

## EVOLUCIÓN RECENTE DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

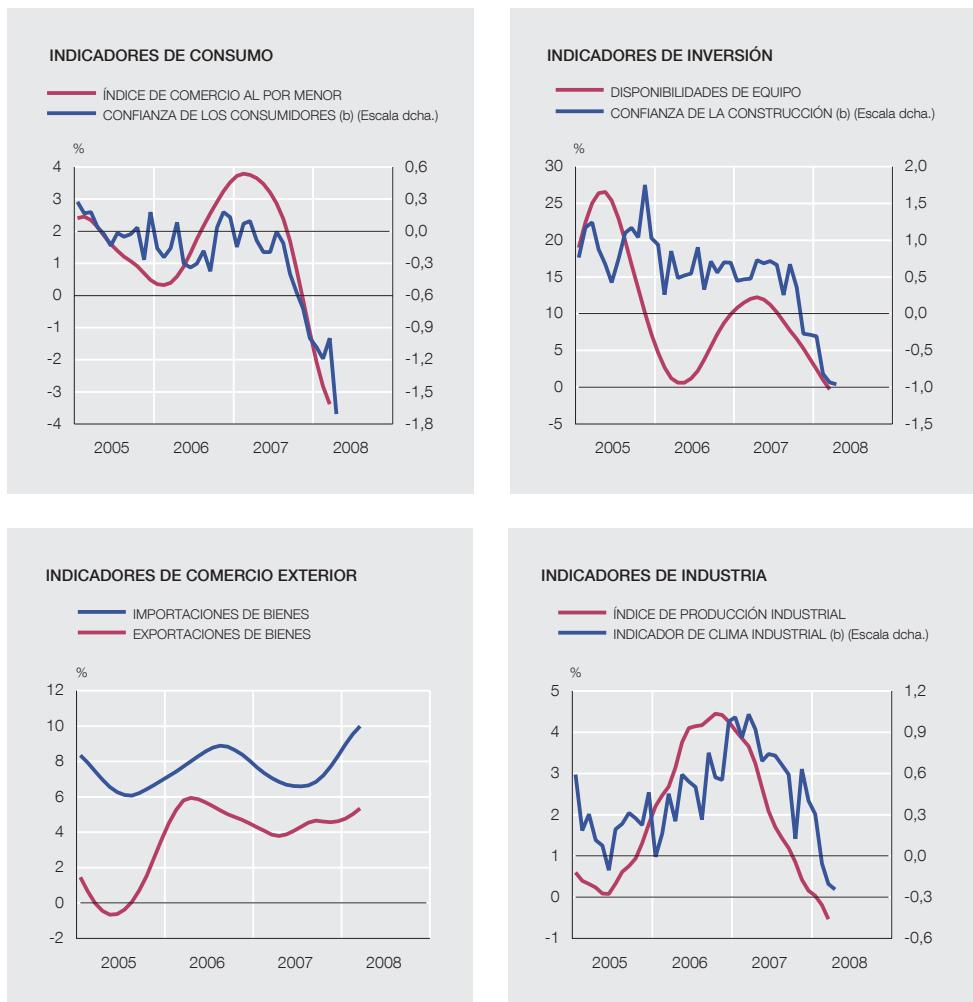
### **Evolución del sector real de la economía española**

De acuerdo con la estimación de la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR), en el primer trimestre de 2008 se acentuó la desaceleración que la economía española había venido mostrando a lo largo del ejercicio anterior. En concreto, la tasa de crecimiento interanual del PIB fue del 2,7%, ocho décimas inferior a la del trimestre precedente, en tanto que la variación intertrimestral se situó en el 0,3% (medio punto porcentual por debajo de la del cuarto trimestre de 2007)<sup>1</sup>. Esta pronunciada desaceleración del producto reflejó el debilitamiento de la demanda nacional, que creció un 2,8%, ocho décimas menos que el trimestre previo, mientras que la aportación de la demanda externa a la expansión del PIB mejoró en una décima, hasta -0,3 puntos porcentuales (pp). Todos los componentes de la demanda nacional ralentizaron su ritmo de crecimiento, con la excepción del consumo público, que aumentó un 4,7%, tres décimas más que en el trimestre precedente. Entre los restantes componentes, destaca el menor dinamismo del gasto de las familias. Así, el consumo privado y la inversión en vivienda crecieron a ritmos del 1,8% y -0,2% (0,9 pp y 2 pp, respectivamente, por debajo de las tasas del último trimestre de 2007). La inversión en bienes de equipo, en otros productos y en otras construcciones —con crecimientos respectivos del 6,3%, 5,2% y 3%— mantuvo todavía una fortaleza apreciable. En la vertiente externa de la economía, tanto las importaciones como las exportaciones crecieron un 5%, tasa ligeramente inferior a las del trimestre previo. Esta evolución fue el resultado de una intensificación de los flujos comerciales de bienes y de una ralentización más significativa de los intercambios exteriores de servicios. Por el lado de la oferta, todas las ramas, salvo la agricultura, moderaron su ritmo de expansión. La desaceleración fue especialmente acusada en el caso de la industria (excluidas las ramas energéticas), cuyo valor añadido cayó un 0,3%. La construcción creció un 1,4%, en tanto que los servicios de mercado, que aumentaron un 3,5%, mostraron un tono más sostenido. La creación de empleo fue del 1,7%, aminorándose, al igual que el producto, en ocho décimas, con lo que el ritmo de avance de la productividad se mantuvo en niveles análogos a los del trimestre precedente (siendo, en concreto, del 1%).

La escasa información disponible para el segundo trimestre del año apunta a una continuación del debilitamiento de la actividad. No obstante, la interpretación de los datos relativos a la evolución económica en los meses más recientes se ve dificultada por el calendario de la Semana Santa, que este año se celebró en marzo, mientras que en 2007 tuvo lugar en abril. Aunque el uso de series ajustadas de estacionalidad y efecto calendario permite mitigar este efecto, la corrección es probablemente imperfecta en el caso de algunos indicadores, lo que puede afectar a las comparaciones interanuales. Entre los indicadores referidos al consumo privado, la confianza de los consumidores y la de los comerciantes minoristas registraron nuevos retrocesos en abril, alcanzando sus niveles más reducidos desde marzo de 1994 y febrero de 1993, respectivamente (véase gráfico 1). Además, las matriculaciones de automóviles destinados a particulares disminuyeron en abril un 0,9% en términos de la serie original, descenso que se amplía hasta el 10,2% cuando se considera la serie desestacionalizada.

La información que se desprende de los indicadores relativos a la inversión en bienes de equipo parece reflejar también una pérdida de dinamismo en este componente de la demanda. Así, la utilización de la capacidad productiva se redujo en el segundo trimestre de 2008 en 0,9 pp, hasta situarse en el 80,2%, aunque todavía se mantiene por encima de su media histórica, mientras que el indicador de clima industrial de la industria productora de bienes de equipo retrocedió en abril.

1. Tasas calculadas sobre series corregidas de calendario y variaciones estacionales.



FUENTES: Comisión Europea, Instituto Nacional de Estadística, Departamento de Aduanas y Banco de España.

- a. Tasas interanuales sin centrar, calculadas sobre la tendencia del indicador.  
 b. Indicadores normalizados (diferencia entre el indicador y su media, dividido por su desviación estándar).

En el caso de la inversión en construcción, los indicadores disponibles apuntan hacia una mayor desaceleración del sector. En abril, el indicador de confianza de los empresarios de la rama disminuyó de nuevo, alcanzando la peor valoración desde noviembre de 1997 (véase gráfico 1). Entre los indicadores contemporáneos de la actividad en la construcción, el número de parados registrados aumentó un 51,6% en abril y las afiliaciones a la Seguridad Social retrocedieron un 8,6% en ese mismo mes, lo que supuso en ambos casos una evolución más desfavorable que la observada en el primer trimestre. Además, el índice de producción de materiales para la construcción acumula un descenso superior al 14% en el primer trimestre del año y el consumo aparente de cemento disminuyó hasta abril casi un 11%. Por su parte, los indicadores adelantados confirman la debilidad en el segmento de edificación residencial, a la luz del descenso interanual cercano al 50% de los visados de obras nuevas en el mes de febrero. Por el contrario, los visados de obra nueva de edificación no residencial y el volumen de licitación oficial mostraron un comportamiento más favorable en el segundo mes del año.

