

En el fondo del pozo

Ángel Laborda*

1. Introducción

Desde que se iniciara el cambio de fase cíclica, allá por el segundo trimestre de 2007, han pasado dos años en los que la economía española, primero, registró una desaceleración en su ritmo de crecimiento y, posteriormente, cayó en una profunda recesión. Dos años es el tiempo medio que suelen durar las fases descendentes de los ciclos económicos. Cabe preguntarse, pues, si pasado ese tiempo se atisba algún indicio de que se ha tocado fondo, cuestión que, si siempre es importante en situaciones como la actual, ahora lo es más teniendo en cuenta que la intensidad de la caída y los niveles a los que se ha llegado no se habían visto desde que se dispone de series de contabilidad nacional en España.

Una recesión típica, al reflejarla en un gráfico mediante la evolución de las tasas de variación del PIB, suele tener la imagen de una V. Se trata, por tanto, de analizar si se ha llegado al vértice de la V. Entiéndase, pues, que tocar fondo significa, en el análisis de la coyuntura, el haber registrado las tasas más negativas, no el que se haya alcanzado el momento anterior al que el PIB empieza a crecer de nuevo.

El presente artículo se propone responder si la recesión ha tocado fondo en España. Para ello, la metodología que se ha elegido es el análisis del conjunto de la información disponible más relevante, agrupada en indicadores de demanda (apartado 2), de producción y empleo (apartado 3) y otros indicadores determinantes del progreso cíclico (apartado 4). Al final se resume todo ello en un último apartado de conclusiones.

* Gabinete de Coyuntura y Estadística de FUNCAS.

2. Indicadores de demanda

La contabilidad nacional muestra una fuerte desaceleración de la demanda nacional española durante la segunda mitad de 2007 y el primer trimestre de 2008, que da paso a una contracción a partir del segundo. En el cuarto trimestre, el retroceso en tasa anualizada alcanzó un 7,8 por 100 y la caída interanual, un 2,8 por 100. Todos los componentes de la demanda presentaban tasas trimestrales e interanuales negativas, a excepción del consumo público.

Por lo que respecta al **consumo de los hogares**, en el cuarto trimestre se contrajo a un ritmo anualizado del 5,6 por 100 y su tasa interanual fue -2,3 por 100. A la vista de los indicadores disponibles parece incluso que estas caídas se quedan cortas. Así, las matriculaciones de automóviles disminuyeron un 45 por 100 en tasa interanual; las ventas al por menor en términos reales, según el Índice de Comercio al por Menor, lo hicieron en un 7,7 por 100; las ventas de bienes y servicios de consumo declaradas por las empresas a la Agencia Tributaria (AEAT), también a precios constantes, un 11,5 por 100; las disponibilidades de manufacturas de consumo (producción industrial más importaciones menos exportaciones), un 18,4 por 100; las pernoctaciones de españoles en hoteles, un 10,4 por 100; y el tráfico aéreo interior de pasajeros, un 18 por 100, si bien, dicha caída se explica en parte por la pérdida de cuota de mercado frente al ferrocarril (efecto AVE), que aumentó un 14,4 por 100.

Los más representativos de estos indicadores se muestran en el gráfico 1.2. A la vista de ellos, podría sacarse la conclusión de que su caída está tocando fondo en los últimos meses, ya que las tasas de los últimos meses pare-

cen estabilizarse e incluso ser menores en magnitud respecto a las del cuarto trimestre del pasado año. Esta idea se reforzaría teniendo en cuenta la existencia de factores de calendario o atípicos, fundamentalmente el hecho de que febrero de 2008 contara con un día más al ser bisesto o que la Semana Santa se haya celebrado este año en abril mientras que en 2008 se celebró en marzo, ya que estos factores tienden a penalizar en la mayoría de los casos (en otros, sin embargo, el efecto Semana Santa opera al revés) las tasas de variación de estos meses de 2009 respecto a los mismos de 2008.

Las matriculaciones de automóviles se habrían visto afectadas en su comparación interanual, además de por estos factores, por los cambios fiscales que entraron en vigor a comienzos de 2008, lo que provocó que algunas compras se adelantaran a los meses finales de 2007 mermando las de los primeros meses de 2008. El efecto conjunto de todos estos factores atípicos es incierto, pero sí que puede establecerse el punto mínimo en la evolución de este indicador en el cuarto trimestre del pasado año con la ayuda de las tasas trimestrales de la serie desestacionalizada, dado que la de ese trimestre se situó en -49 por 100 y la del primero de 2009 en -32 por 100¹.

Las ventas al por menor también dan muestras de haber estabilizado su ritmo de caída en los últimos meses. Tras disminuir un 7,7 por 100 interanual en el conjunto del cuarto trimestre de 2008, en enero lo hicieron un 4,2 por 100. Ahora bien, esto puede interpretarse en el contexto del ajuste a la baja en el gasto de los consumidores, en cuanto que estos habrían retrasado compras al periodo de rebajas que comienza en enero, por lo que la recuperación de este mes habría que mantenerla en cuarentena hasta comprobar su comportamiento una vez pase el periodo de rebajas. En febrero la tasa vuelve a caer al -7,6 por 100, si bien ahora este dato está sesgado por el efecto bisesto.

Las disponibilidades de manufacturas de consumo es un indicador elaborado por los servicios de coyuntura del Ministerio de Economía y Hacienda, y está corregido de

¹ En realidad, las tasas más adecuadas para situar los puntos de inflexión de los indicadores (y por tanto, para seguir la coyuntura) son las trimestrales (o mensuales en su caso), dado que las interanuales recogen dichos puntos con retraso. El problema es que para la utilización de las tasas trimestrales (mensuales) es necesario hacerlo sobre series corregidas de estacionalidad, calendario y otros posibles factores atípicos, y en España muy pocos indicadores se publican ajustados de tales factores, por lo que en la práctica común del análisis de la coyuntura siguen utilizándose masivamente las interanuales. Ahora bien, si bien estas soslayan el problema de la estacionalidad, no lo hacen con los del calendario u otros atípicos.

estacionalidad y calendario. Por tanto, su recuperación en enero-febrero (tasas menos negativas que las del trimestre anterior) sería significativa. Pero en este caso también existe un factor atípico, las importaciones de bienes de consumo de febrero, cuyo componente de automóviles crece un 40 por 100, cuando venía cayendo en los meses precedentes a tasas de esta magnitud, sin que la brusca recuperación sea coherente con la evolución de las matriculaciones de turismos de los últimos meses.

