

## EVOLUCIÓN RECIENTE DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA

## Evolución reciente de la economía española

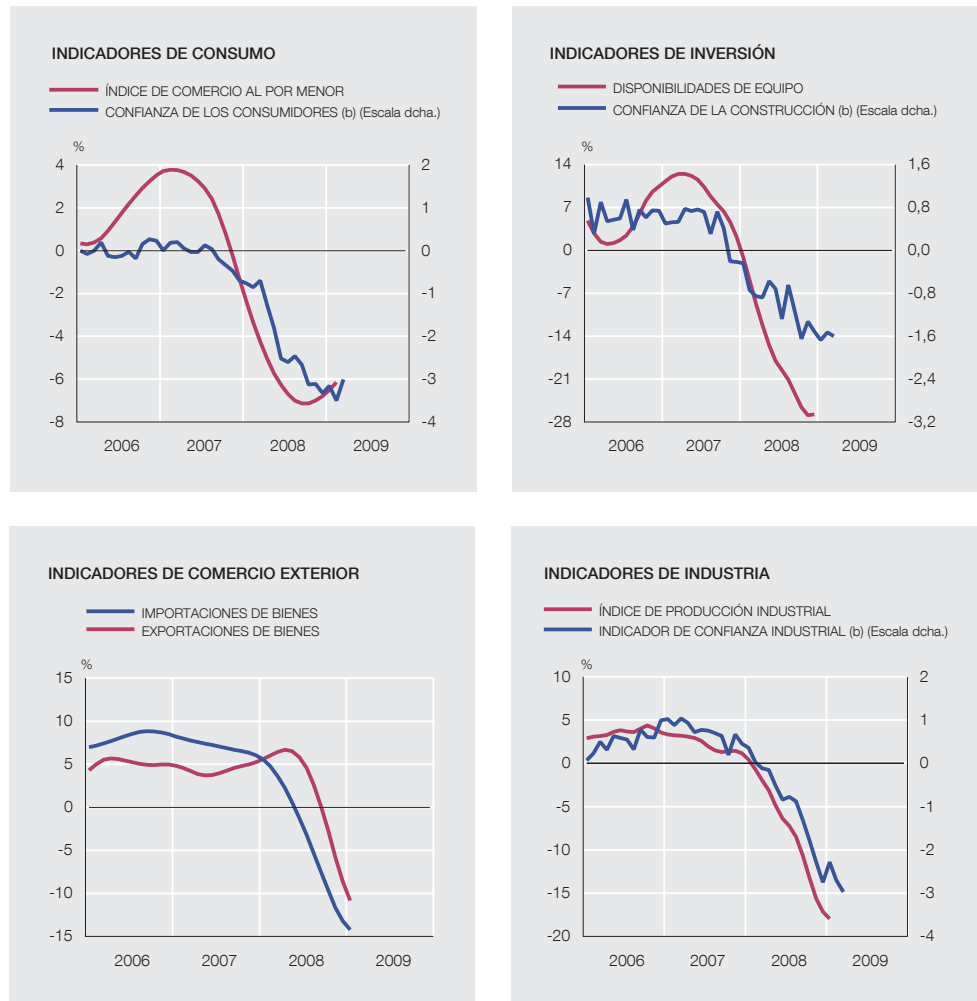
### ***Evolución del sector real de la economía española***

Los datos de la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR) del cuarto trimestre de 2008, que ya fueron objeto de comentario más detallado en el Boletín Económico de febrero, confirmaron el deterioro de la actividad de la economía española en los meses finales del pasado ejercicio. En concreto, el PIB disminuyó un 0,7% en términos interanuales, tasa inferior en 1,6 puntos porcentuales (pp) al ritmo de avance observado en el tercer trimestre. En tasa intertrimestral se registró un descenso del 1%, lo que constituye la segunda caída consecutiva. Por componentes, el retroceso interanual fue imputable a la contracción de las distintas rúbricas de la demanda nacional privada, mientras que, por el contrario, la demanda exterior neta incrementó su contribución positiva, pues la reducción de las exportaciones fue superada por una disminución aún más pronunciada de las importaciones. Por el lado de la oferta, el valor añadido bruto se debilitó en todas las ramas de mercado, especialmente en la construcción y la industria, aunque también fue significativa la pérdida de vigor de los servicios. El descenso del empleo revistió mayor intensidad que el de la actividad, por lo que se aceleró el ritmo de avance de la productividad.

Los indicadores disponibles referidos a los primeros meses de 2009 apuntan al mantenimiento de las tendencias contractivas observadas a finales de 2008. Entre los indicadores cuantitativos referidos al consumo correspondientes a febrero, el índice de comercio al por menor descendió a una tasa interanual del 10,8%, en tanto que las matriculaciones de automóviles disminuyeron un 48,8% en tasa interanual, de forma que la caída en el promedio de los dos primeros meses del año resultó ligeramente menos intensa que la del trimestre final de 2008. Por lo que se refiere a los indicadores cualitativos, el índice de confianza de los consumidores elaborado por la Comisión Europea, tras mejorar en marzo, se situó en la media del primer trimestre en un valor similar al registrado en los tres meses finales del pasado año. El avance de marzo se debió, sobre todo, a las expectativas de las familias acerca de su situación financiera en el futuro, aunque también mostraron avances los restantes componentes, lo que puede estar ligado a la percepción de una cierta mejora en el poder adquisitivo provocada por el descenso de la inflación y a la disminución de los costes de los préstamos hipotecarios debido al sustancial recorte de los tipos EURIBOR (véase gráfico 1). Asimismo, la confianza de los comerciantes minoristas mejoró ligeramente en marzo. Por su parte, el índice de clima de los productores de bienes de consumo experimentó un retroceso en febrero, que se debió al empeoramiento de la percepción de estos agentes sobre la evolución de sus carteras de pedidos procedentes del exterior.

En el caso de la inversión en bienes de equipo, los indicadores disponibles señalan una continuación de la evolución desfavorable de este componente, en consonancia con la debilidad de la demanda y con la persistencia de condiciones de financiación que no contribuyen a estimular el gasto de las empresas. Así, la encuesta de la Comisión Europea a los empresarios manufactureros arrojó en marzo un empeoramiento de su valoración de la cartera de pedidos. También el indicador del clima industrial en el sector productor de bienes de equipo registró un nuevo descenso en el mes de febrero.

Los indicadores referidos a la inversión en construcción apuntan, asimismo, a una prolongación de la debilidad de este componente de la demanda. Entre los indicadores contemporáneos, los relativos al mercado de trabajo mostraron un nuevo deterioro en febrero, con una intensificación de 1,4 pp del descenso interanual en el número de afiliados a la Seguridad Social, hasta el -25,5%, en tanto que el crecimiento del número de parados permaneció, por



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).

cuarto mes consecutivo, en torno al 107%. Dentro de los indicadores contemporáneos que miden la evolución de los consumos intermedios, el índice de producción industrial de minerales no metálicos agudizó su perfil de caída en enero hasta registrar una contracción del 46,1%, mientras que, por el contrario, el consumo aparente de cemento aminoró en febrero su ritmo de descenso en 6 pp, hasta el -46%. Por otro lado, el indicador de confianza de los empresarios del sector volvió a empeorar en marzo. Por su parte, el número de visados de viviendas nuevas, que constituye un indicador de carácter adelantado de la inversión en construcción residencial, retrocedió sustancialmente en enero (un 63,7% interanual). En lo que se refiere a las otras construcciones, tanto la superficie visada de edificación no residencial como la licitación de obra civil mostraron tasas negativas elevadas en enero.