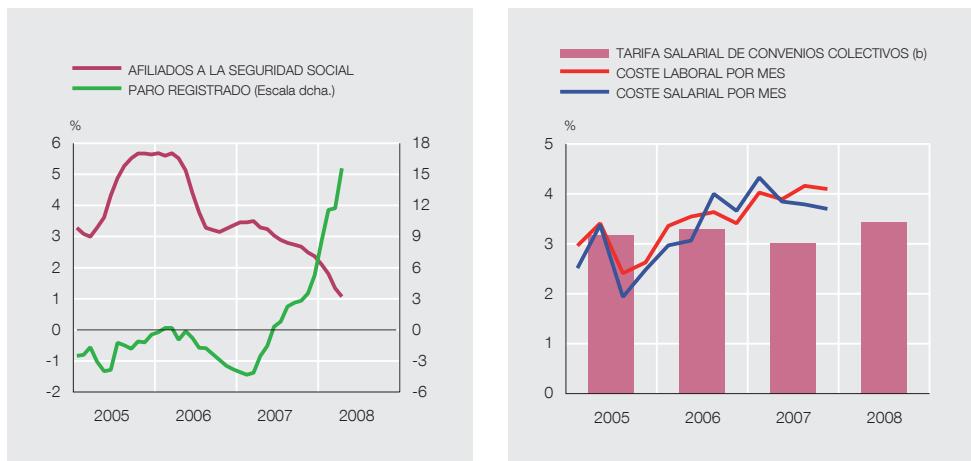
De acuerdo con los datos de Aduanas, las exportaciones reales de bienes disminuyeron en marzo un 3,2% en términos interanuales, aunque este dato está probablemente afectado por

el calendario de la Semana Santa. En el conjunto del primer trimestre del año, la tasa de avance fue de un moderado 2,2%, 2,4 pp por debajo de la cifra de los tres meses finales de 2007. El dato desfavorable de marzo fue el resultado de la disminución de las ventas reales tanto a la UE como al resto del mundo (del 1,4% y 7,6%, respectivamente). Por grupos de productos, se redujeron las ventas de bienes de equipo, de consumo alimenticio e intermedios no energéticos, mientras que las exportaciones de bienes energéticos se aceleraron. En el primer trimestre del año, de acuerdo con la Encuesta de Coyuntura de la Exportación, las percepciones empresariales sobre la evolución y perspectivas de la cartera de pedidos de exportación experimentaron un cierto deterioro, aunque se mantienen en unos niveles relativamente favorables. Además, en abril disminuyó la valoración de la cartera de pedidos exteriores en la encuesta de la Comisión Europea a los empresarios manufactureros, tras haberse mantenido estable en los tres meses anteriores.

En la vertiente importadora, el crecimiento interanual de las ventas al exterior fue, según los datos de Aduanas, del 4,8% en marzo, menos de la mitad del observado en febrero. En el conjunto del trimestre, el ritmo de avance ascendió al 7%, lo que supone una desaceleración de siete décimas con respecto al aumento observado en el cuarto trimestre de 2007. Por grupos de productos, en marzo destacaron los avances en las compras reales de bienes intermedios energéticos y, en menor medida, de los no energéticos, mientras que los bienes de equipo y los de consumo experimentaron nuevos retrocesos, de mayor magnitud que el mes anterior. El déficit comercial nominal aumentó, de nuevo, en marzo, registrando un crecimiento acumulado del 20,2% en el conjunto del primer trimestre, frente al 18,1% observado los tres últimos meses de 2007. Esa aceleración se debió, sobre todo, al encarecimiento de la energía, pues el saldo del comercio energético se incrementó un 66%, mientras que el desequilibrio no energético disminuyó casi un 4%.

Por lo que respecta al turismo, la estimación de la CNTR del primer trimestre de 2008 supone una estabilización de las tasas de crecimiento de los ingresos reales por este concepto en los modestos niveles positivos alcanzados en el trimestre precedente. En concreto, la tasa de variación interanual repuntó en una décima, hasta el 0,4%. Los indicadores más recientes apuntan a un comportamiento posiblemente más positivo en el segundo trimestre, aunque el diferente calendario de la Semana Santa afecta de manera especialmente intensa a la interpretación de los indicadores de este sector. En abril, el número de turistas que visitaron España descendió un 1% interanual, tras haberse incrementado un 5,3% en el primer trimestre del año. Si se analizan conjuntamente marzo y abril, de modo que el efecto calendario queda corregido, el número de turistas creció un 2,9%. Además, según la información de FRONTUR, el descenso de las llegadas observado en abril afectó solamente al alojamiento extrahotelero, mientras que los turistas que optaron por alojarse en hoteles —que, en general, realizan un mayor gasto— continuaron experimentando un aumento robusto.

Según las cifras de la Balanza de Pagos correspondientes al mes de febrero, la necesidad de financiación de la nación se situó en torno a 19 mm de euros en términos acumulados en los dos primeros meses de 2008, un 4% por encima de la cifra registrada en el período enero-febrero de 2007. El déficit por cuenta corriente se elevó hasta 20,5 mm de euros en el primer bimestre del año 2008, en torno a mil millones más que en el mismo período del año precedente (lo que supone un incremento del 6,1%). Esta ampliación se debió, sobre todo, al deterioro de la balanza comercial, cuyo saldo negativo se incrementó un 21,1% en relación con el período enero-febrero de 2007, y, en menor medida, al aumento del déficit de la balanza de transferencias corrientes. El descenso del déficit de la balanza de rentas y la ampliación del superávit de servicios no pudieron compensar la evolución anterior. Finalmente, la cuenta de capital presentó un superávit de 1,9 mm de euros en el período acumulado hasta febrero, un 33,4% superior al alcanzado durante el mismo período de 2007.



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística, y Ministerio de Trabajo y Asuntos Sociales.

a. Tasas interanuales, calculadas sobre series brutas.

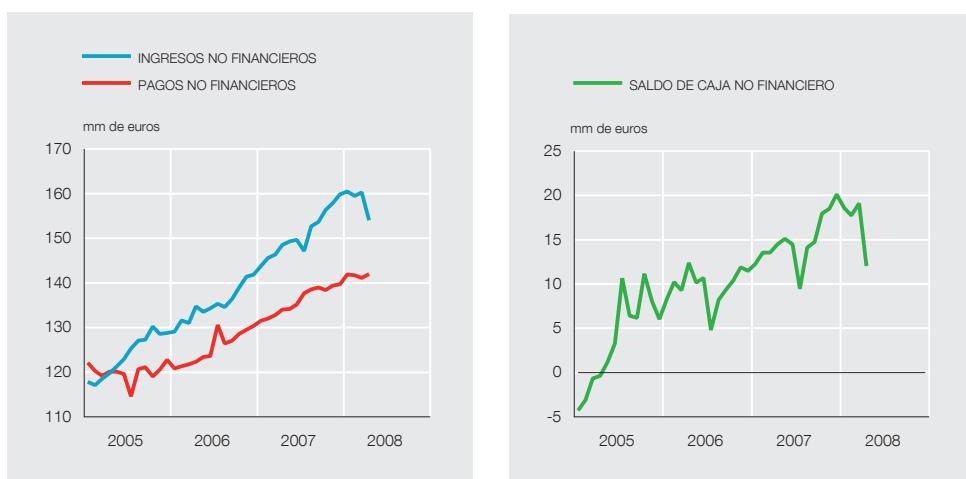
b. Sin incluir cláusula de salvaguarda. Datos hasta abril de 2008.

Por el lado de la oferta, los distintos indicadores tienden a confirmar la atonía de la actividad industrial. En marzo, el ritmo de crecimiento del IPI registró una notable desaceleración, al mostrar un descenso interanual del 2,6% en términos de la serie corregida de efectos de calendario, frente al avance del 1,9% observado en febrero. El retroceso fue más intenso en los bienes intermedios y de consumo, mientras que los bienes de equipo mostraron un mejor comportamiento. En el conjunto del primer trimestre del año, el IPI registró una caída interanual del 0,2%. Por el contrario, las entradas de pedidos en la industria en marzo aportan una visión más positiva, gracias a los avances de los componentes de bienes de equipo y energéticos. Entre los indicadores cualitativos, la confianza en el sector manufacturero experimentó un deterioro adicional en abril, que resulta atribuible al componente relacionado con la valoración de la cartera de pedidos, mientras que las expectativas de producción para los próximos meses se mantuvieron estables. Además, el índice de directores de compras registró un nuevo retroceso en ese mes, hasta los 45,2 puntos, que constituye el valor mínimo desde diciembre de 2001. De esta forma, este indicador continuó alejándose del nivel de 50, que determina la frontera entre la contracción y la expansión del sector. Finalmente, los indicadores del mercado de trabajo apuntan también a una ralentización de la actividad del sector. En concreto, el número de afiliaciones a la Seguridad Social disminuyó un 0,8% en abril, en términos interanuales, descenso que supera en dos décimas al observado el mes anterior. En ese mismo mes, el paro registrado aumentó un 7,1%, acelerándose en 2,6 pp.