El tráfico aéreo interior de pasajeros disminuyó en el primer trimestre un 20,5 por 100, 2,5 puntos porcentuales (pp) más que en el trimestre anterior. Ahora bien, el mes de febrero se vio desfavorecido por el efecto bisesto y el de marzo, por el de Semana Santa, así que es posible que este indicador hubiera mejorado sin estos efectos. Por su parte, las pernoctaciones de españoles en hoteles cayeron en el primer trimestre un 17,3 por 100, 10 pp más que en el anterior, pero si se corrigieran los dos efectos señalados, probablemente la caída sería del mismo orden de magnitud. Por último, la cartera de pedidos de bienes de consumo de la Encuesta de Coyuntura Industrial (ECI) registró un repunte en marzo, si bien, un solo dato no es suficiente para diagnosticar un cambio de tendencia.

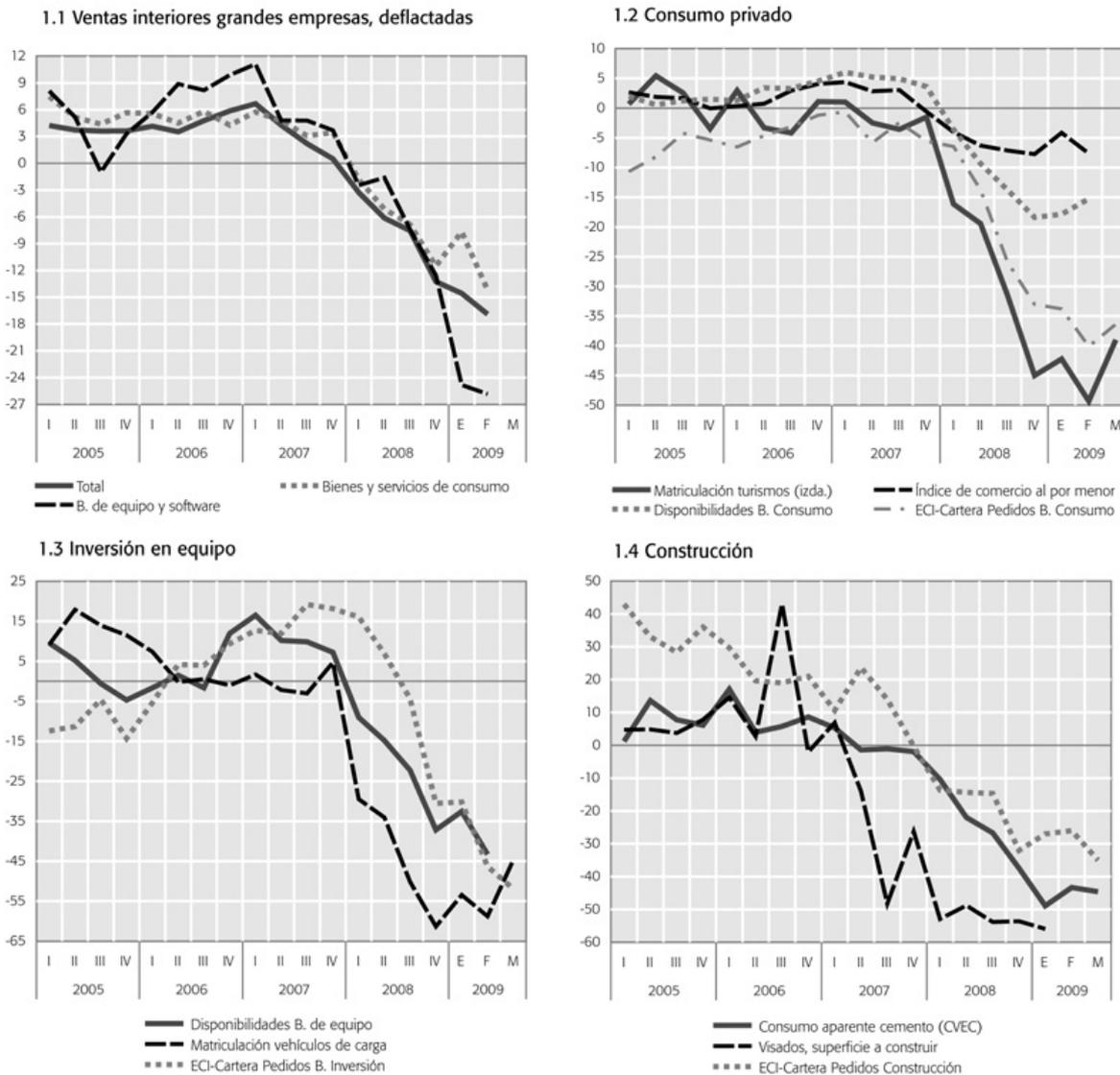
En resumen, los indicadores de consumo parecen señalar un suelo en su tendencia a la baja en el primer trimestre de este año, aunque diversos efectos atípicos hacen difícil concretar los cambios de tendencia genuinos, así como su intensidad. Por otro lado, la profundidad de la caída que muestran estos indicadores es muy superior a la que refleja el correspondiente agregado de la contabilidad nacional, aunque hay que tener en cuenta que buena parte del consumo, especialmente la ligada a servicios personales, de la que no hay información mensuales o trimestral, tiene una menor sensibilidad cíclica, o volatilidad, que la que recogen los indicadores comentados.

La **formación bruta de capital fijo en equipo** empezó a contraerse en el segundo trimestre de 2008. En el cuarto, su caída trimestral anualizada alcanzó un 24,7 por 100 y la interanual, un 6,6 por 100. A pesar de ello, y en la misma línea de lo comentado para el consumo, los indicadores muestran caídas mucho más profundas (gráfico 1.3). En cuanto a su evolución más reciente, y al contrario que los indicadores de consumo, los de equipo no señalan que este agregado haya tocado suelo. El único indicador que se situaría en esta línea sería el de matriculación de vehículos de carga, aunque con los mismos matices derivados de los efectos bisesto, Semana Santa y cambios fiscales. De hecho, las tasas trimestrales anualizadas del primer trimestre y del anterior son similares y superan el 50 por 100 de caída.

Gráfico 1

INDICADORES DE DEMANDA

Variación interanual en porcentaje (saldos de respuestas para Cartera de Pedidos)



Fuente: MEH, M. Fomento, MITyC, AEAT, DGT y OFICEMEN.