De acuerdo con los datos de Aduanas, las exportaciones reales de bienes intensificaron fuertemente en enero la tónica de intensos retrocesos que las caracterizó durante el último trimestre del año, hasta caer un 23,6% en tasa interanual. Este comportamiento desfavorable fue generalizado por grupos de productos, destacando la caída de las ventas al exterior de bienes de equipo, de consumo no alimenticio e intermedios no energéticos. Por áreas geográficas,

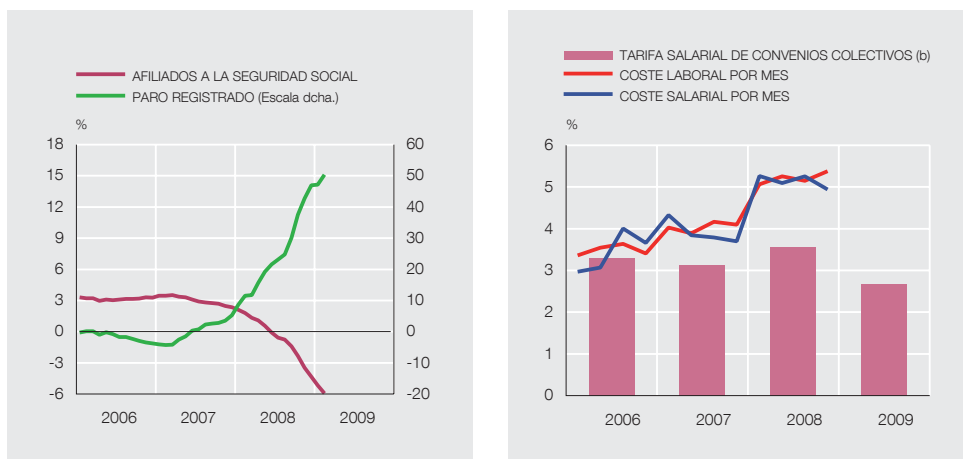
los descensos de las dirigidas a la UE y de las extracomunitarias tuvieron magnitudes similares (-23,1% y -24,8%, respectivamente). También las importaciones reales prolongaron en enero la senda de fuerte desaceleración de los últimos meses, registrando una disminución interanual del 30,1%, descenso que es 14 pp mayor que el observado en el cuarto trimestre de 2008. Por grupos de productos, el empeoramiento fue especialmente acusado en el caso de los bienes intermedios, tanto energéticos como no energéticos, mientras que los bienes de equipo y de consumo siguieron registrando retrocesos muy elevados, aunque no superiores a los del trimestre final de 2008. La sensible mejora de la relación real de intercambio contribuyó a explicar la elevada intensidad de la disminución del déficit comercial en términos nominales, que ascendió al 50,8% en tasa interanual. Esta corrección fue más pronunciada en el caso del déficit energético (-56,2%) que en el del no energético (-46%), como consecuencia del descenso del precio del petróleo frente a enero de 2008.

Respecto al turismo receptor, los principales indicadores reales referidos a febrero apuntan a una pérdida de vigor adicional. En particular, de acuerdo con la Encuesta de Ocupación Hotelera, la disminución del número de pernoctaciones hoteleras se acrecentó en tasa interanual en 1,5 pp, hasta el -18,1%, destacando, por nacionalidades, el retroceso de las realizadas por los turistas alemanes y británicos, que constituyen nuestros dos principales mercados emisores. Asimismo, las llegadas de turistas extranjeros acentuaron su caída en febrero, hasta alcanzar una tasa del -15,9%, inferior en 6 pp a la observada en el mes anterior. Por último, según la Encuesta de Gasto Turístico (EGATUR), el gasto nominal de los visitantes foráneos aceleró su ritmo de descenso interanual en el segundo mes del año hasta el 10%, como consecuencia de la fuerte caída de las entradas de turistas, ya que el gasto medio por persona repuntó.

Los datos de balanza de pagos correspondientes a enero arrojan una notable corrección de la necesidad de financiación de la economía española, del 39,5% en tasa interanual, descenso que supera en más de 20 pp al observado en diciembre de 2008. Esta evolución fue el resultado, sobre todo, de la disminución del déficit comercial, y, en menor medida, de la reducción de los saldos negativos de rentas y de transferencias. Por el contrario, los superávits de servicios y de la cuenta de capital descendieron levemente.

En la vertiente de la oferta, el índice de producción industrial mantuvo en enero su acusada debilidad, al registrar una disminución, en términos de la serie corregida de efectos de calendario, del 20,2%, idéntica a la del mes previo. Ello fue el resultado del agravamiento de la caída de la producción de las industrias de bienes de consumo y de equipo, mientras que los bienes energéticos y los intermedios no energéticos aminoraron su ritmo de descenso. Otros indicadores de la actividad industrial referidos a enero continuaron mostrando asimismo un comportamiento muy negativo. Así, los indicadores de entradas de pedidos y de cifras de negocios mantuvieron tasas de variación en torno al -25%, una vez expresados en términos reales y corregidos de efectos de calendario, si bien el segundo de estos indicadores, a diferencia del primero, suavizó su ritmo de descenso. También los indicadores del mercado laboral referidos a febrero siguieron recogiendo deterioros adicionales. Los afiliados a la Seguridad Social intensificaron su tasa de caída en ocho décimas, hasta el -9,3%, y el paro registrado incrementó su ritmo de avance en 7 pp, hasta el 55,8%. Finalmente, entre los indicadores de opinión, la confianza industrial de la Comisión Europea retrocedió en marzo, mientras que el índice PMI mejoró en febrero por segundo mes consecutivo, si bien continúa próximo a sus niveles mínimos históricos.

Por lo que respecta a los servicios, la información coyuntural reciente apunta asimismo a una prolongación de la pérdida de dinamismo. El indicador de confianza procedente de las en-



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Ministerio de Trabajo e Inmigración.

a. Tasas interanuales, calculadas sobre series brutas.

b. Sin incluir cláusula de salvaguarda. Datos hasta febrero de 2009.

cuestas de la Comisión Europea mejoró en marzo por segundo mes consecutivo, aunque la media del primer trimestre es inferior a la de los últimos tres meses de 2008. Por su parte, el índice PMI descendió ligeramente en febrero, aunque se mantiene levemente por encima del nivel medio del cuarto trimestre del año pasado. Finalmente, la evolución de los indicadores del mercado de trabajo del sector fue desfavorable en febrero. Así, las afiliaciones a la Seguridad Social descendieron un 2,1%, frente al retroceso del 1,5% de enero, al tiempo que el paro registrado creció un 42,3%, 4 pp más que en el primer mes del año.

Por lo que respecta al empleo, los indicadores más recientes apuntan a una continuación del proceso de intenso ajuste del mercado de trabajo. En particular, el número de afiliados a la Seguridad Social acentuó en febrero su ritmo de descenso interanual hasta el 5,9%, retroceso que supera en siete décimas al observado en enero y en más de 2 pp al registrado en el conjunto del último trimestre de 2008. Además, la tasa interanual de crecimiento del número de desempleados volvió a repuntar en febrero, hasta el 50,4%, 3,3 pp más que en el mes precedente (véase gráfico 2).

Con la metodología de la Contabilidad Nacional, el Estado tuvo en los dos primeros meses de 2009 un superávit de 5.325 millones de euros (0,5% del PIB), frente al superávit de 9.466 millones de euros (0,9% del PIB) registrado hasta el mismo mes de 2008. Los recursos experimentaron una disminución del 9,5% en el primer bimestre del año respecto a idéntico período del ejercicio anterior, mientras que los empleos crecieron a una tasa del 5,3%. En términos de caja, la ejecución presupuestaria hasta febrero de 2009 se saldó con un déficit de 70 millones de euros, frente al superávit de 3.831 millones de euros registrado en los dos primeros meses de 2008. Los ingresos disminuyeron hasta febrero un 9,4% con respecto a los dos meses iniciales del año pasado, mientras que los pagos avanzaron un 3,3%, mostrando una tendencia sostenida de crecimiento (véase gráfico 3). Conviene recordar, en cualquier caso, que las cifras de estos primeros meses del año son muy erráticas y escasamente representativas del comportamiento presupuestario del Estado.