En el caso de los servicios de mercado, la información coyuntural más reciente sugiere, asimismo, la continuidad de la desaceleración observada en meses precedentes. En marzo, la cifra de negocios del sector retrocedió un 5% interanual en términos de la serie original (frente al crecimiento positivo del 7,8% en febrero). Una vez corregida por el calendario, la tasa interanual estimada para marzo fue del -0,5%. Los indicadores de opinión mostraron en abril una evolución divergente. Así, el indicador que se desprende de las encuestas de confianza elaboradas por la Comisión Europea prolongó la trayectoria descendente que viene trazando desde 2007. Por el contrario, el índice de directores de compras se recuperó ligeramente en abril, tras el fuerte retroceso de marzo, aunque se mantiene por debajo del nivel de 50. Entre los indicadores de empleo, las afiliaciones a la Seguridad Social repuntaron ligeramente en tasa interanual en abril, hasta el 2,3%, dos décimas más que en marzo, mientras que el número de parados inscritos avanzó un 13,6% en tasa interanual (casi 4 pp más que en el mes anterior).

INGRESOS Y PAGOS LÍQUIDOS DEL ESTADO (a). SALDO DE CAJA  
Totales móviles de doce meses

GRÁFICO 3



FUENTE: Ministerio de Economía y Hacienda.

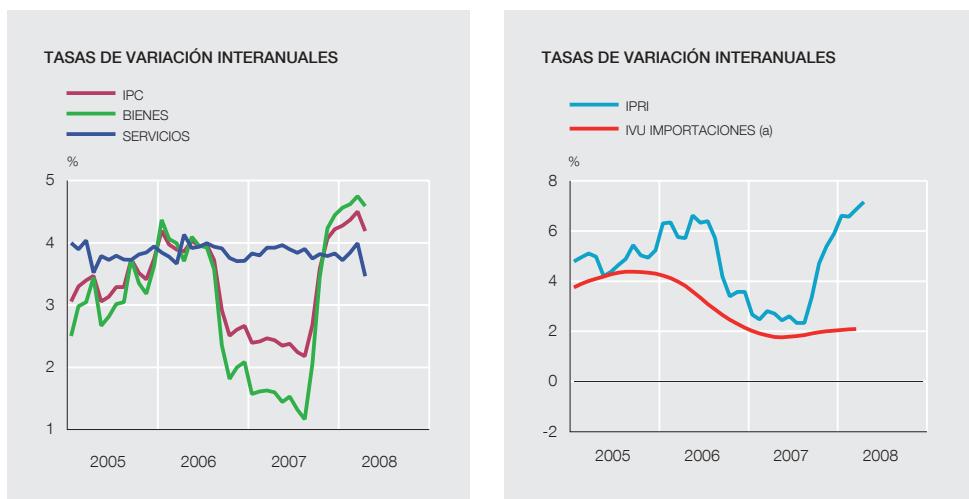
a. Último dato: abril de 2008.

Según la CNTR, el empleo aumentó en el conjunto de la economía a un ritmo interanual del 1,7% en el primer trimestre del presente ejercicio, tasa inferior en 0,8 pp a la observada en el trimestre anterior (véase gráfico 2). Para el conjunto de la economía, los indicadores de mercado de trabajo dibujan un panorama de debilitamiento en el mes de abril. El crecimiento interanual del número de afiliaciones medias a la Seguridad Social se redujo en dos décimas, hasta el 1,1%. La ralentización del empleo recayó exclusivamente sobre el colectivo de nacionalidad española, que pasó a registrar una tasa interanual ligeramente negativa (del -0,1%). Por el contrario, entre los trabajadores extranjeros se observó un modesto repunte en el ritmo de avance interanual de la afiliación (de dos décimas, hasta el 7,8%). Por su parte, el número de desempleados inscritos en el INEM se aceleró en casi 4 pp, hasta el 15,6%.

Con la metodología de la Contabilidad Nacional, el Estado tuvo hasta marzo de 2008 un superávit de 3.276 millones de euros (el 0,3% del PIB), frente al superávit de 6.747 millones de euros (0,6% del PIB) registrado hasta marzo de 2007. Los ingresos experimentaron un incremento del 1,3% respecto al mismo período del año anterior, mientras que los gastos crecieron a una tasa del 12,8%. En términos de caja (véase gráfico 3), la ejecución presupuestaria hasta abril de 2008 se saldó con un superávit de 8.376 millones de euros, notablemente inferior a los 16.505 millones correspondientes a los cuatro primeros meses del año anterior. Los ingresos se desaceleraron notablemente, mostrando un retroceso del 9,4%, lo que se debe, principalmente, al impacto transitorio de la ampliación, hasta mayo, del plazo para efectuar el primer pago a cuenta del Impuesto sobre Sociedades. Este efecto se verá compensado cuando se disponga de un mes adicional de ejecución presupuestaria. Por el contrario, los gastos se aceleraron, alcanzando una tasa del 5%.

### Precios y costes

De acuerdo con la CNTR, la remuneración por asalariado aumentó un 3,9% en el primer trimestre de 2008, acelerándose ligeramente respecto al trimestre anterior. Puesto que el avance de la productividad fue asimismo análogo al de los tres meses finales de 2007, el crecimiento de los costes laborales unitarios se mantuvo aproximadamente estable, situándose en el 2,9%. A tenor de la información más reciente sobre la evolución de la negociación colectiva,



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a. Tasa de variación interanual de la tendencia.

los convenios registrados entre enero y abril de 2008, que afectan casi a 6,6 millones de trabajadores, incorporaron un incremento de las tarifas salariales del 3,4%, aumento que supera en tres décimas al observado en el año 2007. Casi la totalidad de los convenios registrados en el primer cuatrimestre se corresponden con revisiones de acuerdos firmados en ejercicios precedentes con efectos en 2008. Los convenios de nueva firma, que continúan representando una proporción inferior al 5% del total, contienen alzas salariales que superan en más de 1 pp a las observadas en el caso de los acuerdos revisados. Por ramas, el incremento más elevado de los salarios negociados se ha producido en la construcción —del 3,7%—, seguido de la industria y los servicios (con avances medios del 3,4%), mientras que en la agricultura la tarifa aumentó de forma algo más moderada (un 2,9%). Por otro lado, la estimación más reciente del impacto de la cláusula de salvaguarda correspondiente al año 2007 —que repercutió en el salario cobrado en 2008— es de 1,1 pp, superando en ocho décimas al efecto estimado para el ejercicio precedente.

En relación con los precios, según las estimaciones de la CNTR, los ritmos de avance de los deflactores del PIB y del consumo privado se incrementaron en el primer trimestre de 2008 en dos y cuatro décimas, respectivamente, hasta el 3,1% y el 4,3%. Más recientemente, la tasa de crecimiento interanual del IPC se redujo en abril en tres décimas, hasta situarse en el 4,2% (véase gráfico 4). El ritmo de aumento del IPSEBENE —índice que excluye los componentes cuyos precios presentan habitualmente una evolución más volátil— se aminoró en idéntica cuantía, registrando un crecimiento del 3,1% respecto a abril de 2007. Dentro de los componentes del IPSEBENE destaca el recorte de cinco décimas de la tasa de crecimiento interanual de los precios de los servicios, hasta el 3,5%. Esta acusada desaceleración ha venido determinada por el efecto de la Semana Santa sobre las partidas relacionadas con el turismo. Por su parte, los precios de los bienes industriales no energéticos aumentaron un 0,2% interanual, una décima menos que la tasa registrada en marzo, mientras que el ritmo de avance de los precios de los alimentos elaborados se mantuvo estable en el 7,4% alcanzado en los dos meses previos. El crecimiento de los precios de los dos elementos más volátiles del IPC —los alimentos no elaborados y los bienes energéticos— se moderó en abril. En concreto, los precios de la energía avanzaron a una tasa del 13,3% interanual, frente al 14,1% del mes anterior. Este menor crecimiento vino explicado por el descuento de las fuertes subidas de hace un año, que compensó el encarecimiento más moderado del petróleo en abril. Finalmen-

te, la tasa de variación de los precios de los alimentos no elaborados continuó ralentizándose, hasta el 4%, siete décimas menos que en el mes anterior, situándose en los niveles de septiembre de 2007. El índice armonizado (IAPC) también avanzó un 4,2% en abril, cuatro décimas menos que en marzo. En la UEM, el recorte fue de tres décimas, hasta el 3,3%, de forma que el diferencial de inflación con esa área se redujo en una décima, hasta 0,9 pp, que es el menor nivel de los últimos siete meses.