Otros indicadores más comprensivos que el anterior, como las disponibilidades de bienes de equipo y las ventas de bienes de equipo y *software* declaradas por las empresas a la AEAT, han profundizado su caída en los dos primeros meses del año. La misma evolución registra la cartera de pedidos de bienes de inversión de la ECI. Ello es lógico, pues la inversión en capital fijo es el agregado que más tarda en reaccionar. Las empresas se encuentran con un creciente exceso de capacidad productiva, no perciben un cambio de tendencia de la demanda interna ni externa, las cuentas de resultados se están deteriorando

rápidamente, y sufren la restricción crediticia y el endurecimiento de las condiciones de financiación.

Por lo que se refiere a la **construcción**, la contabilidad nacional estima una caída trimestral anualizada del 15,6 por 100 en el cuarto trimestre del pasado año y del 10,9 por 100 sobre igual periodo del año anterior. De sus dos componentes, la vivienda superaba ampliamente estas tasas en magnitud (-20,8 por 100 en tasa trimestral anualizada), si bien las otras construcciones también caían con fuerza. Hay pocos indicadores que recojan directamente

la obra realizada en cada periodo, por lo que para su estimación se utilizan indicadores indirectos o adelantados desfasados en el tiempo (p.e., los visados y las viviendas iniciadas). A partir de estos indicadores, también se puede decir que la estimación de la contabilidad nacional subestima las caídas. Así, enfocando el análisis por el lado de oferta, el VAB del sector caía un 8 por 100 interanual en dicho trimestre, mientras que un consumo intermedio tan significativo como el cemento lo hacía en un 37,5 por 100, y el empleo, en un 20,8 por 100, lo que resultaba en un aumento de la productividad del 16,2 por 100, cuando en 2007 la misma registraba tasas negativas.

En los últimos meses, el consumo aparente de cemento parece estabilizar sus tasas de caída tras alcanzar casi un 50 por 100 en enero (gráfico 1.4). Otro tanto se observa en el empleo a través de los afiliados a la Seguridad Social, que han detenido su caída a tasas anualizadas superiores al 30 por 100. Los visados de obra nueva moderaron de forma muy significativa su tendencia a la baja ya desde el segundo trimestre de 2008, tras alcanzar tasas superiores en magnitud al 50 por 100 y las viviendas iniciadas alcanzaron su máxima caída, cercana al 50 por 100, en el tercer trimestre de 2008, observándose posteriormente una moderación que obedece a la recuperación de las viviendas iniciadas de protección oficial. Dado el carácter adelantado de estos dos últimos indicadores, puede concluirse que al menos el subsector de la vivienda puede tocar suelo a lo largo de 2009 a tasas muy negativas, si bien eso no quiere decir que remonte más o menos pronto, pues teniendo en cuenta la gran inercia de esta actividad productiva, el elevado *stock* de vivienda sin vender, la fuerte caída de la demanda y la restricción crediticia, todo parece indicar que el subsector permanecerá en el fondo del pozo bastante tiempo antes de empezar su escalada a la superficie.

Para el otro componente de la construcción, la no residencial, hay mucha menos información. Cabe suponer que hasta el primer trimestre de este año ha continuado su tendencia a la baja y a partir del segundo van a actuar dos fuerzas contrapuestas: la construcción no residencial privada, al igual que la inversión en equipo, debería, si no profundizar su caída, al menos mantenerse en tasas notablemente negativas durante lo que resta del año; en cambio, la construcción pública deberá recuperarse al amparo del Plan de Estímulo, que contempla la inversión de 8.000 millones de euros en obras municipales.

En resumen, a partir de la información disponible puede concluirse que la demanda de construcción ha podido tocar fondo en el primer trimestre de este año, si bien, a tasas bastante inferiores a las estimadas por la contabilidad nacional. A partir del segundo trimestre, y en base a

los efectos esperados del Plan de Estímulo, podría remontar moderadamente a lo largo de 2009, aunque el carácter transitorio de este plan le llevaría a retroceder de nuevo en 2010.

En base a toda la información comentada y otra disponible, puede concluirse que el conjunto de la demanda nacional podría registrar en el primer trimestre del año una contracción algo superior a la estimada por la contabilidad nacional para el trimestre precedente, concretamente, en torno al 8,5 por 100 en tasa trimestral anualizada. La tasa interanual, suponiendo que el INE no revise los datos de los trimestres anteriores, caería hasta -5 por 100.

3. Indicadores de producción y empleo

El VAB estimado por la contabilidad nacional para las **ramas industriales** disminuyó un 4,7 por 100 interanual en el cuarto trimestre de 2008, 2,5 pp menos que en el trimestre anterior. Por su parte, los ocupados en el sector se redujeron un 6,6 por 100 (5,5 pp porcentuales más que en el trimestre anterior), lo que implica una recuperación notable de la productividad por ocupado desde una tasa negativa del 1,1 por 100 en el tercer trimestre hasta el 2 por 100 en el cuarto. Ahora bien, este aumento de la productividad no parece coherente con la realidad, pues las empresas, ante la fuerte y brusca caída de la demanda ajustan la producción en un primer momento reduciendo las horas trabajadas, lo que resulta en una caída notable de la productividad por ocupado. Es lo que se observa en el resto de países europeos, en los EE.UU. y en Japón. Esta incoherencia lleva a concluir que la caída del VAB industrial está subestimada, lo que se contrasta al analizar los indicadores del sector (gráficos 2 y 3).

