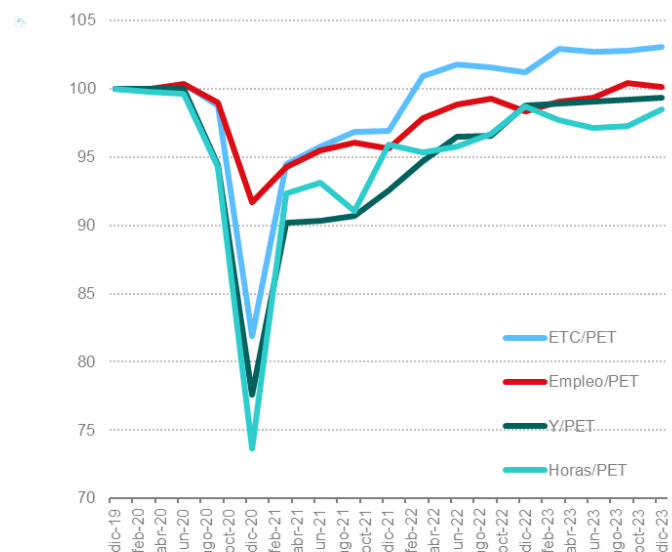
Durante la crisis de la Covid y la posterior recuperación, el comportamiento de las cuatro series entre sí difiere de modo notable. Mientras que las horas totales de trabajo caen más que el PIB en 2T2020, el empleo lo hace en una proporción muy inferior, al tiempo que el empleo ETC/PET disminuye casi tanto como el PIB por persona en edad de trabajar. La recuperación posterior muestra un crecimiento más intenso del empleo ETC por persona en edad de trabajar. En el otro extremo, las horas/PET se sitúan 1,5 puntos por debajo de su nivel pre crisis. El PIB por persona en edad de trabajar se encontraba a finales de 2023 algo más de medio punto por debajo de su nivel del 4T2019.

Gráfico 11. **CRECIMIENTO DEL PIB POR PET, EMPLEO, EMPLEO ETC, Y HORAS DE TRABAJO, 1T2000-4T2023**



Fuente: Elaboración propia a partir del INE

Gráfico 12. **PIB POR PET, EMPLEO, EMPLEO ETC, Y HORAS DE TRABAJO, 4T2019 = 100**



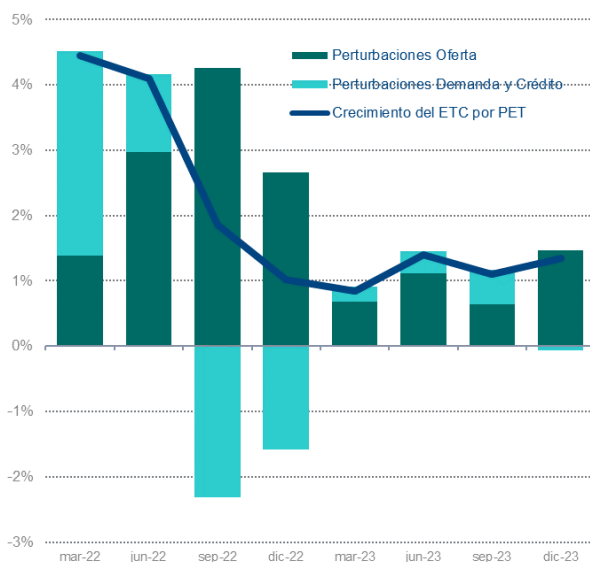
Fuente: Elaboración propia a partir del INE

4. Análisis de la evolución reciente del empleo y la productividad

En esta sección nos centramos en el estudio del empleo ETC que, como hemos visto, tiene un comportamiento cíclico en los últimos cuatro años que se sitúa a un nivel intermedio entre el del empleo y el de las horas totales, al captar tanto la evolución del empleo como de las horas por empleado. También analizaremos el comportamiento cíclico de la productividad y los factores estructurales que la determinan.