En abril, el índice general de precios industriales se aceleró tres décimas, alcanzando una tasa interanual del 7,2%. Este repunte vino explicado por el aumento de casi 2 pp en la tasa de variación interanual de los precios de las industrias productoras de energía, mientras que el índice general sin energía se situó, por cuarto mes consecutivo, en el 5%. El ritmo de crecimiento de los precios industriales de los bienes de consumo descendió dos décimas, hasta el 5,3%, mientras que el de los bienes de equipo disminuyó una décima, hasta el 2,2%.

Los precios de las exportaciones, aproximados por los índices de valor unitario (IVU), avanzaron a un ritmo interanual del 0,6% en marzo, aumento que vino determinado por el comportamiento de los productos energéticos (que crecieron un 33,6%), de modo que el índice que los excluye registró una disminución del 1,1%. En el promedio del primer trimestre, los IVU de las exportaciones totales y de las no energéticas registraron crecimientos interanuales del 2,8% y 1,5%, respectivamente, que son, en ambos casos, superiores a los de los trimestres precedentes. De manera similar, el aumento del 0,9% en marzo de los IVU de las importaciones totales enmascara un comportamiento divergente de los correspondientes a las compras exteriores de productos energéticos (que repuntaron un 25,3%) y no energéticos (que retrocedieron un 6,4%). En el conjunto del primer trimestre, el crecimiento de los IVU de las importaciones energéticas se aceleró hasta el 26,3% (frente al 13,9% del último trimestre de 2007), mientras que los de los productos no energéticos, que habían mostrado un crecimiento nulo en los tres meses finales del pasado año, retrocedieron un 2,6%, evolución que se debió al comportamiento de los bienes de consumo no alimenticio e intermedios no energéticos. Por otro lado, el índice de precios de exportación de productos industriales elaborado por el INE aumentó un 1,9% interanual en marzo, una décima menos que en el mes precedente. Mientras que los precios de los bienes intermedios aumentaron su ritmo de avance, los restantes componentes se desaceleraron. Respecto al índice de precios de importación de los productos industriales, su tasa de avance se aceleró en una décima, hasta el 6,9%. Al igual que en el caso de los precios de exportación, los bienes intermedios también repuntaron, mientras que en el resto de componentes el ritmo de crecimiento interanual de los precios se redujo. En el conjunto del trimestre, los precios de exportación e importación de productos industriales aumentaron, respectivamente, un 2% y un 6,8% en términos interanuales.

### **Evolución económica y financiera en la UEM**

Durante el mes de mayo, la evolución financiera internacional se caracterizó por una cierta recuperación de los mercados de crédito y de las bolsas —en un contexto de menor volatilidad de las cotizaciones—, que se ha visto acompañada por un repunte de las rentabilidades de la deuda pública a largo plazo y en la cotización del dólar. En los mercados de crédito se redujeron los diferenciales de los bonos corporativos de alta y baja calificación crediticia, así como otros indicadores de riesgo de crédito, en particular los *credit default swaps* (CDS), que, en todo caso, se mantienen en niveles elevados. Sin embargo, al mismo tiempo que se produjo esta relativa mejoría en los mercados de crédito, persistieron las tensiones en los mercados monetarios, donde el diferencial entre el tipo de interés a tres meses y los tipos de interés oficiales ha tendido a incrementarse respecto a niveles ya elevados. En los mercados emergentes se registró un comportamiento, en general, positivo, siendo muy destacable, en esta

fase de turbulencias financieras, la mejora de la calificación soberana de Brasil, que ha alcanzado el llamado «grado de inversión». La mejoría de los mercados financieros globales se produjo a pesar de que los últimos indicadores continuaron mostrando una desaceleración de la actividad en algunas de las principales economías y de que persistió el fuerte ritmo de avance de los precios de las materias primas. Así, el petróleo alcanzó en la tercera semana de mayo cotizaciones máximas históricas por encima de 130 dólares el barril de crudo Brent, un 14% por encima de las cotizaciones del final de abril. Por su parte, los precios de los metales y de los alimentos continuaron en niveles elevados, en un entorno de elevada volatilidad. Por último, en lo que respecta a los tipos de cambio, el dólar frenó su depreciación, recuperándose ligeramente frente al euro y al yen.

En Estados Unidos, el avance del PIB del primer trimestre de 2008 mostró un crecimiento trimestral anualizado del 0,6% (2,5% interanual), al igual que en el trimestre anterior, con una fuerte contribución positiva de las existencias, que contrarrestó la acusada caída de la inversión fija y la debilidad del consumo privado. Los indicadores más recientes mantienen las señales negativas en cuanto a la evolución de la actividad, aunque con cierta mejoría en alguno de ellos, mientras que la Encuesta de Préstamos Bancarios del primer trimestre confirmó el endurecimiento generalizado de las condiciones de financiación para los préstamos a empresas y consumidores. Por el lado de la demanda, los indicadores de confianza del consumidor se deterioraron de nuevo en abril y en mayo, y las ventas al por menor de ese mes confirman el continuo debilitamiento del gasto en consumo. El ajuste del sector residencial continuó profundizándose, con nuevas caídas en los precios, en las ventas y en el número de viviendas iniciadas en marzo, y con el estancamiento en la confianza de los constructores en abril. Los indicadores de oferta muestran síntomas de cierta estabilización, destacando el repunte del ISM de servicios en abril, que volvió a terreno expansivo después de tres meses. El ISM de manufacturas se mantuvo estable en un nivel ligeramente contractivo ese mes, mientras que la producción industrial se contrajo respecto al mes anterior. En cuanto al mercado de trabajo, la caída en el empleo se moderó en el mes de abril, con un descenso de la tasa de paro en una décima, hasta el 5%, y con una reducción de 20.000 ocupados netos, aunque el acumulado en los cuatro primeros meses del año alcanza 260.000 empleos destruidos. La inflación también se moderó levemente en abril, tanto la general como la subyacente, del 4% al 3,9% y del 2,4% al 2,3%, respectivamente. En este contexto, la Reserva Federal redujo en 25 puntos básicos (pb) el tipo de interés oficial, hasta el 2%, y aumentó la cuantía de alguno de sus mecanismos de inyección de liquidez, como las subastas *TAF* y los *swaps* de divisas con el BCE y el Banco Nacional de Suiza.

En Japón, el PIB creció un 3,3% en tasa trimestral anualizada en el primer trimestre de 2008, por debajo del 2,6% del trimestre precedente, impulsado por la demanda externa, el repunte de la inversión residencial, tras su desplome en trimestres previos, y el inesperado dinamismo del consumo privado. En los meses más recientes, sin embargo, el deterioro del índice de directivos de compras (PMI, por sus siglas en inglés) del sector manufacturero y la caída de la producción industrial a lo largo del primer trimestre apuntan a una contracción de la actividad industrial, mientras que, por el lado de la demanda, los indicadores de consumo privado de marzo tuvieron un comportamiento negativo. Además, la construcción parece haber ralentizado su ritmo de recuperación, tras corregir parte del impacto negativo que supuso la aplicación de una nueva normativa sobre construcciones a mediados de 2007. En el mercado de trabajo se ralentizó el ritmo de creación de empleo, si bien se produjeron un ligero descenso del desempleo y una mejora en la evolución de los salarios, que registraron incrementos por encima del 1% interanual a lo largo del primer trimestre. En el ámbito externo, los datos de aduanas de abril mostraron un recorte interanual del superávit comercial, debido a la fortaleza de las importaciones, vinculada a las alzas de los precios de la energía. La in-

flación siguió repuntando en marzo, al compás del alza de los precios del petróleo y de los alimentos, situándose tanto la tasa general como la subyacente (que incluye la energía) en el 1,2% interanual, dos décimas más que en febrero. En este contexto, el Banco de Japón, en su reunión de política monetaria de mayo, mantuvo una vez más el tipo de interés oficial en el 0,50% y, además, rebajó su previsión de crecimiento y elevó la de inflación para el año fiscal de 2008.