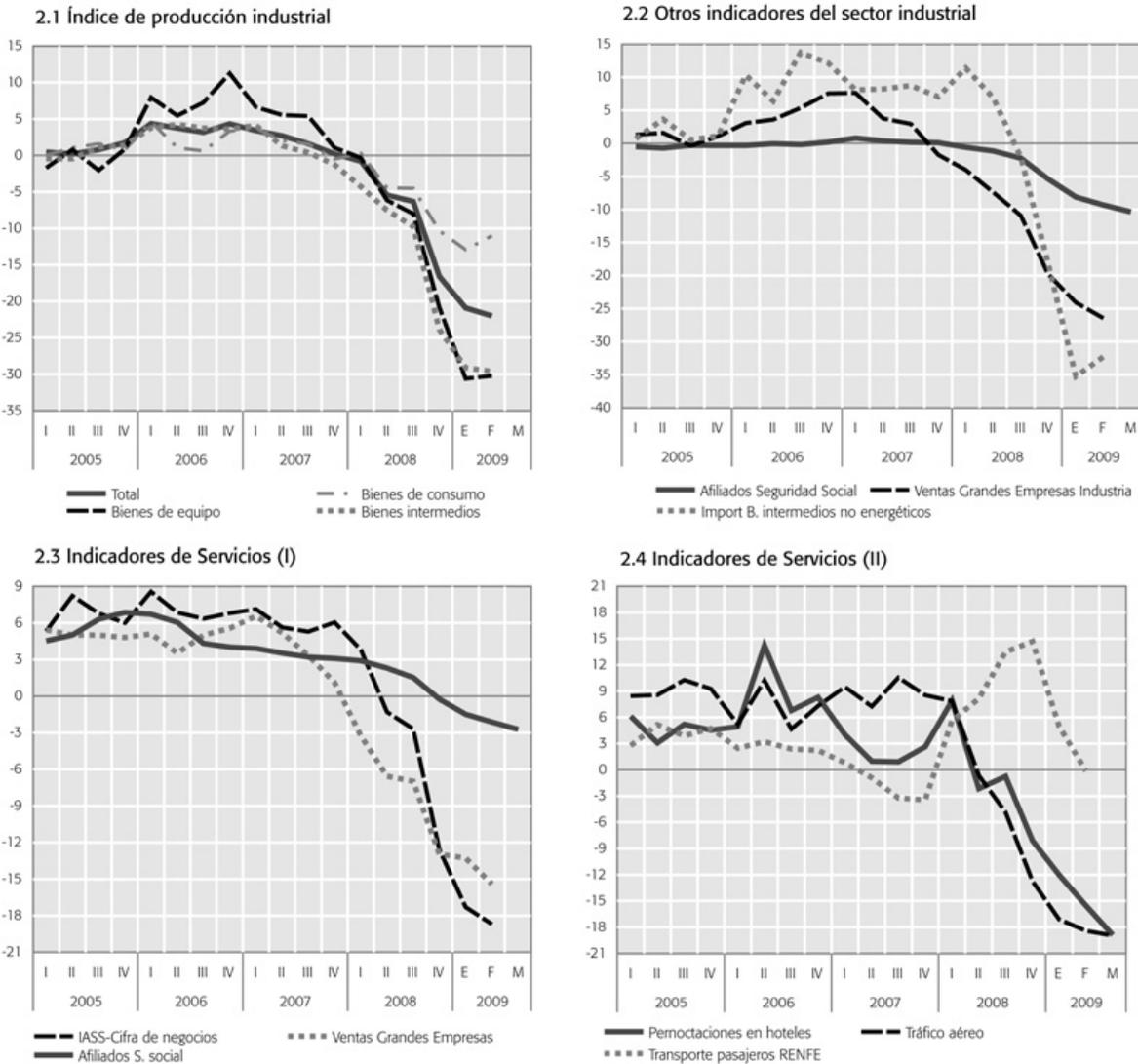
El Índice de Producción Industrial (IPI) registró una caída interanual del 16,6 por 100 en el cuarto trimestre de 2008, correspondiendo las tasas más negativas a los bienes intermedios y a los de equipo. Las ventas declaradas a la AEAT por las empresas de este sector lo hicieron en un 19,8 por 100; la cifra de negocios, a precios corrientes, un 16,3 por 100 y las importaciones de materias primas y productos intermedios en volumen, un 18,2 por 100. Todas estas tasas superan en magnitud entre 8 y 10 pp a las del trimestre anterior.

En los dos primeros meses del año la producción industrial, corregida de calendario laboral, continuó profundizando su caída hasta el 20,9 por 100 en enero y 22 por 100 en febrero. También las ventas declaradas por las empresas y las importaciones de productos intermedios han

Gráfico 2

INDICADORES DE PRODUCCIÓN INDUSTRIAL Y DE SERVICIOS

Variación interanual en porcentaje



Fuente: MEH, M. Trabajo, INE, AEAT, AENA y RENFE.

continuado su tendencia a la baja. Ahora bien, por lo que respecta a la producción industrial, el dato de febrero puede estar sesgado a la baja por una insuficiente corrección del efecto bisiestro (lo mismo, pero al revés, se observó en 2008). Por otra parte, hay indicios que indican que en marzo la producción de automóviles, impulsada por las exportaciones, habría mejorado notablemente. En cuanto a los datos de empleo, tanto la EPA como la afiliación a la Seguridad Social mantienen la tendencia a la baja en el primer trimestre en su conjunto, tanto en tasas interanuales como trimestrales, si bien los datos mensuales de

la afiliación parecen marcar un suelo en la tasa de caída en torno al 15 por 100.

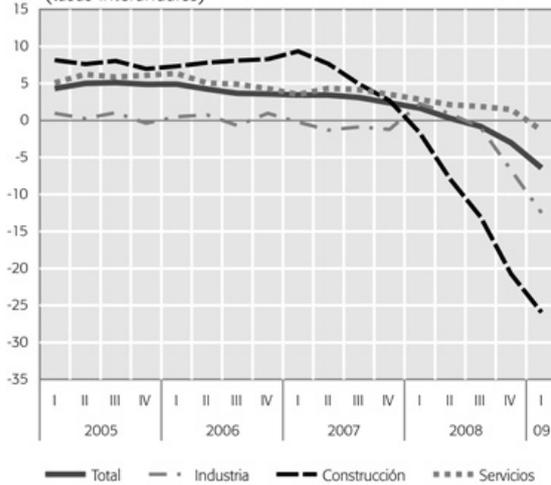
Es posible, por tanto, que el deterioro de la actividad industrial haya tocado suelo en el primer trimestre, si bien, la remontada tras caídas históricas es incierta, dado el hundimiento del comercio internacional y las pobres expectativas para la inversión en equipo. Por otro lado, la contabilidad nacional debería acercar las cifras del VAB a las de los indicadores de producción, por lo que es previsible que este agregado contable continúe a la baja durante algunos trimestres.