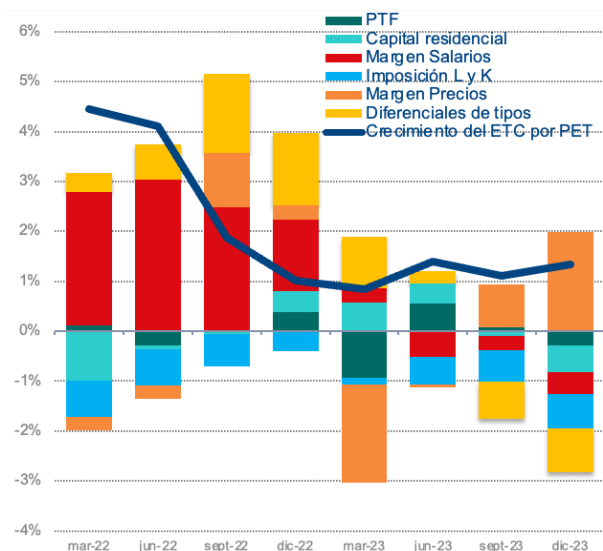
El **Gráfico 13** presenta la dinámica de las tasas de crecimiento interanuales del empleo ETC por PET con respecto a su media histórica en los últimos 8 trimestres, así como la descomposición de estas tasas de crecimiento en perturbaciones de oferta y de demanda. **Contrariamente a lo detectado para el PIB por PET, la tasa de crecimiento del empleo ETC se sitúa por encima de su tendencia histórica, y se mantiene relativamente estable en los cinco trimestres anteriores a 4T2023.** Las perturbaciones agregadas de oferta han tenido durante todo el periodo analizado una contribución positiva, y han constituido el principal sustento del empleo ETC desde 2T2022. De hecho, **la tasa de crecimiento anual de esta variable durante 2023 ha venido explicada en su práctica totalidad por perturbaciones de oferta, mientras que las perturbaciones de demanda han jugado un papel neutro.**

Gráfico 13. **TASA DE CRECIMIENTO INTERANUAL DEL EMPLEO ETC POR PET Y CONTRIBUCIONES DE LAS PERTURBACIONES AGREGADAS DE OFERTA, DEMANDA Y DE CRÉDITO, 1T2022-4T2023**



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

Gráfico 14. **TASA DE CRECIMIENTO INTERANUAL DEL EMPLEO ETC POR PET Y CONTRIBUCIONES DE LAS DISTINTAS PERTURBACIONES DE OFERTA, 1T2022-4T2023**



Desviaciones respecto al promedio muestral.
Fuente: Elaboración propia

En el **Gráfico 14** se detalla el peso de los distintos factores de oferta. **El comportamiento de los márgenes de precios y salario ha jugado un papel dominante en el mantenimiento de las tasas de crecimiento del empleo**

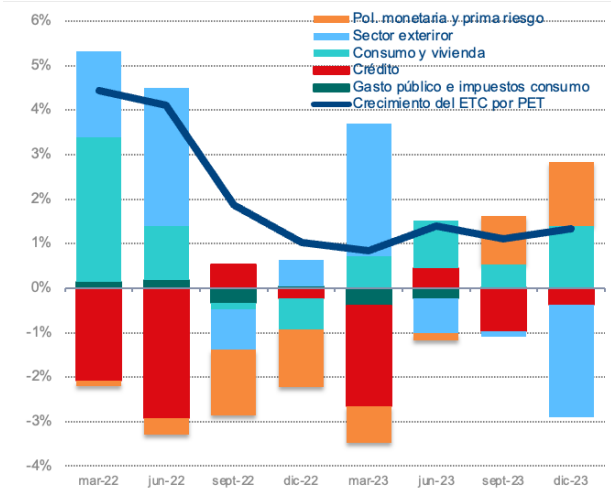
ETC por PET. Por el contrario, **los shocks sobre la inversión residencial (posiblemente por los cuellos de botella en el mercado de trabajo en dicho sector), la imposición sobre el trabajo y el capital, y los diferenciales de tipos de interés (que han pasado a tener una contribución negativa a medida que el BCE ha aumentado los tipos para reducir la inflación) empujan hacia abajo el crecimiento del empleo ETC.**

El **Gráfico 15** ofrece la contribución de los distintos factores de demanda. Al igual que sucedía con el PIB, la tasa de crecimiento del empleo ETC se ve afectada positivamente por el shock de consumo y crédito y negativamente por el comportamiento del sector exterior. Sin embargo, **la política monetaria, que en el caso del PIB tenía una contribución neutra, empuja de modo importante la tasa de crecimiento del empleo. Sin su contribución, este crecimiento durante 2023 habría sido 1,4 pp inferior al observado.** Este resultado sugiere que los canales a través de los cuales la política monetaria puede afectar al empleo ETC y a la producción son diferentes.

En el **Gráfico 16** se dibuja la tasa de crecimiento interanual de la productividad del trabajo (PIB dividido por el empleo ETC), después de descontar la tasa de crecimiento media histórica. Los tres últimos trimestres de 2023 han mostrado tasas de crecimiento negativas cada vez mayores. **En 4T2023 la tasa de crecimiento interanual se situó 3 pp por debajo de su tendencia,** debido básicamente a la agregación de factores de oferta. La evolución de la productividad en la frecuencia cíclica puede esconder comportamientos diversos del PIB y el empleo. En el caso de las **perturbaciones de oferta, aunque éstas han afectado positivamente tanto a la producción como al empleo, su efecto sobre este último ha sido muy superior al impacto sobre la producción,** reduciendo la producción por empleado ETC. Se trata, por lo tanto, de un shock agregado que ha provocado una caída cíclica de la productividad con características positivas, pues aumenta el empleo y el output.