En el Reino Unido, la primera estimación del crecimiento del PIB del primer trimestre supone una reducción de nueve décimas, hasta el 1,6% trimestral anualizado (2,5% interanual). Asimismo, los principales indicadores para el segundo trimestre apuntan a una continuación de la desaceleración de la actividad. Los índices de directivos de compras (PMI) de manufacturas y de servicios de abril registraron un nuevo retroceso, ambos muy cercanos a los valores asociados a una contracción de la actividad. Por otra parte, según los índices disponibles, los precios de la vivienda continuaron decreciendo en abril, y se encuentran ya por debajo de los alcanzados en el mismo mes del año anterior, en lo que representa la primera caída interanual de los precios de la vivienda desde la crisis inmobiliaria de 1992. Los créditos concedidos a los hogares cayeron acusadamente en marzo, tanto en número como en volumen. En este contexto, el Banco de Inglaterra dejó inalterado el tipo de interés en el 5% en su reunión de abril, un mes en el que la inflación interanual repuntó cinco décimas, hasta el 3%. Asimismo, el 21 de abril anunció la creación de la *Special Liquidity Scheme*, un programa de intercambio de activos en poder los bancos por bonos del tesoro, con el objetivo de paliar los problemas de liquidez en los mercados financieros.

En los nuevos Estados miembros de la Unión Europea que no pertenecen a la UEM, el PIB se desaceleró en el primer trimestre (salvo en Hungría), y de forma muy acusada en los países bálticos, en especial en Estonia y Letonia. También aparecen signos de pérdida de dinamismo en las exportaciones. La inflación de la región, medida por el IAPC, se mantuvo en abril en el 6,8%, si bien repuntó significativamente en los países bálticos y en Bulgaria, situándose en tasas superiores al 11%. Dentro del Mecanismo de Tipos de Cambio (ERM II), la corona eslovaca siguió una senda de apreciación y, en mayo, llegó a cotizar más del 12% por encima de la paridad central. En el ámbito institucional, Eslovaquia solicitó su incorporación a la UEM en enero de 2009, con un dictamen favorable de la Comisión Europea sobre su cumplimiento de los criterios de convergencia; el correspondiente informe del BCE, siendo también favorable, alerta sobre los riesgos que existen para la estabilidad de precios en ese país. La decisión final será adoptada por el Consejo ECOFIN en julio.

En China, los indicadores de actividad y de consumo continuaron mostrando fortaleza en abril, mientras que se registró una relativa moderación en el crecimiento de la producción industrial. El superávit comercial ascendió a 16,7 mm de dólares en abril, muy similar al del mismo mes de 2007, mientras que se ralentizó drásticamente el ritmo de apreciación del renminbi respecto al dólar. Los precios de consumo crecieron en abril un 8,5% interanual —muy cerca del máximo alcanzado en febrero—, impulsados por un aumento del precio de los alimentos del 22,1%. En este contexto, y con un crecimiento interanual de la oferta monetaria y del crédito muy similar al de marzo, las autoridades aumentaron el coeficiente de reservas bancarias en 50 pb por cuarta vez en 2008, hasta el 16,5%. En el resto de Asia, los primeros datos de crecimiento del PIB muestran el mantenimiento del dinamismo en el primer trimestre de 2008. Sin embargo, en marzo se observó una ralentización de la producción industrial en buena parte de las economías de la región. Por su parte, la inflación se elevó en abril con carácter bastante generalizado, impulsada por los aumentos de precios de energía y alimentos. En este contexto, India aumentó el coeficiente de reservas bancario e Indonesia el tipo oficial de interés, ambos en 25 pb.

En América Latina, los indicadores de actividad del primer trimestre de 2008 apuntan al mantenimiento de las tasas de crecimiento de finales de 2007. Cabe destacar, sin embargo, la desaceleración registrada en México y en Chile. La inflación en la región se incrementó hasta el 6,6% en abril, desde el 6,4% previo, un máximo desde mayo de 2005, impulsada por el fuerte repunte en México y en Brasil. La inflación subyacente pasó del 6,5% en marzo al 6,8% en abril. En este contexto, los bancos centrales mantuvieron inalterados los tipos de interés oficiales, salvo en el caso de Argentina, donde se anunció una subida de 75 pb para consolidar los aumentos en los tipos de interés de los depósitos, mientras que en Venezuela los tipos de interés para remunerar el ahorro se elevaron entre 2 y 3 pp. En cuanto al sector exterior, la tendencia al deterioro de las balanzas comerciales se mantuvo en numerosos países, con las excepciones de Colombia y Argentina, principalmente por el aumento de las importaciones. En abril, tanto la deuda soberana de Brasil y como la de Perú recibieron la calificación de grado de inversión, por parte de las agencias *Standard and Poor's* y *Fitch*, respectivamente; Perú realizó una emisión de bonos en moneda local con buena acogida en los mercados.

De acuerdo con la estimación preliminar de Eurostat, en el primer trimestre de 2008 el PIB del área del euro se incrementó un 0,7% en términos intertrimestrales, frente al 0,4% del período octubre-diciembre. La elevada tasa de crecimiento se habría situado por encima de lo esperado y, aunque es posible que incorpore algunos factores de naturaleza transitoria, evidencia cierta resistencia de la economía europea al desfavorable contexto exterior, las tensiones financieras y el aumento de los precios de las materias primas y los alimentos. La evolución de la actividad en la UEM obedece, en buena medida, al fuerte dinamismo mostrado por la economía alemana, que, según la estimación provisional, creció un 1,5% en los tres primeros meses del año, por encima del 0,3% anterior, gracias al favorable comportamiento de la inversión y, en menor medida, del consumo. También en Francia el producto aumentó su ritmo de avance en tres décimas, hasta el 0,6%, debido a la aportación positiva de la demanda exterior neta y a la nula variación de existencias (tras haber restado 0,6 pp al PIB del último trimestre de 2007). Por el contrario, en otros países, como España y Holanda, la desaceleración de la actividad fue notable. En términos interanuales, el PIB de la UEM se incrementó un 2,2%, como en el trimestre anterior.

No obstante, la información coyuntural más reciente apunta, en general, a una cierta ralentización de la actividad a finales del primer trimestre y a principios del segundo. Así, por el lado de la oferta, la producción industrial (IPI) registró un moderado descenso en marzo, aunque mantiene un notable crecimiento en términos interanuales (véase cuadro 1). Las encuestas de confianza elaboradas por la Comisión Europea relativas a la industria, los servicios y la construcción prosiguieron en abril con su tendencia descendente, al igual que ocurrió con las realizadas a los directores de compras del sector manufacturero, si bien la correspondiente al sector servicios registró un ligero repunte. Desde la óptica de la demanda, los indicadores disponibles más recientes sobre el consumo privado muestran una evolución diversa. De un lado, las ventas al por menor disminuyeron en marzo y la confianza de los minoristas empeoró significativamente en abril con respecto al primer trimestre del año, mientras que la de los consumidores permaneció inalterada en un nivel inferior a su media de largo plazo. Sin embargo, las matriculaciones de automóviles, tras la notable caída registrada en el conjunto del primer trimestre, experimentaron un importante crecimiento en abril. En cuanto a la inversión, el grado de utilización de la capacidad productiva disminuyó en el segundo trimestre del año, al igual que ocurrió con la valoración de la cartera de pedidos en abril. Por último, en relación con la demanda externa, las expectativas de exportación se deterioraron en el segundo trimestre y la valoración de la cartera de pedidos exteriores empeoró en abril.

		2007			2008	
		DIC	ENE	FEB	MAR	ABR
ACTIVIDAD Y PRECIOS	Índice de producción industrial (b)	1,8	3,4	3,2	2,0	
	Comercio al por menor (b)	-1,3	0,8	1,3	-1,8	
	Matriculaciones de turismos nuevos (b)	4,1	-1,3	5,8	-4,8	2,2
	Indicador de confianza de los consumidores	-9,0	-12,0	-12,0	-12,0	-12,0
	Indicador de confianza industrial	2,0	1,0	0,0	0,0	-2,0
	IAPC (b)	3,1	3,2	3,3	3,6	3,3
VARIABLES MONETARIAS Y FINANCIERAS (c)	M3	11,5	11,6	11,3	10,3	
	M1	4,0	4,4	3,7	2,9	
	Crédito a los sectores residentes	10,1	10,0	9,8	9,7	
	AAPP	-2,3	-2,3	-2,5	-1,6	
	Otros sectores residentes	12,8	12,7	12,5	12,1	
	<i>De los cuales:</i>					
	— Préstamos a hogares	6,2	6,0	5,8	5,4	
	— Préstamos a sociedades no financieras	14,5	14,5	14,8	15,0	
	EONIA	3,88	4,02	4,03	4,09	3,99
	EURIBOR a tres meses	4,85	4,48	4,36	4,60	4,78
	EURIBOR a un año	4,79	4,50	4,35	4,59	4,82
	Rendimiento bonos a diez años	4,38	4,23	4,14	4,07	4,28
	Diferencial bonos a diez años EEUU-UEM	-0,25	-0,46	-0,37	-0,55	-0,60
	Tipo de cambio dólar/euro	1,457	1,472	1,475	1,553	1,575
	Índice Dow Jones EURO STOXX 50 (d)	6,8	-13,8	-15,3	-17,5	-13,1
						-13,1

FUENTES: Eurostat, Comisión Europea, Banco Central Europeo y Banco de España.

a. Media del mes hasta el día 20 de mayo de 2008.