**Precios y costes**

El coste laboral medio por trabajador y mes aumentó en el cuarto trimestre de 2008 un 5,4%, de acuerdo con la Encuesta Trimestral del Coste Laboral, tres décimas más que en el trimestre precedente. Este repunte se debió al componente de costes no salariales, que se aceleró

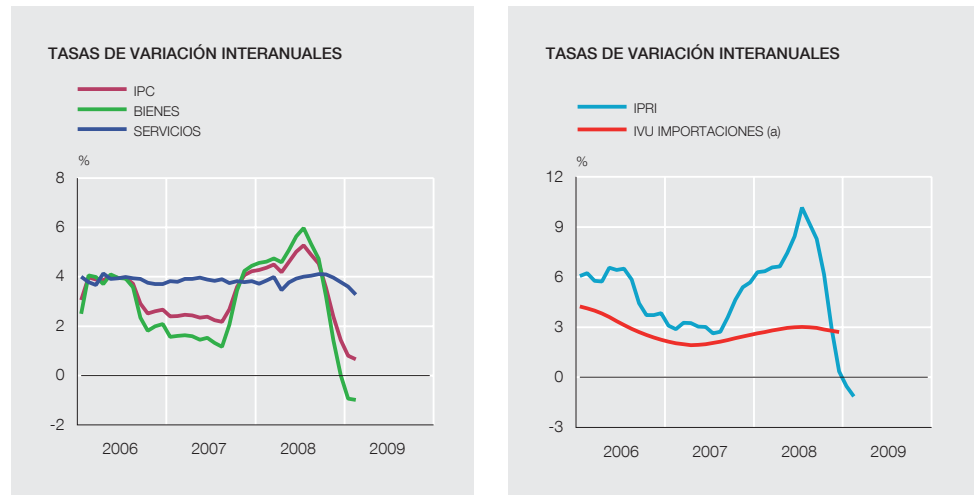


FUENTE: Ministerio de Economía y Hacienda.

a. Último dato: febrero de 2009.

en 1,8 pp, hasta el 6,7%, mientras que los costes salariales disminuyeron su ritmo de avance en cuatro décimas, hasta el 4,9%. La información más reciente apunta hacia un mayor grado de moderación salarial al inicio de este ejercicio, que estaría reflejando parcialmente el retroceso de las presiones inflacionistas y el deterioro de la situación en el mercado de trabajo. Así, los datos disponibles acerca de la negociación colectiva, que incorporan información hasta el 28 de febrero, reflejan un incremento medio de las tarifas para 2009 del 2,7%, tres décimas inferior al crecimiento estimado con datos hasta enero y casi 1 pp inferior al aumento pactado en 2008. Adicionalmente, puesto que la inflación se situó por debajo del 2% en diciembre, las cláusulas de salvaguarda correspondientes a 2008 no se han activado, y se espera un comportamiento similar a lo largo del ejercicio. El número de trabajadores afectados por los convenios firmados hasta febrero se situó en casi seis millones, lo que representa un porcentaje cercano al 50% de los trabajadores cubiertos por la negociación colectiva en años anteriores. Por ramas de actividad, los incrementos medios acordados oscilan entre el 2,5% en la industria y los servicios y el 3,6% en la construcción, rama en la que el porcentaje de trabajadores afectados por los convenios ya firmados es muy elevado (en concreto, el 68%). Por otro lado, casi todos los acuerdos pactados hasta febrero son revisados, es decir, se trata de acuerdos plurianuales firmados en años anteriores con efectos en 2009.

En febrero, el ritmo de variación interanual del IPC registró un descenso de una décima respecto al mes precedente, hasta el 0,7%, lo que constituye la tasa más reducida desde junio de 1969 (véase gráfico 4). La desaceleración del índice general estuvo motivada por la ralentización en la tasa de crecimiento de los componentes del IPSEBENE —índice que excluye los elementos más volátiles—, que registró un descenso de cuatro décimas, hasta el 1,6%. El ritmo de avance de los precios de los servicios disminuyó por cuarto mes consecutivo, hasta una tasa del 3,3%, que es tres décimas inferior a la de enero y la más reducida desde marzo de 2000. Los precios de los alimentos elaborados y de los bienes industriales no energéticos también prosiguieron la tónica de ralentización de meses anteriores, experimentando reducciones en sus tasas interanuales de 0,8 pp y 0,4 pp, respectivamente, hasta situarse en el 1,7% en el primer caso y en el -0,7% en el segundo. Por el contrario, aumentaron su ritmo de avance los precios de los alimentos no elaborados (en cinco décimas, hasta el 2,2%) y los de los bienes energéticos (en 1,2 pp, aunque este componente aún mantiene una tasa de



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a. Tasa de variación interanual de la tendencia.

variación negativa elevada, del  $-8,1\%$ ). Al igual que el IPC, el índice armonizado de precios de consumo (IAPC) también creció en febrero un  $0,7\%$  interanual, una décima menos que en enero, mientras que en la UEM la inflación repuntó en esa misma cuantía, hasta el  $1,2\%$ , de modo que el diferencial con esa área se redujo en dos décimas, situándose en  $-0,5$  pp, el valor más reducido desde el inicio de la UEM. Finalmente, según el indicador adelantado del índice armonizado, en España la inflación habría seguido moderándose en marzo, hasta el  $-0,1\%$ , ocho décimas menos que en el mes anterior. En el área del euro, la inflación se habría ralentizado en seis décimas, hasta el  $0,6\%$ , de modo que el diferencial favorable a España se ampliaría hasta  $-0,7$  pp.

En febrero, el ritmo de avance interanual del índice de precios industriales disminuyó en  $0,6$  pp, hasta el  $-1,1\%$ , que es la tasa más reducida de la última década. La desinflación fue generalizada entre los componentes no energéticos, destacando los bienes intermedios, cuyos precios de producción aumentaron en  $1,6$  pp su ritmo de caída interanual, hasta una tasa del  $-3,2\%$ . Los precios de los bienes de consumo duradero se ralentizaron en  $0,7$  pp, hasta el  $2,4\%$ , mientras que la tasa de variación de los componentes de consumo no duradero y de equipo se vio recortada en cuatro décimas, hasta el  $0,1\%$  y  $1,5\%$ , respectivamente. Como resultado de la evolución de sus distintos componentes, el índice general sin energía descendió, en términos interanuales, un  $1\%$ , retroceso que supera en nueve décimas al observado en enero. Por lo que respecta al componente energético, el ritmo de aumento de sus precios de producción repuntó en tres décimas, pero continuó siendo negativo ( $-1,9\%$ ).

Los precios de importación, aproximados por los índices de valor unitario (IVU), descendieron un  $7,4\%$  en enero (frente al aumento del  $1,9\%$  de diciembre). La desaceleración afectó a todos los grupos de productos. De este modo, el ritmo de avance del componente no energético se ralentizó en  $7$  pp, hasta el  $-1,8\%$ . Los precios de las importaciones de bienes de equipo e intermedios no energéticos pasaron a registrar tasas negativas, del  $-7,7\%$  y  $-4,9\%$ , respectivamente, siendo también muy pronunciada la pérdida de dinamismo de los bienes de consumo no alimenticio, cuya inflación siguió siendo, no obstante, positiva. Además, los IVU de las importaciones energéticas intensificaron su ritmo de caída en  $12$  pp, hasta una tasa del  $-27,4\%$ , en consonancia con la fuerte reducción interanual del precio del petróleo importado (superior al  $50\%$ ). En la vertiente exportadora, el IVU de las exportaciones totales cayó en

enero un 2,8%, tras el avance del 1,2% del mes anterior. Por grupos de productos, destacaron, como en el caso de las importaciones, los fuertes descensos que experimentaron los precios de los bienes de equipo e intermedios no energéticos, del -6,9% y -4,1%, respectivamente, así como de los energéticos, cuya tasa de variación se redujo en 12 pp, hasta el -5,5%. Los bienes de consumo alimenticio y no alimenticio también aminoraron su tasa de inflación, aunque en menor medida. Por áreas geográficas, los precios de las exportaciones comunitarias cayeron más intensamente que los de las ventas al resto del mundo (-3,1% y -1,8%, respectivamente), si bien la pérdida de dinamismo fue más acusada en este último caso. Por otra parte, los precios de importación de los productos industriales elaborados por el INE acrecentaron en enero en 1 pp su ritmo de caída interanual, hasta el -4,9%. Por componentes, los ligeros repuntes en los precios de los bienes de consumo y de equipo no pudieron compensar la ralentización de los precios de los bienes intermedios y la intensificación del retroceso de los de la energía. Finalmente, los precios de exportación de productos industriales cayeron un 1,6% interanual en enero, lo que supone una agudización de 0,8 pp de su ritmo de descenso con respecto al mes precedente.