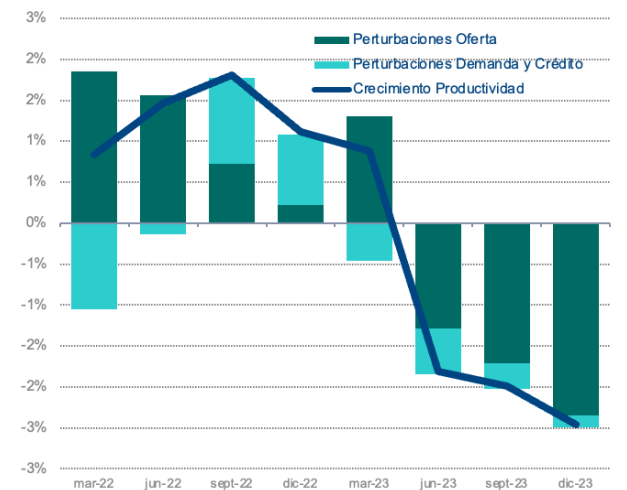
El shock agregado de oferta contiene una variedad de shocks de distinta naturaleza, y no todos afectan por igual a la capacidad de la economía de generar crecimiento y empleo sostenido. El **Gráfico 17** muestra un cambio importante en las perturbaciones que han guiado el ciclo de la productividad desde 1T2022 hasta el 4T2023. Hasta el 1T2023 habían sido las perturbaciones a la PTF las principales responsables del crecimiento de la productividad del trabajo, afectando positivamente a la producción y al empleo. Los shocks positivos a la PTF provocan un crecimiento de la productividad del trabajo del mejor modo posible, afectando positivamente al empleo y más aún al PIB. Sin embargo, en los tres últimos trimestres del año se produce un cambio drástico en las fuerzas que impulsan la evolución de la productividad del trabajo. **Los shocks a la PTF prácticamente desaparecen, y son sustituidos por los shocks a la imposición sobre el trabajo y el capital que aumentan la productividad del trabajo sustrayendo menos crecimiento a la producción que al empleo ETC.** Se trata, por lo tanto, de un shock que genera un aumento poco virtuoso de la productividad. Justo lo contrario sucede con **las perturbaciones que afectaron a los márgenes de precios, y que han contribuido a la caída anual de la productividad durante 2023 en -0.8 pp, pero que aumentaron el PIB y el empleo ETC.**

Gráfico 15. TASA DE CRECIMIENTO INTERANUAL DEL EMPLEO ETC POR PET Y CONTRIBUCIONES DE DEMANDA, 1T2022-4T2023



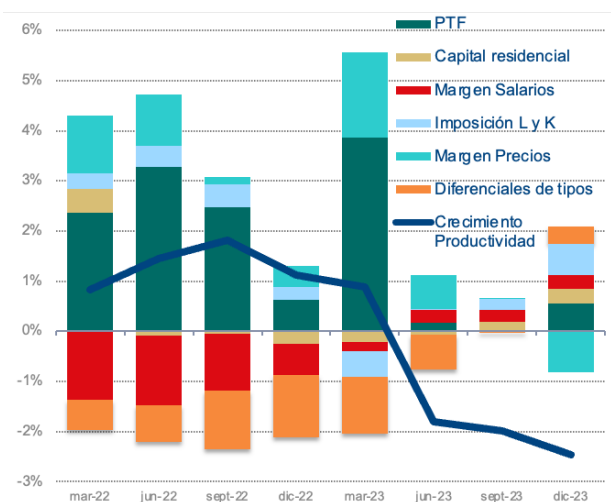
Desviaciones respecto al promedio muestral.
Fuente: Elaboración propia

Gráfico 16. TASA DE CRECIMIENTO INTERANUAL DE LA PRODUCTIVIDAD POR PET Y CONTRIBUCIONES DE LAS PERTURBACIONES AGREGADAS, 1T2022-4T2023