Gráfico 3

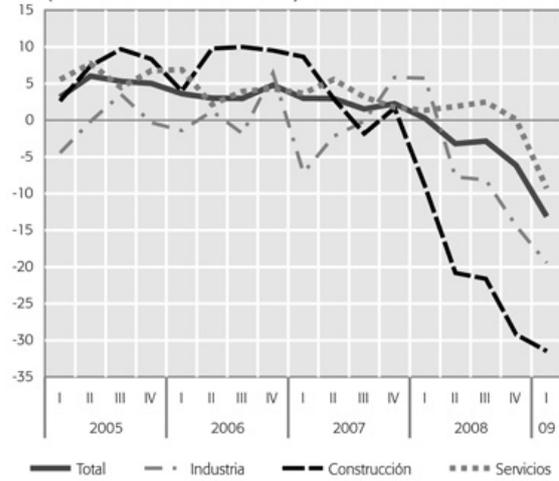
INDICADORES DE EMPLEO

Variación en porcentaje

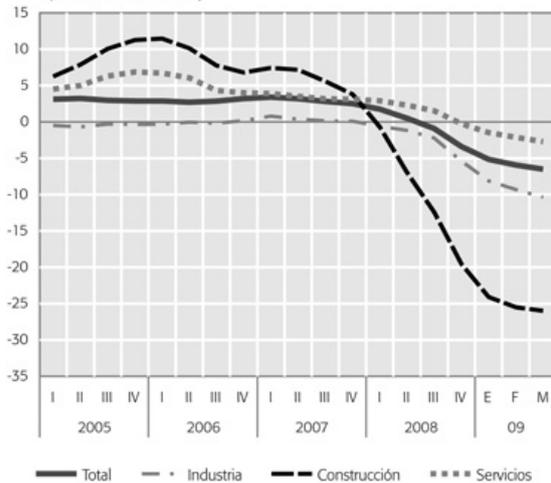
3.1 Ocupados EPA (tasas interanuales)



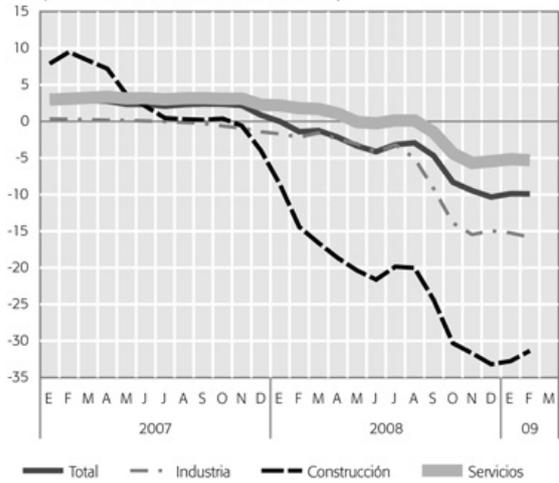
3.2 Ocupados EPA (tasas trimestrales anualizadas)



3.3 Afiliados a la Seguridad Social (tasas interanuales)



3.4 Afiliados a la Seguridad Social (tasas mensuales anualizadas, MM3)



Fuente: M. Trabajo e INE.

Los datos de empleo también apoyan la conclusión señalada en el apartado anterior, al analizar la demanda, de que el sector de la **construcción** está tocando fondo o próximo a hacerlo. Los más significativos, al ser datos mensuales, son los de la afiliación a la Seguridad Social, cuya ritmo anualizado de caída remonta ligeramente en los dos últimos meses tras haber superado el 33 por 100 a finales del pasado año (gráfico 3.4).

Por lo que respecta a los **servicios de mercado**, el VAB cayó un 3,1 por 100 en el último trimestre de 2008 en tasa trimestral anualizada, aunque la tasa interanual, dado su carácter retrasado, aún se situó en terreno positivo, un 0,7 por 100. En estos mismos términos, los ocupados en el sector aumentaron un 1,2 por 100, lo que implica un descenso de la productividad por ocupado del 0,5 por 100. Aunque el sector es más heterogéneo que el industrial y la informa-

ción más parcial, los indicadores disponibles también sugieren que el VAB puede estar sobreestimado y la caída de la productividad, mayor. Como muestra, en el gráfico 2 pueden observarse caídas de entre el 8 y el 13 por 100 de la cifra de negocios, las ventas declaradas a la AEAT, las pernoctaciones en hoteles o el tráfico aéreo.

Todos estos indicadores muestran que, al contrario de lo señalado para los sectores industrial y de la construcción, los servicios parecen frenar la velocidad de la caída, pero no han tocado suelo aún, aunque los datos haya que matizarlos por los efectos de calendario comentados. La caída de la cifra de negocios de los Indicadores de Actividad del Sector de Servicios (IASSE), corregida de calendario laboral, pasa del 12,6 por 100 en el cuarto trimestre de 2008 al 17,3 por 100 en enero y 18,7 por 100 en febrero. Las ventas declaradas a la AEAT cayeron en febrero un 15,4 por 100 frente al 13 por 100 del cuarto trimestre. Mayor deterioro muestran las pernoctaciones en hoteles y el tráfico aéreo, si bien, al no estar estos datos corregidos del efecto calendario, las caídas pueden estar en buena medida sesgadas a la baja. El empleo según la EPA se deterioró profundamente en el primer trimestre, registrando las primeras tasas negativas, tanto en términos intertrimestrales (-9,3 por 100 anualizado) como interanuales (-1,3 por 100). No obstante, a la vista del comportamiento de la afiliación a la Seguridad Social, podría adelantarse que esta caída intertrimestral de la EPA probablemente marque un suelo. En efecto, como se ve en el gráfico 3.4, el ritmo anualizado de caída de la afiliación se estabiliza a partir de diciembre a una tasa algo superior al 5 por 100.

Para el conjunto de los sectores productivos, el empleo, especialmente el estimado por la EPA, muestra una aceleración en su ritmo de caída en términos intertrimestrales. Los indicadores de producción, en cambio, moderan el suyo. Ello apoyaría la idea de que las empresas, en un primer momento, digamos hasta el cuarto trimestre del pasado año, han estado reduciendo las horas trabajadas en mayor medida que las plantillas, y es a partir del primer trimestre cuando, ante la constatación de que la caída de la demanda y de la producción era más profunda y duradera de lo previsto, han acelerado el ajuste del empleo. Esta variable suele mostrar un cierto retraso respecto al ciclo económico general, y los datos analizados lo confirman, contradiciendo las estimaciones de la contabilidad nacional respecto al comportamiento del VAB y la productividad desde el inicio de la crisis.