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

A partir de mediados de marzo, los mercados financieros internacionales registraron una mejora, impulsada por los indicios de recuperación en los beneficios de algunas entidades financieras sistémicas que están recibiendo apoyo público, por el anuncio de nuevos planes de rescate financiero y por los estímulos adicionales de política monetaria introducidos por algunos países. A pesar de ello, el escenario económico global sigue mostrando un deterioro notable. Entre las medidas adoptadas en las últimas semanas, la Reserva Federal, el Banco de Inglaterra y el Banco de Japón han implementando (o anunciado) medidas para apoyar los mercados de crédito, al tiempo que, en Estados Unidos, el Tesoro presentó los detalles de su plan para avanzar en el saneamiento de los balances bancarios. Este contexto propició ganancias en los mercados bursátiles, tanto en las economías desarrolladas como en las emergentes, que fueron particularmente acusadas para las cotizaciones de bancos y de compañías de seguros. En los mercados de cambios, la menor demanda de activos denominados en dólares, en su papel de activo refugio, favoreció una depreciación del dólar, especialmente importante en la última parte del mes. También se depreció el franco suizo, tras las intervenciones del banco central. Las rentabilidades de la deuda pública de los países desarrollados registraron oscilaciones a lo largo del mes de marzo, que culminaron con disminuciones más o menos generalizadas, tras sendos anuncios por parte del Banco de Inglaterra y de la Reserva Federal del inicio de las compras de bonos de sus respectivos Tesoros. Las rentabilidades de los diferenciales de los bonos corporativos y algunos índices de derivados de crédito mostraron cierto repunte, aunque no llegaron a compensar los descensos que se habían acumulado a principios de año. La menor aversión al riesgo en los mercados internacionales también favoreció una reducción de los diferenciales soberanos emergentes de todas las regiones, salvo en los países con mayores vulnerabilidades. Por su parte, el precio del petróleo tipo *Brent* mantuvo su cotización en un rango alrededor de los 45 dólares, en un contexto en el que la caída de la demanda mundial ha venido acompañada por una progresiva reducción de oferta por parte de los países de la OPEP, si bien, en su reunión del 15 de marzo, esta organización no aprobó recortes adicionales de producción.

En Estados Unidos, el PIB registró una contracción del 6,3% en tasa trimestral anualizada, en el cuarto trimestre de 2008, con contribuciones muy negativas de la demanda del sector privado y de las exportaciones. En el conjunto de 2008, la economía creció un 1,1% interanual, el registro más bajo desde 2001 e inferior al 2% de 2007. Los indicadores de mayor frecuencia ofrecen señales negativas, en general, aunque se observan ciertos síntomas positivos, desde una situación de partida muy deprimida, en las viviendas iniciadas y las ventas de viviendas, así como en el componente subyacente de las ventas al por menor, con datos hasta



febrero. No obstante, la confianza del consumidor y de los constructores se mantuvo en mínimos en marzo, y los indicadores de precios de la vivienda mostraron nuevas caídas. En cuanto a la actividad, la producción industrial se redujo en febrero, y los índices ISM se mantuvieron en niveles asociados con una situación contractiva. El informe de empleo de febrero mostró un nuevo deterioro del mercado laboral, con una destrucción de 651.000 empleos y un aumento de la tasa de paro hasta el 8,1%. En cuanto a los precios, la inflación medida por el IPC aumentó dos décimas en febrero, hasta el 0,2% interanual, y la tasa subyacente una décima, hasta el 1,8%, tras los fuertes descuentos aplicados en enero. En este contexto, la Reserva Federal mantuvo el tipo de interés de los fondos federales, en un rango del 0% al 0,25%, y anunció el inicio de la compra de bonos del Tesoro y otros activos, para facilitar el flujo de crédito en la economía. Por último, el Tesoro anunció los detalles del programa de adquisición de préstamos y valores problemáticos (*legacy loans and assets*), en el que participarán, a partes iguales, en términos de capital invertido, los inversores privados y el sector público, aunque la financiación estará garantizada por el Estado, a través del Fondo de Garantía de Depósitos y de la Reserva Federal (mediante el TALF).

En el Reino Unido, se registró un descenso del PIB del 6,1% en el último trimestre de 2008, en tasa trimestral anualizada, debido a la caída de la inversión y del consumo privado. En el conjunto de 2008, el PIB creció un 0,7%, frente al 3% de 2007. Los índices PMI de manufacturas y servicios repuntaron ligeramente en febrero, si bien se mantuvieron en terreno recesivo, mientras que el de construcción experimentó una notable caída. La financiación bancaria de hogares y empresas continuó ralentizándose en enero, en un entorno de endurecimiento de las condiciones de acceso al crédito. Sobre el consumo pesaron, además, el deterioro del mercado laboral, con un aumento de la tasa de paro hasta el 6,5% en enero, y el mantenimiento de la confianza del consumidor en mínimos históricos, muy afectada por el desplome del precio de los activos. La corrección del mercado inmobiliario siguió su curso, y el precio de la vivienda disminuyó un 17,7% en febrero, según el índice *Halifax*. Por su parte, la inflación repuntó en febrero en dos décimas, hasta el 3,2% interanual, en el contexto de una notable depreciación de la libra desde octubre. No obstante, el Banco de Inglaterra dejó entrever que existe el riesgo de que la inflación se sitúe por debajo del 1% en la segunda mitad de 2009, por lo que redujo el tipo de interés oficial hasta el 0,5% e inició la compra de bonos del Tesoro en el mercado secundario, de bonos corporativos y de bonos emitidos por bancos bajo el esquema de garantía del Gobierno. Finalmente, el Gobierno puso en marcha el programa de garantías de activos (*Asset Protection Scheme*) anunciado el 19 de enero.

En Japón, el PIB del cuarto trimestre se revisó ligeramente al alza, del -12,7% al -12,1% en tasa trimestral anualizada, aunque la mejoría se debió a un aumento de las existencias. En el conjunto de 2008, el PIB cayó un 0,6%, frente a un crecimiento del 2,4% en 2007. En cuanto a los indicadores más recientes, los PMI de manufacturas y servicios de febrero continuaron extremadamente débiles, y la encuesta Tankan del primer trimestre muestra un derrumbe de la confianza empresarial. La producción industrial se desplomó en enero, con una caída del 10,2% mensual, tras el -9,8% de diciembre. Los indicadores de consumo, como las ventas al por menor, también siguieron empeorando en febrero, con caídas interanuales superiores al 5%, debido, entre otros factores, a la contracción de los salarios nominales. La balanza por cuenta corriente mostró en enero un saldo negativo, por primera vez desde 1996, como consecuencia de la caída de las exportaciones de bienes y servicios, que se acentuó en febrero. En cuanto a los precios, la inflación medida por el IPC siguió en el 0% en febrero. El Banco de Japón mantuvo en marzo el tipo de interés oficial en el 0,1%, amplió el volumen de compras mensuales de bonos del Tesoro, de 1,4 a 1,8 billones de yenes, y anunció que comprará hasta 1 billón de yenes en deuda subordinada de bancos japoneses con el fin de incrementar su capitalización.

En los nuevos Estados miembros de la Unión Europea que no pertenecen a la UEM, el PIB se desaceleró muy marcadamente en todos los países de la región y, en promedio, creció un 1,1% interanual, muy inferior al 4,3% del tercer trimestre. En el conjunto de 2008, el PIB creció en promedio un 4%, frente al 5,9% de 2007. La fuerte reducción del crecimiento se debió tanto a la abrupta caída de la demanda interna (muy intensa en Estonia y Letonia), como a la menor contribución de la demanda exterior, por la débil demanda de exportaciones en el área del euro. El deterioro de la coyuntura en los países bálticos y Hungría, todos ellos con tasas negativas interanuales, está siendo muy agudo, mientras que el resto de países se mantuvieron en cifras positivas, pero con tendencia a la baja. En febrero, la tasa de inflación armonizada agregada se elevó una décima, hasta el 4% interanual, por el incremento en Polonia, Hungría y Rumanía —debido a los efectos de la depreciación del tipo de cambio—, mientras que continuó disminuyendo en el resto de países. Desde mediados de marzo, los indicadores financieros han tendido a estabilizarse, y, en cuanto a la política monetaria, solo Polonia recortó en 25 puntos básicos (pb) el tipo de interés oficial. Rumanía recibió un paquete de ayuda financiera —por parte del FMI, la UE, el Banco Mundial y el Banco Europeo para la Reconstrucción y el Desarrollo— por 20 mm de euros.