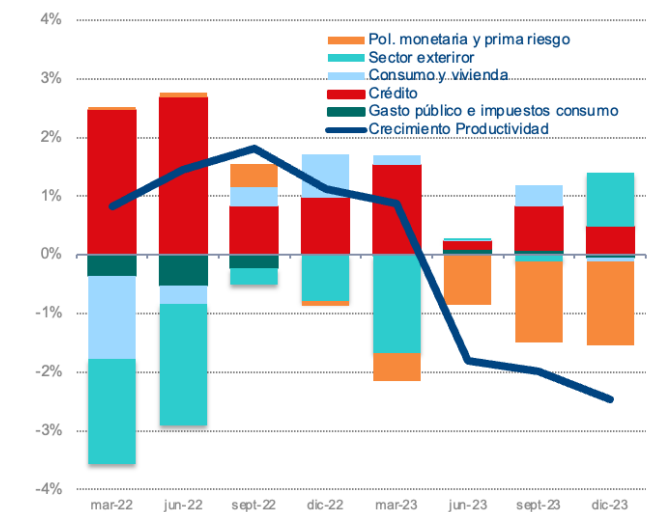
Desviaciones respecto al promedio muestral.
Fuente: Elaboración propia

Gráfico 17. TASA DE CRECIMIENTO INTERANUAL DE LA PRODUCTIVIDAD POR PET Y CONTRIBUCIONES DE OFERTA, 1T2022-4T2023



Desviaciones respecto al promedio muestral.
Fuente: Elaboración propia

Gráfico 18. TASA DE CRECIMIENTO INTERANUAL DE LA PRODUCTIVIDAD POR PET Y CONTRIBUCIONES DE DEMANDA, 1T2022-4T2023



Desviaciones respecto al promedio muestral.
Fuente: Elaboración propia

5. PIB por PET, productividad, horas y empleo de la economía española en el contexto europeo

En la sección de comparación internacional del Observatorio sobre el Ciclo Económico en España centramos nuestra atención en esta ocasión en los **diferentes componentes que explican el diferencial en el Producto Interior Bruto por Persona en Edad de Trabajar (PIB/PET) entre España y el grupo de países de referencia.**

La referencia de comparación es un conjunto de países, con perfiles macroeconómicos e institucionales sólidos, que denotamos como UE8: Alemania, Francia, Países Bajos, Bélgica, Suecia, Austria, Dinamarca y Finlandia. El ejercicio se realiza para el período 2004-2022, dividido en cuatro etapas: el quinquenio previo a la Gran Recesión (2004-2008); los años centrales de la crisis (2009-2013); el período de modesta expansión posterior (2014-2019) y el trienio de desplome y rebote económicos, caracterizado por la pandemia, la invasión rusa de Ucrania y las intensas políticas macroeconómicas expansivas articuladas en respuesta a esos shocks adversos (2020-2022).

Para este análisis recurrimos a una clásica descomposición del crecimiento económico,¹ **en el que el PIB/PET se explica por la contribución de cuatro variables: la productividad por hora trabajada (PIB/HOR); el número de horas trabajadas por ocupado (HOR/OCUP); la tasa de empleo, o ratio entre ocupados y personas activas en la economía (PO/PA); y, finalmente, la tasa de actividad, o porcentaje de la población en edad de trabajar que tiene empleo o lo busca activamente (PA/PET).**

Acompañamos las reflexiones sobre los resultados más significativos, con una aproximación gráfica (**Gráfico 20**) que facilita una mejor visión general de la evolución, absoluta y relativa a la UE-8, de la economía española. **Las cinco variables (PIB/PET y sus cuatro componentes explicativos) aparecen situadas en los radios del pentágono.** En cada caso, valores más exteriores implican mejores resultados, al contrario que los valores más cercanos al origen. Ello implica que áreas mayores suponen una situación más favorable para la zona económica considerada. Para facilitar la comparación entre los gráficos de períodos sucesivos, los valores extremos de cada radio del pentágono se han hecho corresponder al dato más favorable y el dato más desfavorable de cada variable, para cualquiera de las dos áreas que se consideran y en cualquiera de los períodos. De esta forma, no solo se puede comparar España con la UE8 en cada momento del tiempo, sino la evolución absoluta de cada uno de los dos espacios económicos y la evolución relativa entre ellos.