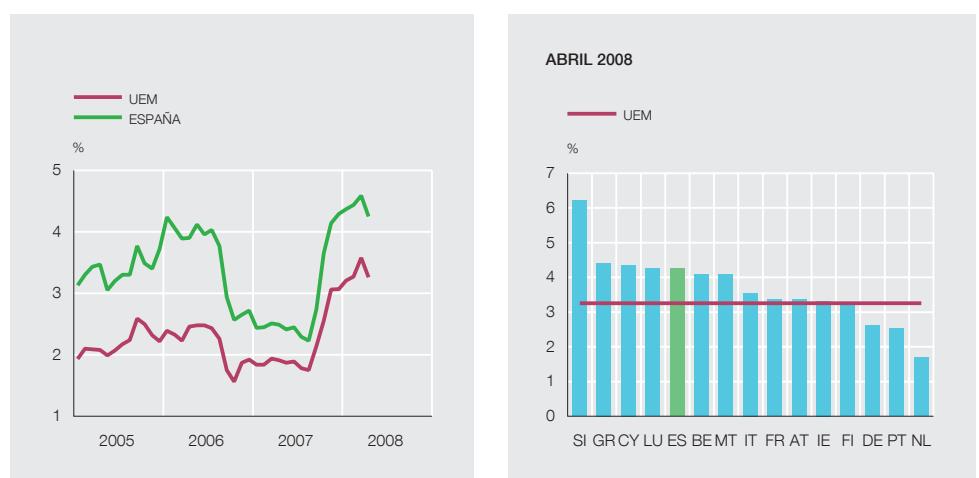
b. Tasa de variación interanual. Calculada sobre la serie ajustada de días laborables, excepto para el IAFC.

c. Tasa de variación interanual para los agregados monetarios y crediticios. La información sobre tipos de interés y tipo de cambio se representa en términos medios mensuales.

d. Variación porcentual acumulada en el año. Datos a fin de mes. En el último mes, día 20 de mayo de 2008.

### ÍNDICES ARMONIZADOS DE PRECIOS DE CONSUMO Tasas de variación interanuales

GRÁFICO 5



FUENTE: Eurostat.

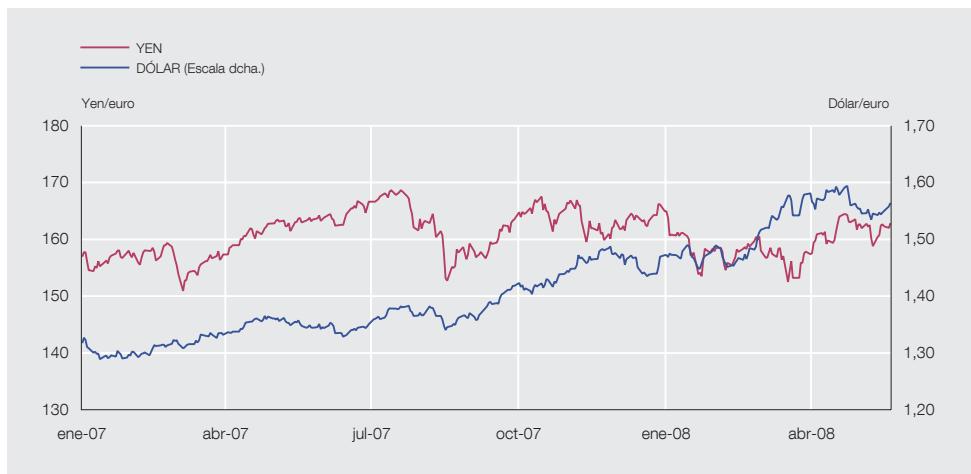


FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

- a. Estimación con datos del mercado de swaps.  
 b. Estimados con datos del EURIBOR.

La tasa de variación interanual del IAPC se redujo tres décimas en abril, hasta el 3,3% (véase gráfico 5). Esta moderación se observó de forma generalizada en los distintos componentes, excepto en el de alimentos elaborados, que, por noveno mes consecutivo, registró una aceleración. Como consecuencia, también la inflación subyacente, medida por el IPSEBENE, se redujo en tres décimas, hasta el 2,4%. Los precios de producción industrial, por su parte, experimentaron en marzo un aumento de tres décimas en su tasa de variación interanual, hasta el 5,7%, debido a la aceleración de los precios de la energía y de los bienes de consumo —tanto duradero como no duradero—, mientras que el ritmo de avance de los precios de los restantes componentes no se alteró.

El Consejo de Gobierno del BCE, en su reunión del 8 de mayo, decidió mantener los tipos de interés oficiales en el 4% para las operaciones principales de financiación, y en el 3% y el 5% para las facilidades de depósito y de crédito, respectivamente (véase gráfico 6). Asimismo, reiteró su firme compromiso de evitar la materialización de los riesgos alcistas sobre la estabi-



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

lidad de precios en el medio plazo, entre los que se incluye la posibilidad de que se produzcan incrementos adicionales en los precios de la energía y de los alimentos. Otro factor de riesgo destacado se refiere al aumento de las presiones inflacionistas como consecuencia de los posibles efectos del elevado nivel actual de la tasa de inflación sobre los procesos de fijación de precios —especialmente, en los sectores con menor nivel de competencia— y de salarios, que podrían incrementarse más de lo esperado, debido a la situación favorable del mercado de trabajo, al alto grado de utilización de la capacidad productiva y al riesgo de aparición de efectos de segunda vuelta. También resaltó la notable incertidumbre existente acerca de las perspectivas de crecimiento, con un claro predominio de los riesgos a la baja, relacionados, fundamentalmente, con un impacto de las turbulencias de los mercados financieros sobre la actividad más intenso de lo inicialmente previsto y con un posible efecto negativo sobre el consumo y la inversión de nuevos aumentos no anticipados de los precios de las materias primas.

En el mercado interbancario, desde comienzos de abril hasta la actualidad, la curva de rendimientos experimentó un desplazamiento al alza creciente con el plazo, por lo que se incrementó su pendiente (véase gráfico 6). Por su parte, en los mercados secundarios de deuda pública, desde los últimos días de marzo, las rentabilidades a diez años han mostrado una tendencia levemente ascendente en el área del euro, hasta alcanzar niveles próximos al 4,4%, mientras que en Estados Unidos han registrado un repunte de mayor magnitud, estrechándose, como consecuencia, el diferencial negativo de rentabilidad entre dicho país y la UEM, hasta situarse en torno a los 50 pb. Por otro lado, los diferenciales de tipos entre el bono soberano alemán y los equivalentes de otros países de la UEM, tras haber alcanzado un máximo a mediados de marzo, han mostrado una progresiva disminución, aunque aún se hallan por encima de los niveles de comienzos de año. Análogamente, en los mercados de renta fija privada, desde principios de abril, los diferenciales de rentabilidad han registrado un estrechamiento, más intenso en los bonos de peor calidad crediticia.

En los mercados de renta variable, las cotizaciones prolongaron la senda moderadamente alcista retomada a mediados de marzo, a pesar de lo cual el índice Dow Jones EURO STOXX 50 acumula una caída, en lo que va de año, superior al 13%. El tipo de cambio del euro mostró desde abril una tendencia a la baja frente al dólar, interrumpida a mediados de mayo, hasta situarse entonces en 1,56 dólares (véase gráfico 7). En términos del tipo de cambio efectivo nominal, la depreciación del euro desde finales de marzo ha sido de un 0,3%, pues su retroceso frente al dólar fue parcialmente compensado por la apreciación que ha registrado frente a otras divisas, como el yen o el franco suizo.