En China, la actividad mantuvo el tono débil ya observado en el último trimestre de 2008, como consecuencia del pronunciado deterioro del comercio exterior; no obstante, los efectos de los estímulos de política económica comienzan a vislumbrarse. Los indicadores más recientes muestran una ralentización de la producción y de la demanda en enero y febrero. Por el contrario, la inversión en activos fijos repuntó considerablemente —pese al estancamiento de la inversión residencial— y los índices de gestores de compras incorporaron expectativas de recuperación a corto plazo. La fuerte caída de las exportaciones, acompañada de una contracción menor de las importaciones, provocó la abrupta reducción del superávit comercial en febrero. En cualquier caso, en el conjunto de 2008, el superávit por cuenta corriente aumentó un 20%, hasta el 10% del PIB. La inflación disminuyó hasta tasas interanuales negativas (–1,6% en febrero) por primera vez desde 2002, y los precios de producción acentuaron su caída, por efectos base. No obstante, los efectos de la política monetaria moderadamente laxa se tradujeron en el repunte de la oferta monetaria y del crédito en febrero. En cuanto a la política fiscal, el presupuesto aprobado en marzo recoge una previsión de déficit presupuestario del 3% del PIB en 2009 (el déficit fue del 0,4% en 2008). En el resto de Asia, el PIB del cuarto trimestre de 2008 se desaceleró muy intensamente en Corea del Sur, Malasia, Hong Kong y Tailandia, que mostraron caídas interanuales, y de forma relativamente moderada en la India (hasta el 5,3%). Los indicadores de enero y febrero muestran fuertes caídas de las exportaciones —superiores al 20% interanual en todos los países de la región, excepto en la India— y de la producción industrial. En cuanto a la inflación, en febrero siguió reduciéndose en la mayor parte de las economías de la región, aunque repuntó ligeramente en Corea del Sur y en Filipinas. En este contexto, se produjeron reducciones generalizadas de los tipos de interés oficiales.

En América Latina, el PIB del cuarto trimestre de 2008 se desaceleró fuertemente en todos los países —aunque de manera especialmente acusada en Brasil, Colombia y México—, pasando en promedio del 5% al 1,2% interanual. En el conjunto del año, el crecimiento de la región fue del 4,3%, inferior al 5,7% del año anterior. En términos generales, esta desaceleración vino impulsada por la demanda interna, mientras que las exportaciones y las importaciones sufrieron una disminución similar. Los indicadores de actividad más recientes confirman la debilidad de la situación económica. Las balanzas por cuenta corriente se deterioraron, con contracciones de exportaciones e importaciones, y continuó la tendencia a las salidas de flujos financieros. En ese contexto de contracción de la actividad y moderación del crédito, la inflación se redujo de manera generalizada en febrero, y se situó en el 7,7% en promedio. Los tipos de interés oficiales se re-

dujeron en casi todos los países, en algunos casos de manera sustancial. Por otra parte, el banco central de México intervino para mitigar la depreciación del peso, los de Perú y Venezuela redujeron sus encajes bancarios para liberar liquidez, y el de Argentina diseñó un mecanismo para facilitar dólares al sector exportador. Por su parte, en Venezuela se elevó el IVA y se recortó el gasto presupuestario, para paliar la caída de ingresos petroleros, y en Chile —que registró una mejora de su calificación crediticia por parte de *Moody's*— se anunció que se emplearían recursos del fondo de estabilización para financiar parte del plan de estímulo fiscal. Perú realizó una emisión de deuda soberana, en dólares, en los mercados internacionales.

De acuerdo con la primera estimación de la Contabilidad Nacional, el PIB del área del euro disminuyó un 1,5% en el cuarto trimestre de 2008, tras haber caído un 0,2% en el trimestre previo. El intenso deterioro del producto se debió en gran medida al fuerte retroceso de la formación bruta de capital fijo y de las exportaciones, que se redujeron un 3,7% y un 6,5%, respectivamente. El comportamiento de la inversión, unido a la contracción del consumo privado —del 0,3%— y a la leve expansión del consumo público, derivó en una aportación negativa de la demanda interna al crecimiento del producto de  $-1$  pp. El saldo exterior neto, por su parte, detrajo 0,8 pp al ritmo de avance del PIB, ya que el descenso de las importaciones solo pudo compensar parcialmente el desplome de las ventas al exterior. Finalmente, la contribución de la variación de existencias fue positiva, de 0,3 pp. En términos interanuales, la tasa de expansión del PIB se situó en  $-1,3\%$ , frente al  $0,6\%$  del tercer trimestre. En el conjunto del año, el producto aumentó un  $0,7\%$ , casi dos puntos por debajo de la tasa del año anterior.

En relación con la UEM, los datos de Contabilidad Nacional relativos al cuarto trimestre de 2008 estiman una caída del empleo de un  $0,3\%$  intertrimestral, lo que se tradujo en una tasa nula en términos interanuales. La mayor contracción del PIB provocó un fuerte retroceso de la productividad aparente del trabajo, del  $1,3\%$ , tras el crecimiento nulo del trimestre previo. La remuneración por asalariado aumentó un  $3\%$ , y los costes laborales unitarios se aceleraron hasta el  $4,3\%$ , muy por encima del deflactor del PIB, por lo que los márgenes empresariales volvieron a contraerse en el último trimestre del año.

La información disponible más reciente no avanza ninguna mejora de la actividad en los primeros meses de 2009. En la vertiente de la oferta, la producción industrial se redujo en enero notablemente, un  $3,5\%$ , y la cartera de pedidos, un  $3,4\%$  (véase cuadro 1). En marzo, los indicadores de confianza de la Comisión Europea volvieron a disminuir en la industria y los servicios, y permanecieron constantes en el sector de la construcción, mientras que los procedentes de las encuestas de los directores de compras aumentaron ligeramente. Por el lado de la demanda, las ventas minoristas experimentaron una leve mejoría en enero, y las matriculaciones repuntaron en febrero debido, fundamentalmente, a las medidas especiales adoptadas en Alemania, que impulsaron las compras de vehículos en este país. Además, según la Comisión Europea, la confianza de los consumidores cayó en marzo. Por otra parte, entre los indicadores relacionados con la inversión, la valoración de la cartera de pedidos en marzo y el grado de utilización de la capacidad productiva en el primer trimestre del año alcanzaron mínimos históricos. Finalmente, los datos nominales de la balanza comercial señalan que las ventas al exterior se redujeron acusadamente en enero respecto al año anterior y la valoración de la cartera de pedidos de exportación se deterioró nuevamente en marzo.

La inflación del área del euro, medida por la tasa de variación interanual del Índice Armonizado de Precios de Consumo (IAPC), cayó hasta el  $0,6\%$  en marzo, según la estimación preliminar de Eurostat, tras el leve repunte de febrero —que situó la tasa en el  $1,2\%$ — (véa-

		2008			2009		
		OCT	NOV	DIC	ENE	FEB	MAR
ACTIVIDAD Y PRECIOS	Índice de producción industrial (a)	-5,9	-9,1	-12,2	-17,3		
	Comercio al por menor (a)	-2,1	-2,6	-2,4	-2,2		
	Matriculaciones de turismos nuevos (a)	-14,6	-18,4	-23,4	-20,5	-12,6	
	Indicador de confianza de los consumidores	-24,0	-25,0	-30,0	-31,0	-33,0	-34,0
	Indicador de confianza industrial CE	-18,0	-25,0	-33,0	-33,0	-36,0	-38,0
	PMI de manufacturas	41,1	35,6	33,9	34,4	33,5	34,0
	PMI de servicios	45,8	42,5	42,1	42,2	39,2	40,1
	IAPC (a)	3,2	2,1	1,6	1,1	1,2	0,6
VARIABLES MONETARIAS Y FINANCIERAS (b)	M3	8,7	7,7	7,6	6,0	5,9	
	M1	3,7	2,2	3,3	5,1	6,3	
	Crédito a los sectores residentes	7,4	7,2	6,2	6,0	5,7	
	AAPP	0,7	2,4	3,1	5,2	6,9	
	Otros sectores residentes	8,7	8,2	6,8	6,1	5,4	
	De los cuales:						
	— Préstamos a hogares	3,3	2,5	1,6	1,2	0,7	
	— Préstamos a sociedades no financieras	11,9	11,1	9,5	8,8	7,6	
	EONIA	3,82	3,15	2,49	1,81	1,26	1,06
	EURIBOR a tres meses	5,11	4,24	3,29	2,46	1,94	1,64
	EURIBOR a un año	5,25	4,35	3,45	2,62	2,14	1,91
	Rendimiento bonos a diez años	4,44	4,20	3,89	4,11	4,20	4,16
	Diferencial bonos a diez años EEUU-UEM	-0,64	-0,63	-1,46	-1,64	-1,34	-1,29
	Tipo de cambio dólar/euro	1,332	1,273	1,345	1,324	1,278	1,305
Índice Dow Jones EURO STOXX 50 (c)	-41,1	-44,8	-44,3	-8,7	-19,4	-15,5	

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

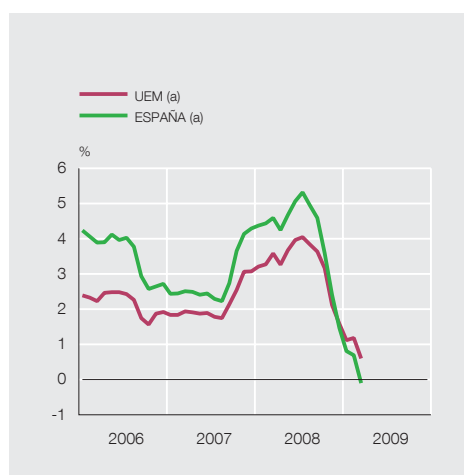
a. Tasa de variación interanual. Calculada sobre la serie ajustada de días laborables, excepto para el IAPC.

b. 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.

c. Variación porcentual acumulada en el año. Datos a fin de mes.