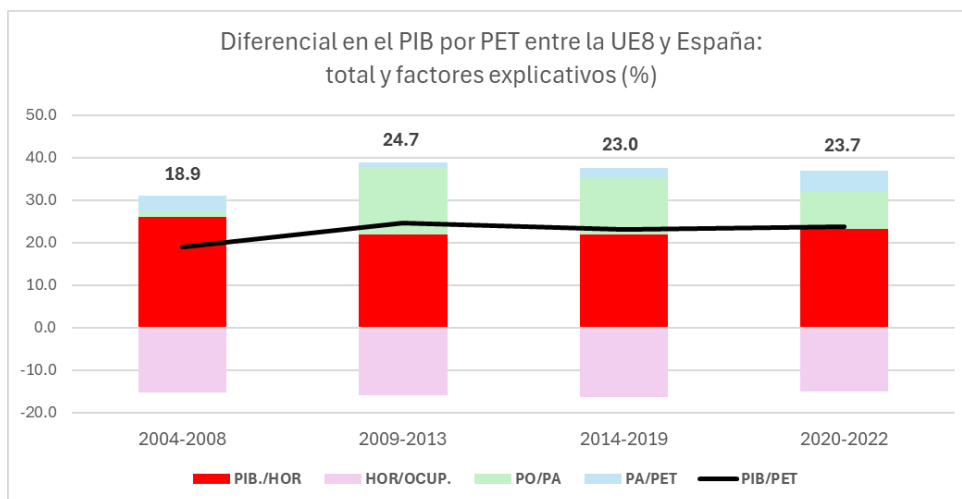
Las conclusiones fundamentales que se derivan del análisis son desfavorables para la economía española. No solo no se ha producido convergencia entre el inicio y el final del período considerado entre su PIB/PET y el de los socios europeos de referencia, sino que del deterioro de casi seis puntos porcentuales que se produjo entre el quinquenio previo y el posterior a la Gran Recesión apenas se ha recuperado un punto en la década posterior. **En**

¹ Los datos de producción por persona en edad de trabajar, productividad y horas trabajadas provienen de la OCDE, y las dos primeras variables están recogidas en dólares constantes de 2015 en paridad de poder adquisitivo. La fuente para los datos de empleados, activos y personas en edad de trabajar es Eurostat, y se ha utilizado el rango de edad entre 15 y 64 años.

otros términos, el PIB por PET de España era inferior en el trienio 2020-2022 en un 23.7% al de la UE8, frente a un 18.9% para la media del lustro 2004-2008.

La trayectoria desfavorable de la economía española no se puede atribuir a un comportamiento especialmente dinámico de los países de referencia: entre 2004 y 2022 el aumento del PIB por PET del promedio (ponderado) de los ocho países considerados fue un modesto: del 1% frente al aún inferior 0.9% de la economía española. La clave para entender ese diferencial adverso y persistente se encuentra en una variable crítica para el crecimiento económico a medio y largo plazo: la productividad del trabajo. El **Gráfico 19** refuerza los habituales de esta sección del Observatorio del Ciclo, al centrarse en la descomposición entre las cuatro variables explicativas de la distancia entre el PIB/PET español y el de la UE8 en cada uno de los subperíodos empleados en el análisis. **El rol esencial del déficit en productividad de la economía española es fácilmente perceptible.**

Gráfico 19. **DIFERENCIAL EN EL PIB POR PET ENTRE LA UE8 Y ESPAÑA: TOTAL Y FACTORES EXPLICATIVOS (%)**



La brecha negativa de productividad por hora trabajada en la economía española fue de 26 puntos porcentuales en el primer subperíodo y, aunque se redujo ligeramente en los años siguientes, esta tendencia se ha quebrado y ha vuelto a acentuarse en la etapa más reciente. La referida reducción se apoyó en la caída del peso del sector de la construcción (especialmente la inmobiliaria), intensivo en empleo y de baja productividad relativa. Normalizada la situación, e incluso sin la sobredimensión del citado sector previa a la Gran Recesión, el diferencial negativo de la productividad por hora española respecto a la UE8 ronda el 23% en la etapa más reciente. Por lo tanto, como

ya se ha señalado en diversos estudios e informes, el mal comportamiento de la productividad en España trasciende de un simple problema de composición sectorial y requiere de profundos cambios estructurales.²

De acuerdo con el **Gráfico 20, de las cuatro variables determinantes del PIB por PET solo las horas trabajadas por empleado presentan un resultado que reduce el diferencial negativo en el PIB por PET de España respecto a la UE8**. En efecto, las horas por empleado se han mantenido entre un 15% y un 16,5% por encima de la UE8 a lo largo de los cuatro subperíodos considerados. En este sentido, las propuestas orientadas a aproximar las **horas trabajadas** españolas a la cifra media en los países de nuestro entorno debieran tener en cuenta que, moverse en esa dirección, sin un avance de la convergencia en términos de productividad por hora trabajada, redundará probablemente en una ampliación de la distancia del PIB por PET. Así, por ejemplo, estimaciones preliminares en Arellano, García y Ulloa (2024) indican que, sin medidas compensatorias que alivien el aumento estimado de los costes laborales, el recorte del tiempo de trabajo restaría en torno a 6 décimas al crecimiento medio anual del PIB durante el próximo bienio y 8 décimas al del empleo. Además, los ingresos fiscales podrían verse afectados negativamente, a menos que se eleve paralelamente la presión fiscal, proceso no particularmente indicado para favorecer la creación de riqueza, si no viene acompañado de un aumento más que proporcional de la eficiencia del sector público.