Teniendo en cuenta lo anterior, el PIB ha seguido profundizando su caída en el primer trimestre del año, pudiéndose situar en torno al 7 por 100 en tasa trimestral anualizada. A pesar de ello, esta tasa no debería ser mucho mayor que la que los indicadores apuntan para el cuarto

trimestre de 2008, aunque la contabilidad nacional la estimara provisionalmente en un 3,8 por 100.

4. Otros indicadores cíclicos

Entre los indicadores que más fielmente recogen la evolución de los ciclos económicos se encuentran las encuestas de opinión, que reflejan el clima de confianza y las expectativas de los agentes económicos. En el gráfico 4 se muestran algunos de los más significativos.

Los dos indicadores de confianza de los consumidores, el que confecciona la Comisión Europea y el del Instituto de Crédito Oficial (ICO), con metodologías diferentes, coinciden en que el deterioro de la confianza tocó suelo a finales de 2008. En marzo incluso muestran un repunte, que cabría atribuir a la bajada de la inflación y de los tipos de interés de los préstamos hipotecarios y a la recuperación de las bolsas (gráfico 5), que suponen un alivio para los bolsillos de los consumidores, especialmente para los más endeudados.

Los indicadores de confianza de los empresarios muestran un perfil similar al de los consumidores, con la excepción del clima Industrial, que hasta marzo continuaba su tendencia a la baja, si bien a un ritmo más moderado que durante 2008.

A partir de los indicadores de confianza de los consumidores, de la industria y de la construcción, y de la cotización de las acciones, la Comisión Europea construye el Indicador de Clima Económico, que obviamente también recoge la reciente mejora de sus componentes y la del mercado bursátil. También muestra una notable ralentización en su tendencia descendente el Indicador Compuesto Avanzado de la OCDE, con datos hasta febrero.

Los índices PMI, obtenidos mediante encuestas a los gerentes de compra de las empresas de los sectores de la industria manufacturera y de los servicios, muestran igualmente una ligera tendencia de recuperación en los primeros meses del año, si bien quedan todavía muy alejados del nivel 50 que separa las fases expansivas y contractivas de los respectivos sectores.

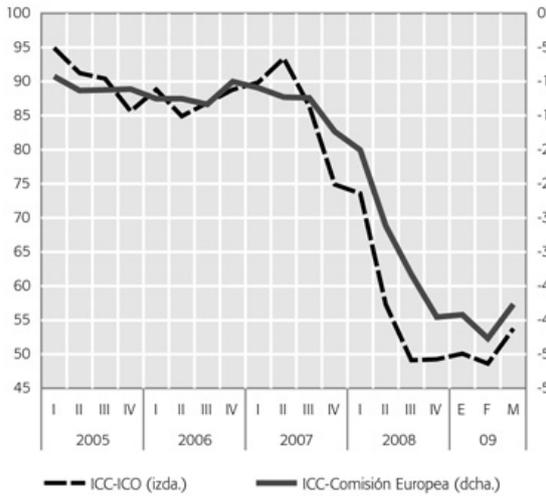
Además de la evolución de los mercados bursátiles y de los tipos de interés, otros indicadores importantes en el ámbito financiero para medir el pulso a la coyuntura, especialmente en los momentos actuales, son los del comportamiento del crédito, sobre todo el importe de las operaciones nuevas, que se recoge en los gráficos 5.3 y 5.4. El crédito total a empresas y familias muestra una es-

Gráfico 4

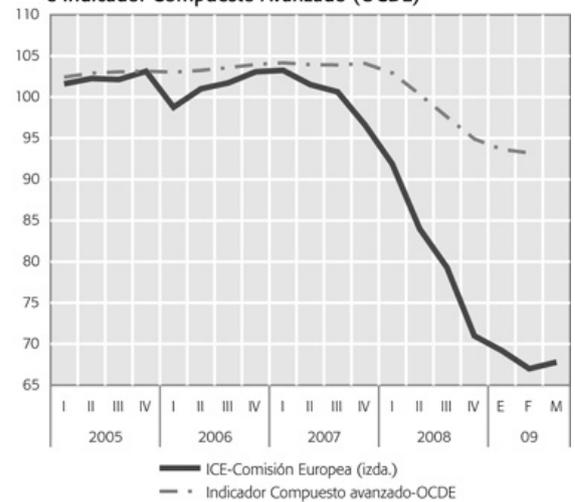
INDICADORES DE CLIMA Y CONFIANZA DE ESPAÑA

Saldos de respuestas o índices

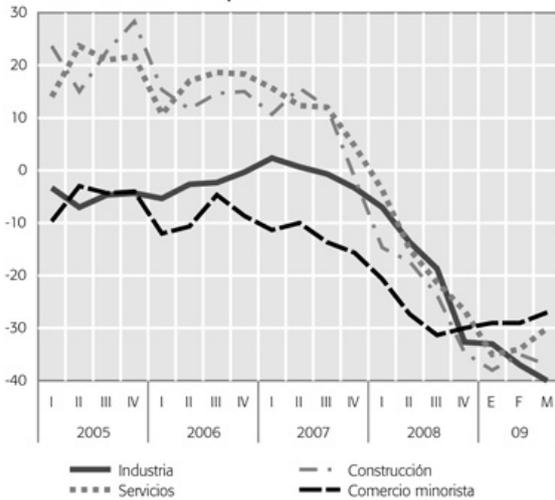
4.1 Confianza de los consumidores



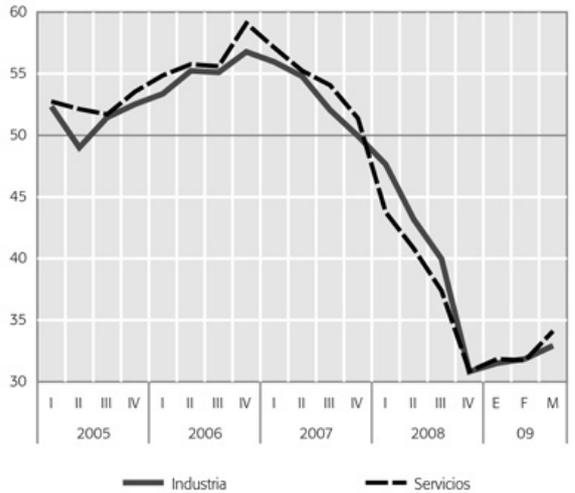
4.2 Clima Económico (Comisión Europea) e Indicador Compuesto Avanzado (OCDE)