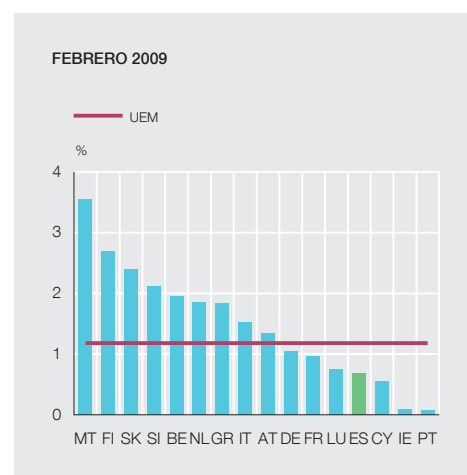
### ÍNDICES ARMONIZADOS DE PRECIOS DE CONSUMO Tasas de variación interanuales

GRÁFICO 5



FUENTE: Eurostat.

a. El dato de marzo de 2009 corresponde a una estimación provisional.



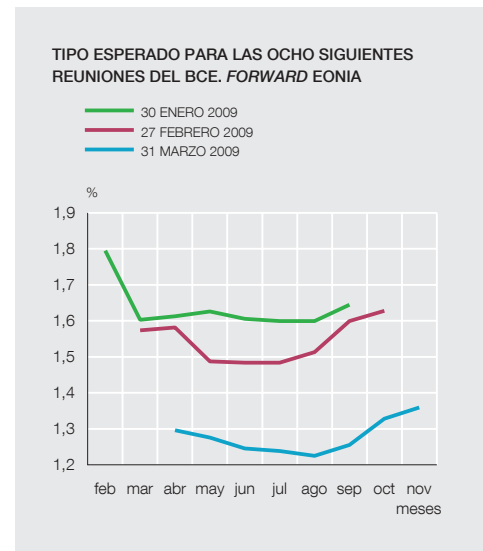
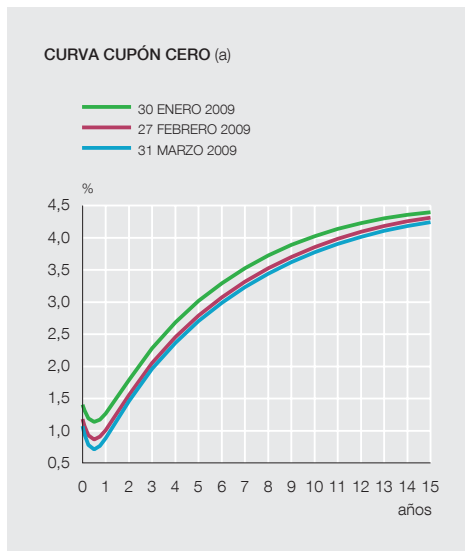
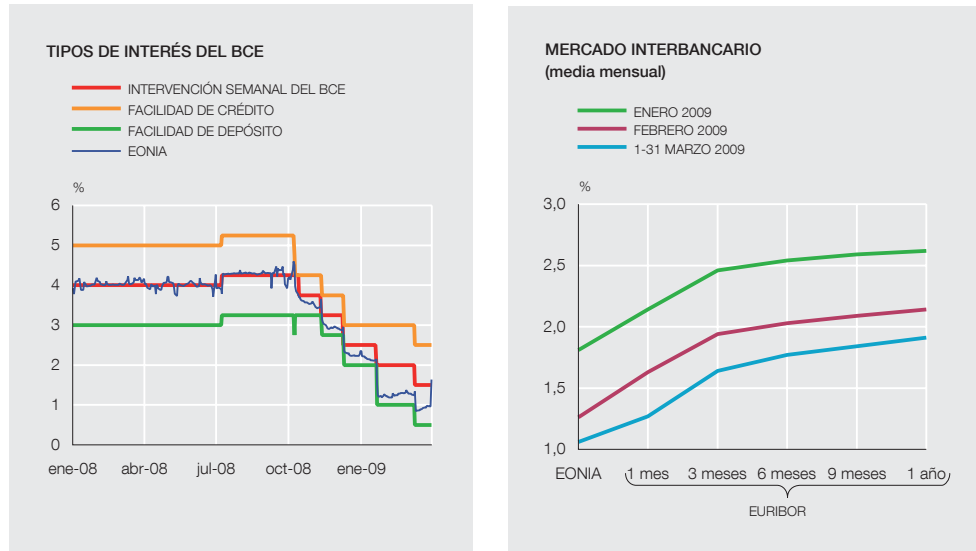
se gráfico 5). Aunque todavía no se dispone del desglose por componentes, es previsible que la evolución del índice responda a los efectos base en el subíndice relativo a los servicios como resultado de la celebración de la Semana Santa en marzo del año pasado, y en los precios de los alimentos y productos energéticos —en línea con la evolución del precio del petróleo—. Los precios industriales se redujeron en enero un 0,5% en términos interanuales, como consecuencia del abaratamiento de los bienes de consumo no duradero, de los bienes intermedios y, fundamentalmente, de la energía.

El Consejo de Gobierno del BCE decidió en su reunión de abril recortar los tipos de interés oficiales en 25 pb. Así, los tipos aplicados a las operaciones principales de financiación y a las facilidades de depósito y de crédito se sitúan en el 1,25%, el 0,25% y el 2,25%, respectivamente. El BCE señaló que dicha decisión, que implica que los tipos de interés se han reducido en 300 pb desde octubre de 2008, ha tenido en cuenta su expectativa de que las presiones inflacionistas permanecerán contenidas en línea con la significativa bajada de los precios de las materias primas y el acusado deterioro de la actividad en la zona del euro y en el mundo, en general. Además, el Consejo de Gobierno reiteró que continuará asegurando el firme anclaje de las expectativas en torno a su objetivo de medio plazo de tasas de inflación por debajo, pero próximas al 2%, lo cual es necesario para el crecimiento sostenido y el empleo y contribuye a la estabilidad financiera.

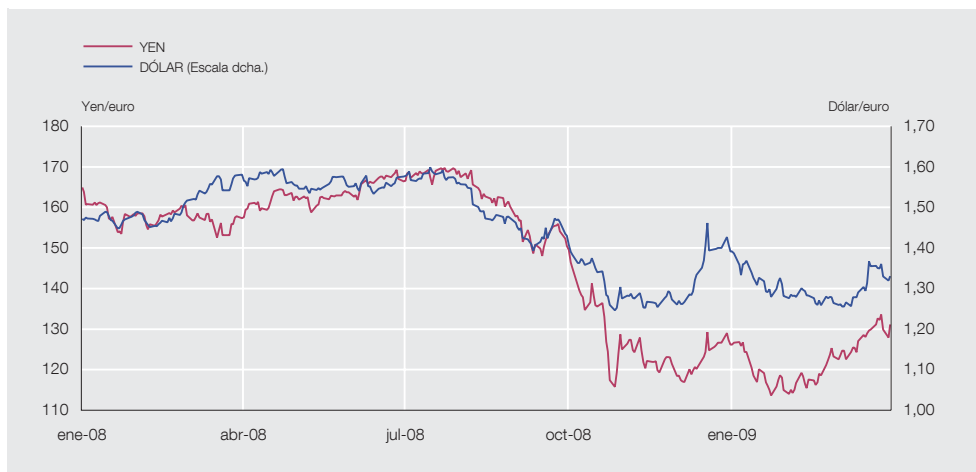
En marzo, los tipos de interés de los depósitos en el mercado interbancario prosiguieron su tendencia descendente, de forma que, a la fecha de cierre de este artículo, los EURIBOR a un mes y a un año se sitúan 41 pb y 22 pb por debajo de los niveles de finales de febrero, en el 1,1% y 1,8%, respectivamente (véase gráfico 6). Los tipos de las operaciones con garantías —*eurepos*— experimentaron una tendencia similar, aunque menos intensa, por lo que el diferencial positivo entre las rentabilidades de los depósitos y los *eurepos* equivalentes disminuyó en marzo, hasta los 41 pb en el caso de los tipos a un mes, y los 108 pb en el de los tipos a un año. La rentabilidad de la deuda pública a diez años de la UEM en los mercados secundarios se ha reducido —no sin cierta volatilidad— en este último mes, de forma que actualmente se sitúa en valores cercanos al 4,1%. En Estados Unidos, el descenso de los rendimientos de los activos análogos durante el mismo período ha sido algo más intenso, con lo que el diferencial negativo entre ambos se ha ampliado unos 11 pb, hasta los 138 pb.