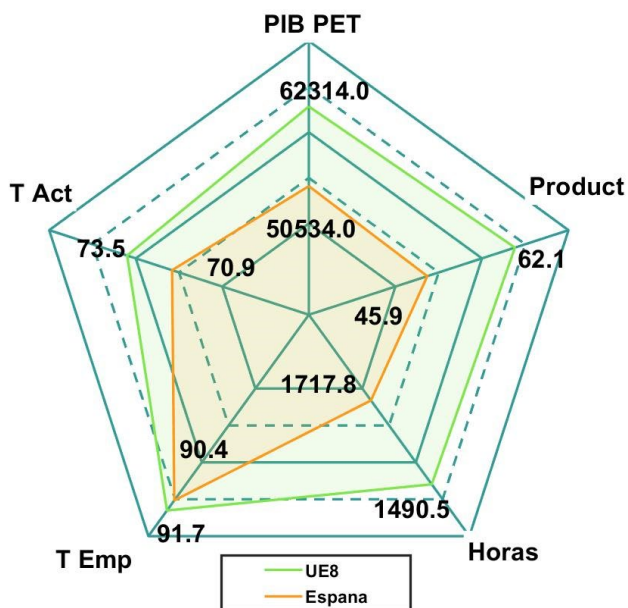
La **participación efectiva de la población en edad de trabajar** en el mercado laboral ha sido también un factor adverso para la economía española respecto a la UE8, aunque esa participación tendió a converger en los primeros años de la pasada década, después del repunte experimentado durante la Gran Recesión. Sin embargo, la distancia se ha prácticamente duplicado (de 2.5 a 4.8 puntos porcentuales) entre los dos últimos subperíodos. Probablemente, la razón se debe al aumento de la tasa de actividad de las economías de la UE, en máximos históricos. En España, por el contrario, la tendencia ha sido de estabilidad en la tasa de actividad en la pasada década.

Respecto a la tasa de empleo, su evolución es bien conocida. La distancia respecto a la UE8 alcanzó mínimos de décadas en los años del intenso pero desequilibrado crecimiento económico del inicio del siglo XXI, para ampliarse hasta casi 16 pp en el quinquenio 2009-2013. El progresivo recorte posterior en el diferencial negativo nos dejó todavía en el trienio 2020-2022 a nueve puntos de la UE8.

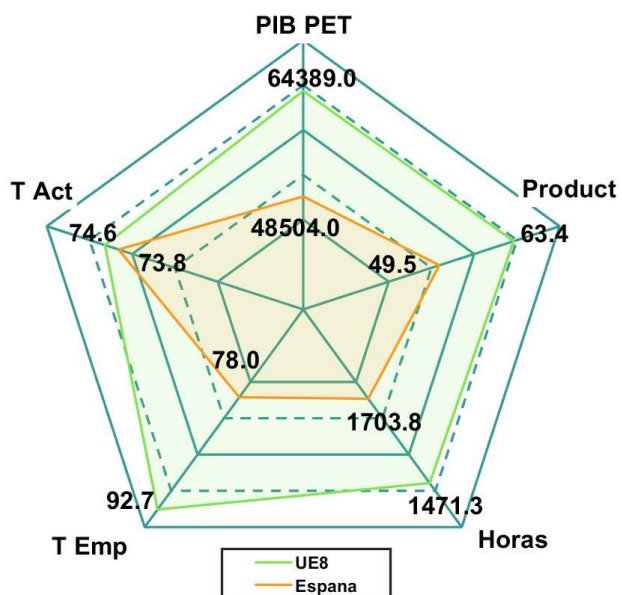
En síntesis, la economía española se sitúa a más de 20 puntos porcentuales de distancia de la UE8 en el PIB por PET, y esa diferencia no se ha reducido en las pasadas dos décadas. Aunque el insuficiente nivel de actividad y el excesivo desempleo desempeñan un papel en ese diferencial adverso, es la inferior productividad del trabajo la que determina en mayor medida el retraso de España respecto a sus socios europeos. Sin las reformas estructurales que precisa nuestra economía es probable que ese diferencial negativo en el PIB por PET se prolongue por mucho tiempo.

² Véase, por ejemplo, García-Santana, Moral-Benito, Pijoan-Mas y Ramos (2020, Oficina Nacional de Prospectiva y Estrategia del Gobierno de España (coord) (2021) o de la Fuente y Doménech (2023).