4.3 Indicadores sectoriales de confianza de la Comisión Europea



4.4 Indicadores de actividad PMI



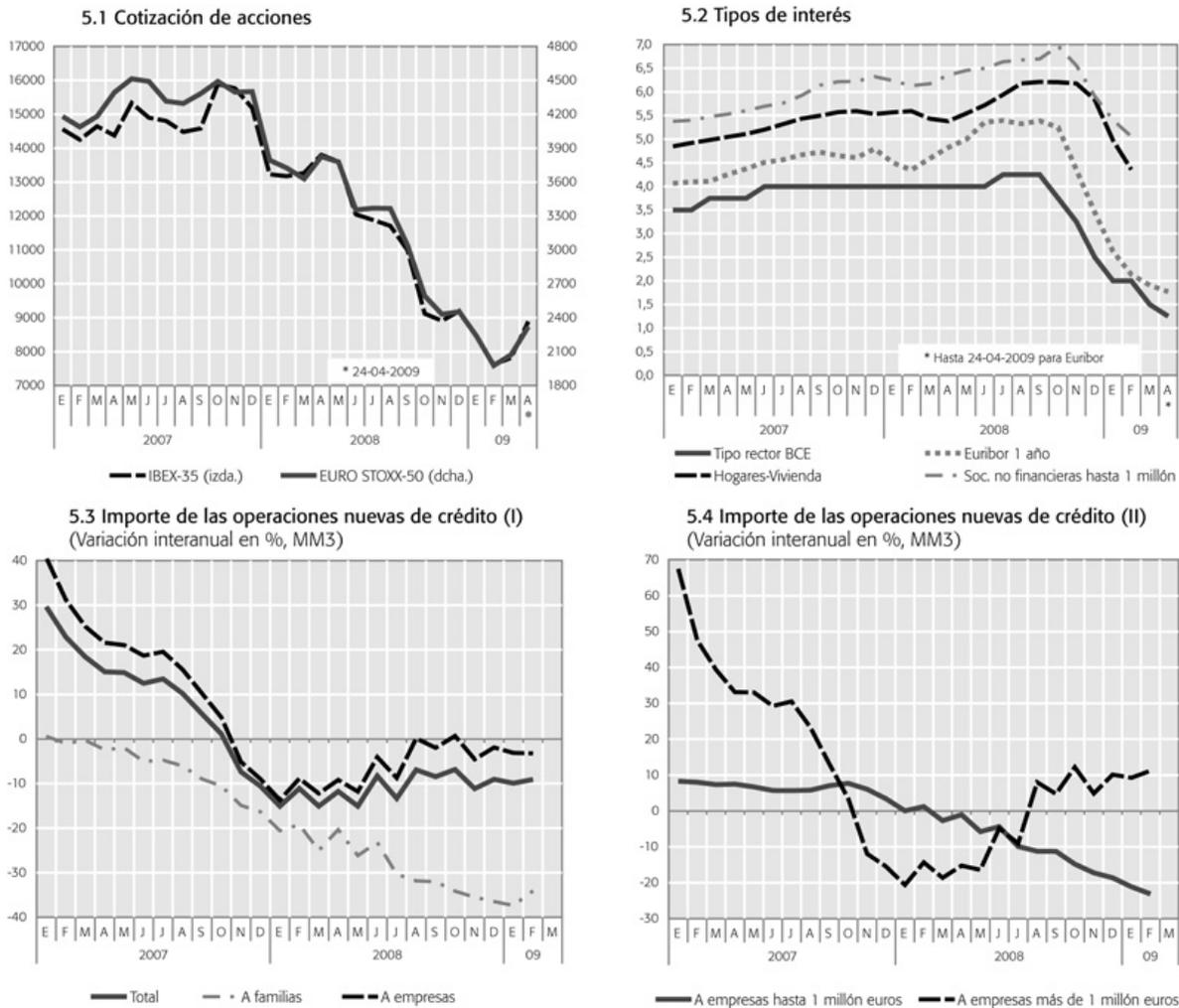
Fuente: Comisión Europea, OCDE, ICO y NTC Research.

tabilización en su ritmo de caída interanual en torno a -9 por 100, si bien ello es debido a la relativa recuperación del destinado a las empresas, mientras que el de familias continúa su tendencia a la baja hasta tasas del orden de -35 por 100 en los últimos meses. En el ámbito de las empresas hay, sin embargo, una marcada diferencia entre las operaciones de menos de un millón de euros, que sería representativo del destinado a las PYME, y las de más de un millón, dirigido generalmente a las grandes. En el primer caso, no se observa un cambio de la tendencia des-

centente hasta febrero, último mes con datos disponibles y en el que la tasa interanual cayó a -23,1 por 100; en el segundo, en cambio, tras retroceder fuertemente durante el último trimestre de 2007 y los dos primeros de 2008, muestra una recuperación posteriormente y está aumentando a tasas del orden del 10 por 100. La contracción de las operaciones nuevas de crédito a las PYME y las familias vendría explicada por la caída de la demanda, pero también por la restricción crediticia. Así, según la encuesta mensual que publica el Consejo Superior de Cámaras de

Gráfico 5

INDICADORES MONETARIOS Y FINANCIEROS



Fuente: Banco de España.

Comercio, el volumen de financiación ofrecido a las PYME que habían acudido a entidades financieras en el mes de marzo se redujo en el 27 por 100 de los casos, si bien este porcentaje era muy inferior al 59 por 100 de enero, lo que indica que el fuerte endurecimiento del acceso al crédito que se produjo en la segunda mitad de 2008 se está poco a poco relajando, aunque está por ver que esta mejora prosiga en lo que resta del año, dadas las condiciones a las que se van a enfrentar las entidades de crédito españolas.

Por último, en el gráfico 6 se muestran algunos indicadores del proceso de ajuste de los desequilibrios entre los flujos de ahorro e inversión y, como resultado, de la necesi-

dad de financiación del conjunto de la economía y de los diferentes sectores institucionales. El grado de corrección de tales desequilibrios, que forman uno de los condimentos idiosincrásicos de la crisis española, es un buen indicador de la disposición de las familias y empresas a reanudar su ritmo "normal" de gasto en consumo e inversión.