A partir de principios de marzo, los índices bursátiles europeos e internacionales mejoraron, impulsados por la aparición de indicios de recuperación en los beneficios de algunas entidades financieras que están recibiendo apoyo público, el anuncio de nuevos planes de rescate financiero en Estados Unidos y los estímulos monetarios adicionales de algunos países de fuera de la UEM. Aunque esta mejora se ha truncado recientemente, tras la publicación de algunas noticias negativas sobre los sectores bancario y automovilístico, el índice EURO STOXX 50 se encuentra a fecha de cierre de este Boletín casi un 5,0% por encima de los niveles de finales de febrero, con lo que la desvalorización acumulada anual se sitúa alrededor del 15,0%. En los mercados de divisas, el tipo de cambio efectivo nominal del euro ha mostrado en marzo una tendencia apreciativa, que ha compensado gran parte de la depreciación habida en los dos meses anteriores. Aunque la apreciación del euro frente al dólar estadounidense en marzo ha sido incluso más intensa, el tipo de cambio todavía se encuentra en niveles inferiores a los de finales del pasado año, en 1,33 \$/€ (véase gráfico 7).

El agregado monetario M3 creció un 5,9% en febrero, una décima menos que el mes precedente. Esta ligera pérdida de dinamismo se debió en gran parte a la ralentización de los



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.



FUENTES: Banco Central Europeo y Banco de España.

TIPOS		2005	2006	2007	2008		2009			
		DIC	DIC	DIC	NOV	DIC	ENE	FEB	MAR	
TIPOS BANCARIOS (a)	HOGARES E ISFLSH									
		Crédito para vivienda	3,46	4,74	5,53	6,18	5,83	4,97	...	...
		Crédito para consumo y otros fines	6,27	7,32	8,34	9,31	8,79	8,72	...	...
		Depósitos	1,23	1,79	2,72	3,06	2,80	2,34	...	...
	SOCIEDADES NO FINANCIERAS									
	Crédito (b)	3,59	4,77	5,80	5,66	4,87	4,17	...	...	
MERCADOS FINANCIEROS (c)	Letras del Tesoro a seis-doce meses	2,58	3,69	4,01	2,69	2,18	1,53	1,39	1,22	
	Deuda pública a cinco años	3,04	3,78	4,12	3,53	3,46	3,47	3,38	3,22	
	Deuda pública a diez años	3,37	3,82	4,35	4,15	3,86	4,15	4,23	4,06	
	Diferencial de rentabilidad con el bono alemán	0,00	0,03	0,09	0,56	0,80	1,05	1,07	0,99	
	Prima de los seguros de riesgo crediticio a cinco años de empresas no financieras (d)	0,39	0,26	0,64	2,14	2,90	2,58	2,04	1,76	
	IBEX 35 (e)	18,20	31,79	7,32	-41,31	-39,43	-8,11	-17,13	-15,02	

FUENTES: Credit Trade, Datastream y Banco de España.

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

b. 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.

c. Medias mensuales.

d. Primas medias ponderadas por el volumen total de activos en diciembre de 2007.

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

depósitos a plazo hasta dos años. El crédito al sector privado, que incluye préstamos bancarios, acciones y participaciones y otros valores, se desaceleró siete décimas, hasta un 5,4%, arrastrado en gran medida por el comportamiento de los primeros. En particular, el crecimiento de los préstamos bancarios prolongó su tendencia descendente, desde el 5% de enero al 4,2% de febrero. Dentro de ellos, tanto los destinados a sociedades no financieras como los concedidos a hogares para cualquier finalidad — compra de vivienda, consumo u otros fines— disminuyeron su ritmo de avance hasta tasas del 7,6% y 0,7%, respectivamente.

### **Evolución financiera en España**

Durante marzo se ha producido una cierta recuperación en los mercados financieros nacionales e internacionales. Así, los índices bursátiles experimentaron ascensos y disminuyeron las primas de riesgo incorporadas en los precios de los activos de renta fija. En paralelo, los tipos de interés negociados en el mercado interbancario continuaron reduciéndose, y también descendió la rentabilidad de la deuda pública española, tanto a corto como a largo plazo. Por su parte, los datos más recientes de los balances de los hogares y las sociedades muestran que, en enero, se mantuvo la pauta de desaceleración tanto de la financiación ajena como de los activos más líquidos en las carteras de estos sectores. La información provisional correspondiente a febrero apunta a una continuidad de estas mismas tendencias.

En el mes de marzo, 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 1,22% y el 4,06%, respectivamente, lo que implica en ambos casos un descenso de 17 pb en relación con los correspondientes niveles de febrero (véase cuadro 2). El diferencial de rentabilidad entre la deuda española y la alemana a diez años disminuyó ligeramente, hasta los 99 pb. Por su parte, las primas medias de los seguros de riesgo crediticio a cinco años de las empresas no financieras españolas también se redujeron, alcanzando un valor próximo a los 175 pb.

**FINANCIACIÓN A LAS SOCIEDADES NO FINANCIERAS, A LOS HOGARES E ISFLSH  
Y A LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS**  
Crecimiento interanual (T1,12) (a)

CUADRO 3

	2009	2006	2007	2008		
	ENE (b)	DIC	DIC	NOV	DIC	ENE
FINANCIACIÓN TOTAL	2.529,0	19,0	12,2	7,5	7,3	6,3
SOCIEDADES NO FINANCIERAS, HOGARES E ISFLSH	2.214,5	24,2	15,4	6,6	5,8	5,4
Hogares e ISFLSH	909,5	19,6	12,5	4,9	4,4	3,9
<i>De la cual:</i>						
– Crédito para adquisición de vivienda (c)	674,3	20,4	13,0	5,0	4,5	4,2
– Crédito para consumo y otros fines (c)	232,8	17,5	11,1	4,3	3,8	3,0
Sociedades no financieras	1.305,0	28,0	17,5	7,8	6,8	6,4
<i>De la cual:</i>						
– Préstamos de entidades de crédito residentes (c)	954,3	29,8	19,5	8,0	6,8	6,1
– Valores de renta fija (d)	43,1	134,2	18,4	12,4	12,1	17,3
ADMINISTRACIONES PÚBLICAS (e)	314,5	-4,7	-6,9	14,8	18,2	13,5
Valores a corto plazo	58,4	-2,3	2,5	39,6	58,3	58,3
Valores a largo plazo	297,7	-0,4	-3,1	5,7	8,1	9,9
Créditos-depósitos (f)	-41,6	-13,0	-12,6	9,7	8,8	-11,0

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.