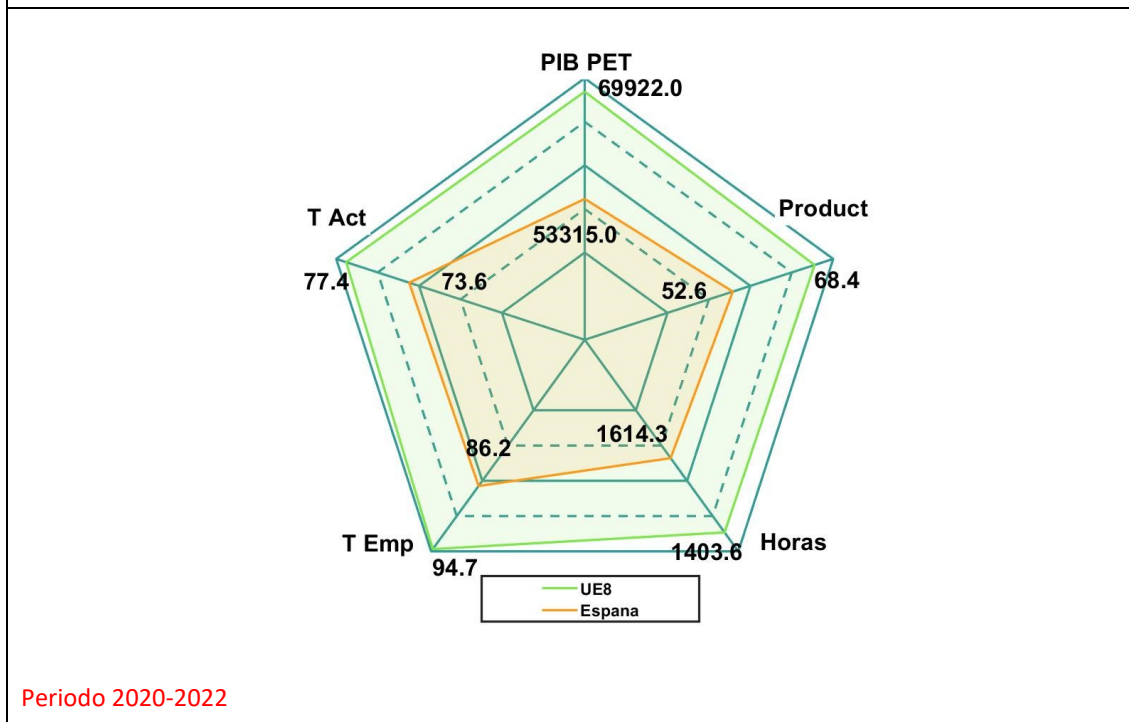
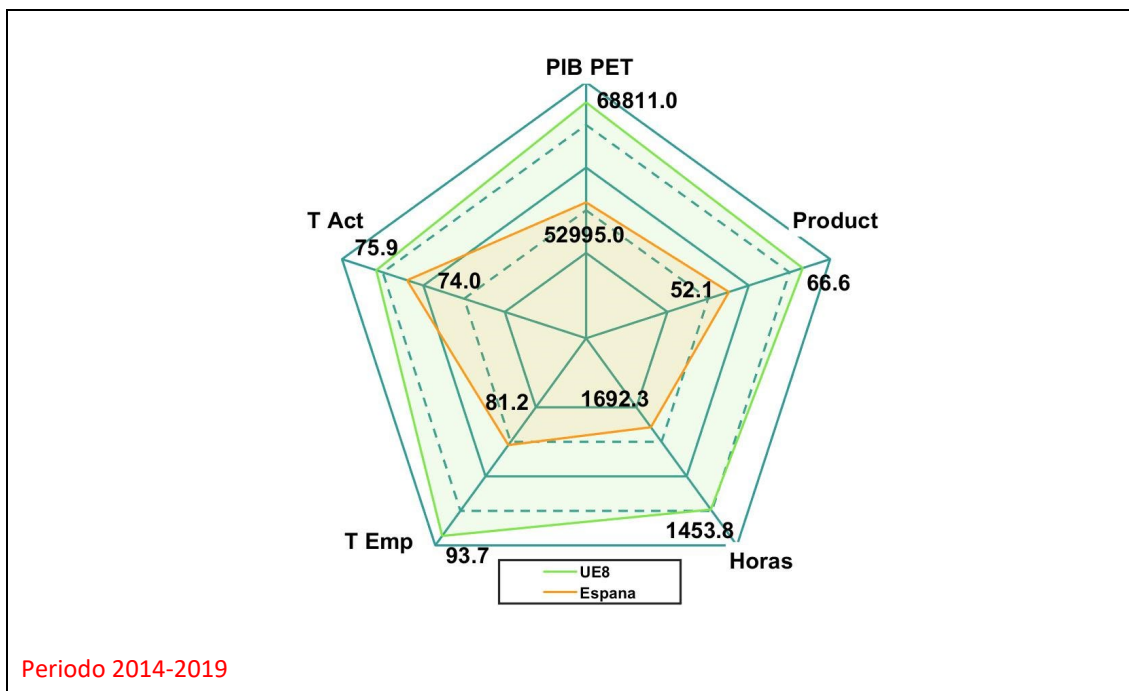
Gráfico 20. **PIB POR PET, PRODUCTIVIDAD, HORAS POR EMPLEADO, TASA DE EMPLEO Y TASA DE ACTIVIDAD: ESPAÑA Y UE8**