		2005	2006	2007	2008			
		DIC	DIC	DIC	ENE	FEB	MAR	ABR
TIPOS BANCARIOS (b)	HOGARES E ISFLSH							
	Crédito para vivienda	3,46	4,74	5,53	5,56	5,59	5,43	...
	Crédito para consumo y otros fines	6,27	7,32	8,34	8,64	8,49	8,55	...
	Depósitos	1,23	1,79	2,72	2,84	2,87	2,78	...
	SOCIEDADES NO FINANCIERAS							
	Crédito (c)	3,59	4,77	5,80	5,64	5,64	5,65	...
MERCADOS FINANCIEROS (d)	Letras del Tesoro a seis-doce meses	2,58	3,69	4,01	3,85	3,67	3,76	3,97
	Deuda pública a cinco años	3,04	3,78	4,12	3,86	3,64	3,64	4,03
	Deuda pública a diez años	3,37	3,82	4,35	4,18	4,14	4,12	4,31
	Diferencial de rentabilidad con el bono alemán	-0,00	0,03	0,09	0,13	0,17	0,30	0,26
	Prima de los seguros de riesgo crediticio a cinco años de empresas no financieras (e)	0,41	0,27	0,64	0,75	1,09	1,44	1,03
	IBEX 35 (f)	18,20	31,79	7,32	-12,87	-13,25	-12,60	-9,12
								-7,84

FUENTES: Credit Trade, Datastream y Banco de España.

a. Media de datos diarios hasta el 20 de mayo de 2008.

b. TAE para créditos (incluye comisiones y otros gastos) y TEDR para depósitos.

c. Media ponderada de tipos de interés de distintas operaciones agrupadas según su volumen. El tipo de los créditos de más de un millón de euros se obtiene sumando a la tasa TEDR, que no incluye comisiones y otros gastos, una media móvil de dichos gastos.

d. Medias mensuales.

e. Primas medias ponderadas por el volumen total de activos en diciembre de 2005.

f. Variación porcentual acumulada del índice a lo largo del año.

El agregado monetario M3 moderó en marzo su dinamismo, y su tasa de variación interanual se situó en el 10,3%, 1 pp por debajo de la tasa del mes precedente. Por su parte, el crédito concedido al sector privado redujo por tercer mes consecutivo su ritmo de crecimiento interanual, hasta el 12,1%. Entre sus componentes, los préstamos concedidos a las sociedades no financieras se aceleraron levemente, al contrario de lo que ocurrió con los otorgados a los hogares. Dentro de estos últimos, la ralentización se extendió a todos sus componentes, si bien fue más intensa en los préstamos destinados a financiar la adquisición de vivienda que en los concedidos para la compra de bienes de consumo. Esta evolución se encuentra en línea, en el caso de los hogares, con los resultados de la Encuesta de Préstamos Bancarios de abril, que muestra, para el primer trimestre de 2007, una disminución de la demanda de préstamos por parte de las familias para la adquisición de vivienda y un mantenimiento de la demanda de los destinados a consumo, así como un endurecimiento de los requerimientos de las entidades crediticias para la concesión de ambos tipos de préstamos. Asimismo, según la Encuesta, este endurecimiento se habría extendido a las empresas, que también registran un descenso de la demanda de préstamos, aunque, en este caso, los datos todavía no reflejan estos resultados.

### **Evolución financiera en España**

Durante abril y la parte transcurrida de mayo se ha producido una cierta mejoría en la evolución de los mercados financieros nacionales e internacionales. Así, en las bolsas las cotizaciones se han recuperado moderadamente, al tiempo que disminuyó su volatilidad, y los diferenciales crediticios han descendido. No obstante, los tipos de interés negociados en los mercados interbancarios se mantienen en cotas muy elevadas para el tono de las políticas monetarias actuales y previstas, lo que pone de manifiesto que las tensiones financieras persisten. Por su parte, durante marzo continuó el perfil de desaceleración de la deuda de los hogares y las sociedades no financieras y de sus activos líquidos. La información provisional correspondiente a abril indica que durante dicho mes se habría vuelto a reducir el ritmo de

	2008	2006	2007	2008		
	MAR (b)	DIC	DIC	ENE	FEB	MAR
FINANCIACIÓN TOTAL	2.409,7	19,0	12,0	12,1	11,7	11,1
SOCIEDADES NO FINANCIERAS, HOGARES E ISFLSH	2.120,9	24,2	15,1	14,8	14,3	13,4
Hogares e ISFLSH	887,4	19,6	12,7	12,5	12,0	10,6
<i>De los cuales:</i>						
– Crédito para adquisición de vivienda (c)	657,2	20,4	13,2	12,9	12,4	11,2
– Crédito para consumo y otros fines (c)	228,3	17,5	11,2	11,1	10,4	8,9
Sociedades no financieras	1.233,5	28,0	17,0	16,6	16,1	15,4
<i>De los cuales:</i>						
– Préstamos de entidades de crédito residentes (c)	912,9	29,8	19,3	18,5	18,0	16,7
– Valores de renta fija (d)	35,8	134,2	18,1	18,3	13,9	10,7
ADMINISTRACIONES PÚBLICAS (e)	288,8	-4,8	-7,2	-5,1	-4,8	-3,3
Valores a corto plazo	35,2	-2,3	2,4	7,8	15,1	4,8
Valores a largo plazo	271,6	-0,4	-3,1	-7,7	-6,9	-7,6
Créditos – depósitos (f)	-18,1	-13,1	-13,3	5,0	1,7	10,9

FUENTE: Banco de España.

a. La información contenida en este cuadro tiene carácter provisional, pudiendo estar sujeta a alguna revisión, debida a modificaciones en las series de base.

b. Saldo en miles de millones de euros.

c. Incluye los créditos titulizados.

d. Incluye las emisiones realizadas por filiales financieras residentes.

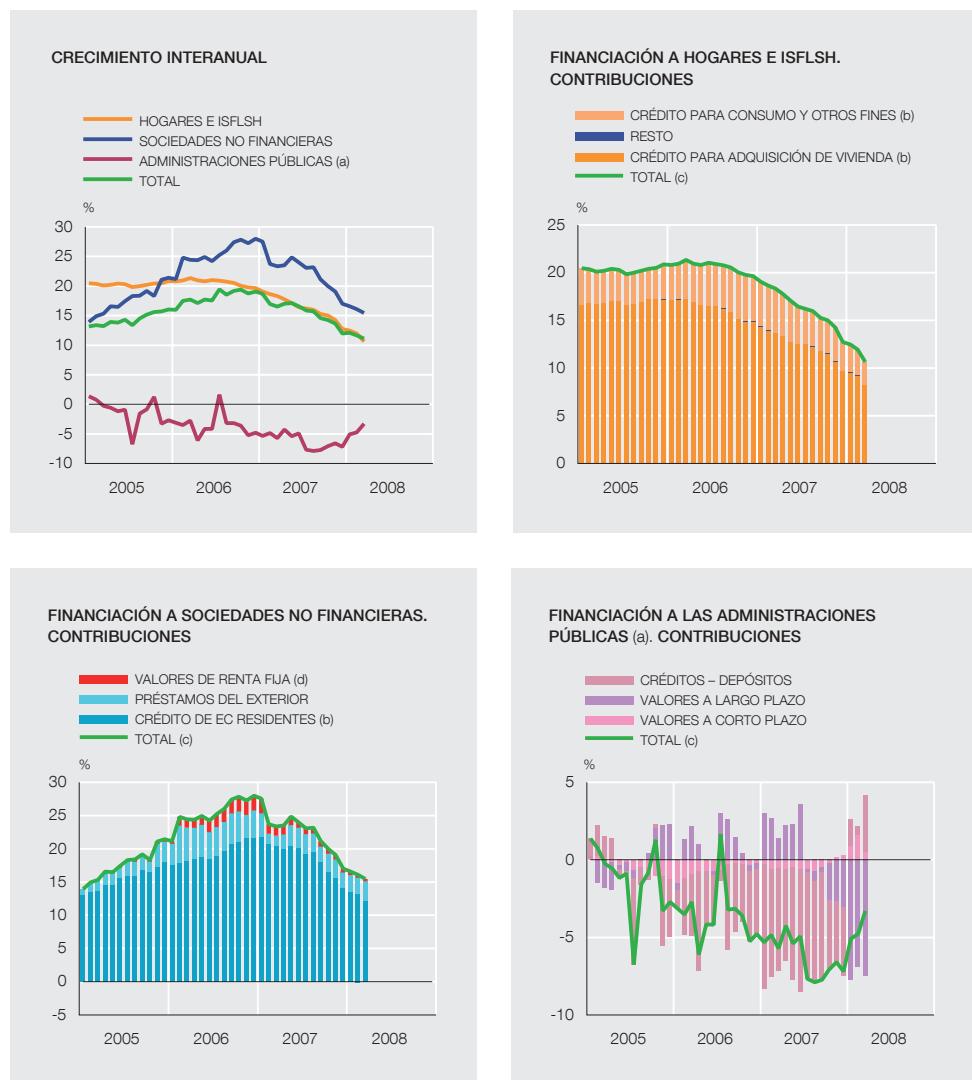
e. Financiación consolidada: deducidos valores y créditos que son activos de Administraciones Públicas.

f. Variación interanual del saldo.

avance interanual de la financiación captada por el sector privado no financiero, mientras que el de sus activos líquidos habría repuntado ligeramente.