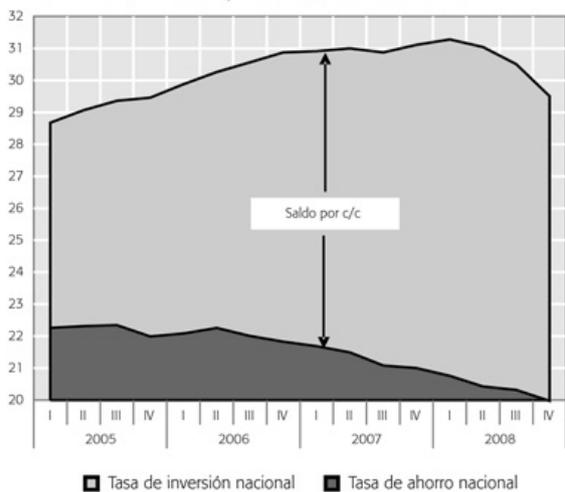
Como se ve, a lo largo de 2008 tanto las familias como las empresas no financieras han ajustado rápidamente sus posiciones deficitarias. En el caso de las familias, la tasa de ahorro se recuperó desde el 10,2 por 100 en 2007 al 13 por 100 en 2008, lo que unido al descenso de su inversión en capital fijo, propició que la necesidad de financiación (déficit) que venían arrastrando desde 2003 se

Gráfico 6

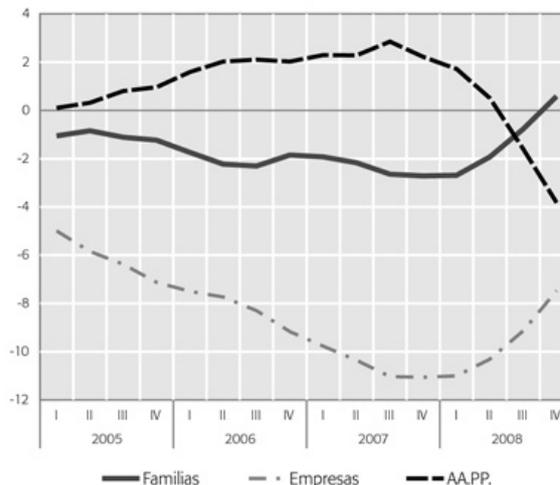
CAPACIDAD (+) O NECESIDAD (-) DE FINANCIACIÓN

Porcentaje del PIB

6.1 Ahorro, inversión y déficit c/c, total economía



6.2 Necesidad de financiación por sectores



Fuentes: INE.

trocara en capacidad de financiación (superávit), lo que les permitió moderar notablemente la fuerte tendencia al alza de la deuda bruta. Este rápido progreso en el ajuste de su posición financiera, junto a la ganancia de poder adquisitivo por la bajada de la inflación y los tipos de interés, hace pensar que lo peor del ajuste del consumo puede haberse producido, como indica la información analizada en el primer apartado.

La misma evolución al alza del ahorro y baja de la inversión ha permitido a las empresas no financieras reducir su déficit desde el 11,1 por 100 del PIB en 2007 hasta el 7,5 por 100 en 2008. En este caso, sin embargo, el camino por recorrer es mayor que el de las familias, lo que, junto a los factores señalados al comentar las perspectivas de la inversión en equipo, no permiten concluir que este agregado haya tocado suelo.

5. Conclusiones

A la vista de toda la información analizada en los apartados anteriores, pueden extraerse las siguientes conclusiones:

1. Los indicadores de demanda nacional, excluidas las existencias, que en la coyuntura actual pueden estar jugando un papel importante, parecen apuntar a que el mayor es-

fuerzo que han hecho los hogares en ajustar su consumo ha podido situarse en el primer trimestre del año, siendo de esperar caídas más moderadas a partir del segundo. También la caída de la actividad constructora parece haber tocado suelo en los últimos meses a niveles extremadamente bajos. A partir de aquí, el componente de construcción residencial puede mantenerse en ese suelo durante todo este año, mientras que la no residencial, impulsada por el Plan de Estímulo, debería recuperarse, si bien transitoriamente, mientras dura dicho plan. La inversión de las empresas en equipo, sin embargo, no da muestras todavía de estabilizarse y las perspectivas de recuperación son lejanas. El conjunto de la demanda nacional podría haber registrado en el primer trimestre una caída trimestral anualizada del 8,5 por 100, algo superior a la del cuarto trimestre de 2008.

2. Desde el punto de vista de la oferta, la producción industrial ha podido ver ya sus tasas más negativas, aunque su recuperación también está teñida de sombras, entre ellas el hundimiento del comercio internacional y la lejanía en la recuperación de la inversión en equipo y de la construcción de viviendas. El sector de los servicios no parece haber tocado suelo aún en el primer trimestre del año, aunque frena la velocidad de la caída.

3. El ajuste del empleo (personas ocupadas) durante el primer trimestre fue muy fuerte, reflejando la condición de variable retrasada, ya que las empresas acuden a la re-

ducción de la jornada y otras vías antes de proceder a la de las plantillas. Esta dureza del ajuste y la información que proporcionan los datos mensuales de afiliación a la Seguridad Social hacen pensar que, a partir del segundo trimestre, las caídas del empleo pueden moderarse.

4. El retroceso del PIB en el primer trimestre puede haber alcanzado un 7 por 100 en tasa trimestral anualizada, a pesar de lo cual, la magnitud de la caída no sería muy superior a la del trimestre precedente, tal cual se deduce, no de la primera estimación de la contabilidad nacional, sino de los indicadores disponibles.

5. La información aportada por los indicadores de clima económico y los progresos en el ajuste de las posiciones financieras de las familias y empresas no financieras apoyarían las conclusiones extraídas del análisis de los

indicadores de demanda, producción y empleo en cuanto a que las mayores tasas de caída de la economía española han podido situarse en el primer trimestre del año.

6. Lo anterior no significa, sin embargo, que la remontada pueda ser tan rápida como ha sido la caída. Hay tres factores que frenarán y alargarán la salida. El primero es la crisis financiera, cuya segunda fase (la de la solvencia de las entidades financieras españolas y su capacidad para expandir el crédito) no ha hecho más que empezar. El segundo, la larga duración del ajuste del sector inmobiliario, que va a estar contribuyendo negativamente al crecimiento de la economía durante este año y el próximo, como mínimo. Por último, el fallo de la demanda externa, al extenderse la crisis a nivel global, que en otras recesiones, y previa devaluación del tipo de cambio, se erigía como el motor de arranque de la recuperación.