Periodo 2004-2008



Periodo 2009-2013



Fuente: Elaboración propia

Anexo 1

Perturbaciones de oferta

1. Perturbación tecnológica debido a perturbaciones que afectan a la productividad total de los factores.
2. Perturbación sobre los márgenes salariales por perturbaciones que afectan el poder de mercado de los trabajadores.
3. Perturbación sobre los márgenes de precios por perturbaciones en el poder de mercado de los productores de bienes.
4. Perturbación sobre el diferencial en la fijación de los tipos de interés de préstamos a empresas.
5. Perturbación sobre el diferencial en fijación de los tipos de interés de préstamos a hogares.
6. Perturbación sobre el diferencial 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)
9. Perturbación sobre el tipo impositivo efectivo que grava al factor trabajo.
10. Perturbación sobre el tipo impositivo efectivo que grava al factor capital.

Perturbaciones de demanda

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

Perturbaciones de crédito

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

Anexo 2

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

Economía	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Alemania	41,8	41,7	41,4	41,0	40,6	40,3	40,5	40,5	40,6	40,0	40,5	40,9	40,9	40,8	41,5
Austria	4,3	4,3	4,3	4,4	4,4	4,4	4,4	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5	4,6	4,6	4,5
Bélgica	5,2	5,2	5,2	5,3	5,3	5,4	5,3	5,4	5,4	5,5	5,5	5,4	5,5	5,5	5,5
Dinamarca	3,1	3,1	3,1	3,1	3,1	3,1	3,2	3,1	3,1	3,0	3,0	3,0	2,9	3,0	2,9
Finlandia	2,5	2,5	2,5	2,6	2,6	2,7	2,7	2,7	2,8	2,6	2,6	2,6	2,6	2,5	2,5
Francia	29,3	29,4	29,5	29,7	29,8	29,9	29,7	29,5	29,3	29,8	29,5	29,3	29,0	29,3	29,0
Países Bajos	9,3	9,3	9,3	9,3	9,3	9,3	9,3	9,4	9,5	9,6	9,4	9,3	9,3	9,3	9,0
Suecia	4,5	4,5	4,6	4,7	4,8	4,9	4,9	4,9	4,9	4,9	5,0	5,0	5,1	5,0	5,0

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>

Arellano, A., García, J. R. y C. Ulloa (2024): "Propuesta de reducción de la jornada laboral: incidencia e impacto potencial". <https://www.bbvaesearch.com/publicaciones/espana-propuesta-de-reduccion-de-la-jornada-laboral-incidencia-e-impacto-potencial/>

Barlevy, G.; Faberman, R. J.; Hobbijn, B.; y A. Sahin (2023): "The Shifting Reasons for Beveridge-Curve Shifts", WP 2023-38, Federal Reserve Bank of Chicago.

BBVA Research (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., Doménech R., Ferri J., Méndez, R. y Rubio-Ramírez, J. (2020): “Financial and Fiscal Shocks in the Great Recession and Recovery of the Spanish Economy.” *European Economic Review*, 127, 103469.

Boscá, J.E., R. Doménech, J. Ferri, J.R. Garcia y C. Ulloa (2023): “La economía española en el primer año de la guerra de Ucrania”, <https://shorturl.at/giAGN>

de la Fuente, A. y R. Doménech (2023): “Renta per cápita y productividad en la OCDE de 1960 a 2022.” Working Paper 23/08. BBVA Research. <http://t.ly/8AQvS>

García-Santana, Moral-Benito, Pijoan-Mas y Ramos (2020): “Growing Like Spain”, *International Economic Review*, 61(1), 383-416

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.

Oficina Nacional de Prospectiva y Estrategia del Gobierno de España (coord) (2021): *Fundamentos y Propuestas para una Estrategia Nacional de Largo Plazo*. Ministerio de la Presidencia.

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.