En los mercados de deuda pública, tras los descensos del primer trimestre de 2008, las rentabilidades negociadas aumentaron durante abril y la parte transcurrida de mayo. Así, entre el 1 y 20 de este mes, los tipos de interés de las letras del Tesoro entre seis y doce meses y de los bonos a diez años se situaron, en promedio, en el 4,04% y el 4,36%, respectivamente, lo que representa un incremento de 28 pb y 24 pb en relación con los correspondientes valores de marzo (véase cuadro 2). El avance de la rentabilidad de la referencia española a diez años fue inferior al de la alemana, por lo que el diferencial entre ambas disminuyó 9 pb. Por su parte, las primas medias de los seguros de riesgo crediticio a cinco años de las empresas no financieras españolas se redujeron de forma notable, hasta situarse en torno a los 70 pb, nivel similar al observado a principios de año.

En los mercados de renta variable nacionales e internacionales se produjo, en abril y en la parte transcurrida de mayo, una ligera recuperación de las cotizaciones, que vino acompañada de un descenso importante en las volatilidades implícitas. A pesar de esta evolución, en la fecha de cierre de este artículo los principales índices bursátiles continuaban presentando pérdidas anuales. En el caso del IBEX 35, el retroceso acumulado desde finales de 2007 se situaba en el 7,8%, una caída inferior a la registrada durante el mismo período por el EURO STOXX 50 de las bolsas de la UEM (13,1%), pero superior a la del S&P 500 de las de Estados Unidos (3,7%).

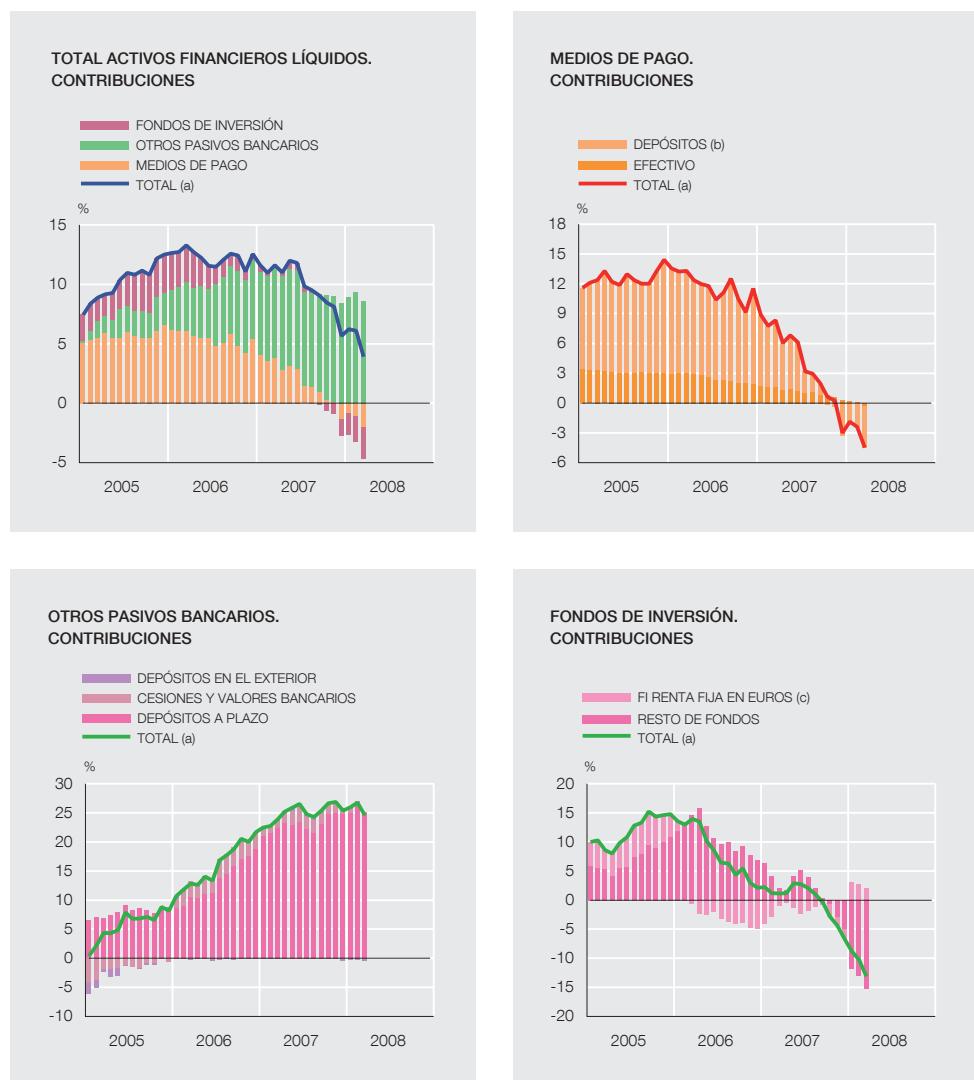


FUENTE: Banco de España.

- a. Financiación consolidada: deducidos valores y créditos que son activos de Administraciones Públicas.  
 b. Incluye los créditos titulizados.  
 c. Crecimiento interanual.  
 d. Incluye las emisiones realizadas por filiales financieras residentes.

En marzo, los tipos de interés de los préstamos a las familias destinados a la adquisición de vivienda y la remuneración de sus depósitos disminuyeron hasta el 5,43% y el 2,78%, 16 pb y 9 pb por debajo de los valores registrados en febrero, reflejando el descenso de las rentabilidades negociadas en el mercado interbancario de los dos primeros meses del año. En cambio, el coste de la financiación para consumo y otros fines se elevó ligeramente (6 pb), hasta alcanzar el 8,55%; y el de los fondos prestados a las sociedades no financieras apenas varió, situándose en el 5,65%.

Los fondos captados por el conjunto de los sectores residentes no financieros volvieron a desacelerarse en marzo (véanse cuadro 3 y gráfico 8). Por sectores, se mantuvieron las mismas tendencias de los últimos meses. Así, las tasas de expansión interanual de la deuda de las familias y de las sociedades continuaron descendiendo, situándose en torno al 11% y al 15%, respectivamente, al tiempo que se redujo nuevamente el ritmo de contracción de los pasivos netos de las Administraciones Públicas.



FUENTE: Banco de España.

a. Crecimiento interanual.

b. Cuentas corrientes, cuentas de ahorro y depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses.

c. La serie incluye las antiguas categorías FIAMM y FIM de renta fija en euros.

La desagregación por finalidades muestra que la moderación en el avance de los pasivos de los hogares en marzo se observó tanto en los préstamos para la adquisición de vivienda como en los destinados al consumo y otros fines, situándose sus tasas de variación interanuales en niveles cercanos al 11% y al 9%, respectivamente, algo más de un punto porcentual por debajo de la cifra del mes precedente. Por su parte, el menor dinamismo de los fondos captados por las sociedades no financieras resultó, fundamentalmente, del descenso en el ritmo de expansión del crédito otorgado por las entidades residentes, que se redujo en una cuantía similar, hasta alcanzar cotas próximas al 17%. De acuerdo con la información provisional disponible, en abril habría continuado la desaceleración de la deuda del sector privado no financiero, siendo este movimiento más pronunciado en el caso de las empresas.

La tasa de crecimiento interanual de la financiación recibida por las Administraciones Públicas se mantuvo en valores negativos (-3%), aunque, en valor absoluto, fue inferior a la registrada durante los meses anteriores. Por instrumentos, en términos netos acumulados de doce me-

ses, se produjo un descenso tanto en el volumen de deuda a largo plazo en circulación como en los depósitos mantenidos por este sector y un incremento en el saldo de valores a corto plazo.

El ritmo de expansión de los activos financieros más líquidos de las carteras de las sociedades no financieras y los hogares volvió a reducirse en marzo tras el repunte de los dos meses anteriores. Todos los componentes contribuyeron a esta evolución (véase gráfico 9). Así, se intensificó el descenso de los saldos materializados en medios de pago y en participaciones en fondos de inversión, al tiempo que se desaceleraron los otros pasivos bancarios (que incluyen los depósitos a plazo), aunque continuaron presentando un crecimiento cercano al 25% en términos interanuales. Sin embargo, la información provisional más reciente indica que esta última partida se habría vuelto a acelerar en abril, contribuyendo con ello a aumentar algo el dinamismo en el avance de los activos líquidos mantenidos por el sector privado no financiero.

22.5.2008.