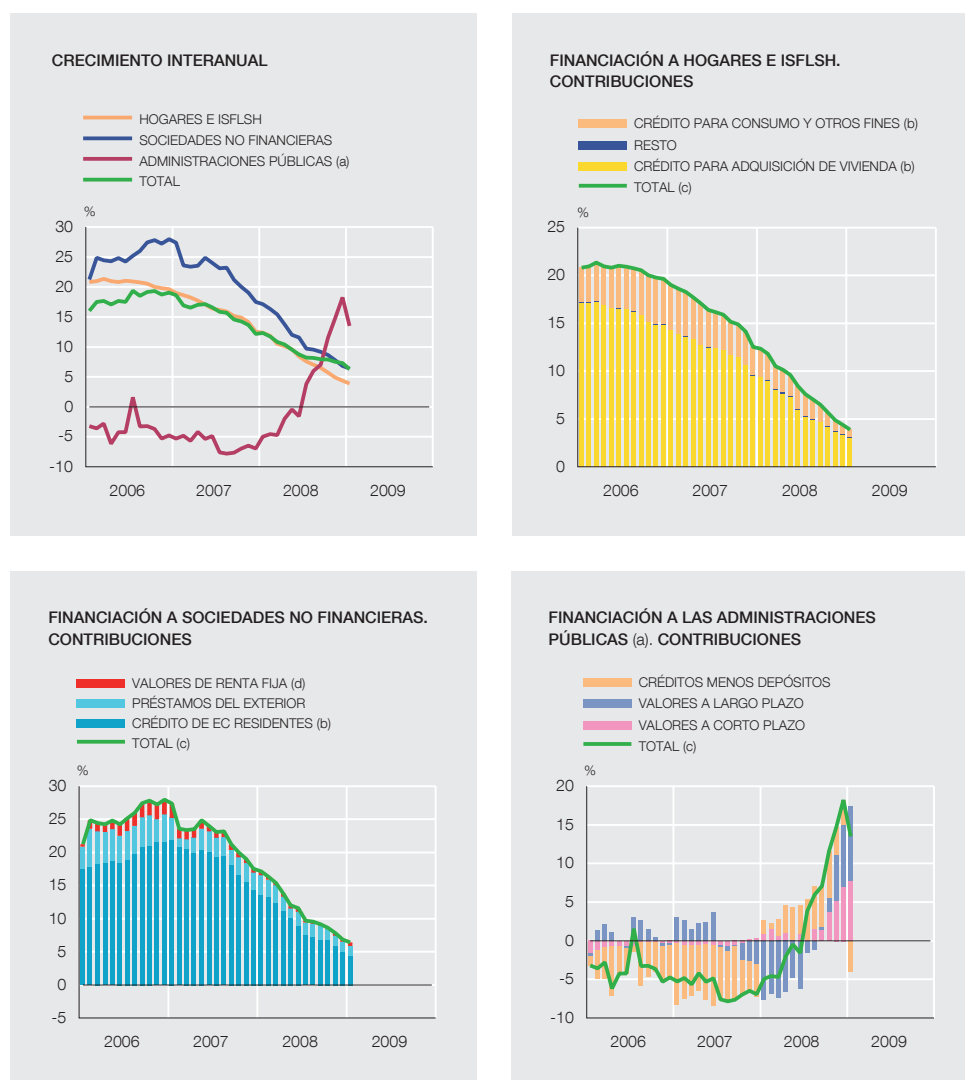
f. Variación interanual del saldo.

En los mercados bursátiles nacionales e internacionales las cotizaciones se recuperaron ligeramente en marzo. De este modo, en la fecha de cierre de este artículo el IBEX 35 redujo las pérdidas acumuladas en el año a un 15%, descenso similar al registrado por el EURO STOXX 50 de las bolsas de la UEM, pero algo superior al del S&P 500 de las de Estados Unidos, que, durante el mismo período, experimentaron caídas del 15,5% y del 11,7%, respectivamente.

En enero, en línea con la disminución de las rentabilidades negociadas en los mercados interbancarios, se redujeron los tipos de interés aplicados por las entidades de crédito en las operaciones nuevas de activo y pasivo. Así, el coste de la financiación bancaria a las sociedades no financieras descendió 70 pb y se situó en el 4,17%, mientras que el de los préstamos concedidos a las familias para la adquisición de vivienda y para consumo y otros fines alcanzó el 4,97% y el 8,72%, respectivamente, 86 pb y 7 pb por debajo de los correspondientes registros de diciembre. Por su parte, la remuneración de sus depósitos bajó 46 pb, hasta el 2,34%.

Durante enero, la financiación recibida por el conjunto de los sectores residentes no financieros experimentó una nueva desaceleración (véanse cuadro 3 y gráfico 8). Esta evolución fue resultado de los menores ritmos de variación de los recursos captados por todos los sectores. Así, en términos interanuales, el avance de la deuda de los hogares y sociedades no financieras se redujo en torno a medio punto porcentual y se situó alrededor del 4% y 6,5%, respectivamente, mientras que los fondos netos demandados por las AAPP se expandieron un 13,5%, una tasa casi 5 pp inferior a la del mes precedente.



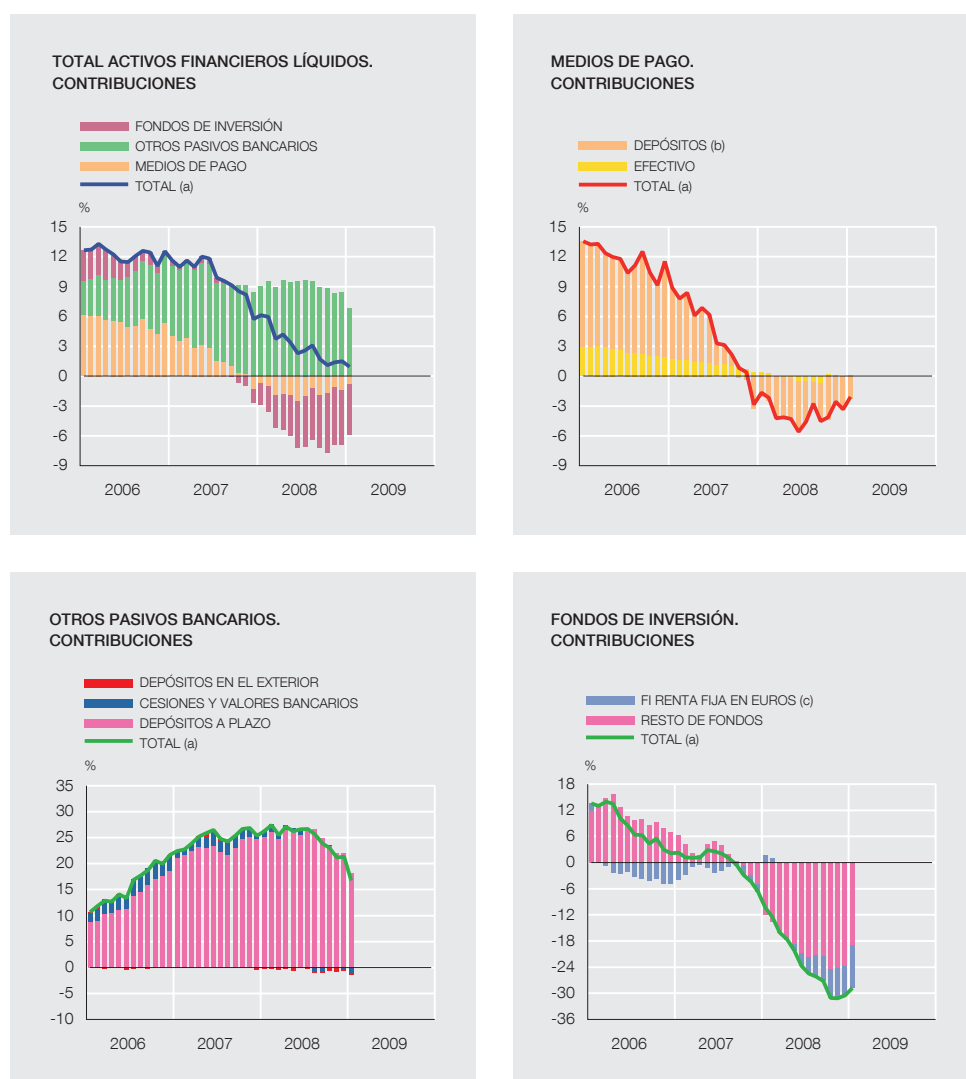


FUENTE: Banco de España.

- 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.

La desagregación por finalidades muestra que durante enero prosiguió la ralentización de los préstamos a los hogares para la adquisición de vivienda y para consumo y otros fines, cuyas tasas de crecimiento interanuales se situaron alrededor del 4% y del 3%, respectivamente. Por su parte, el menor dinamismo de los fondos recibidos por las sociedades no financieras fue el resultado, fundamentalmente, de una nueva desaceleración del crédito otorgado por las entidades residentes, que aumentó en torno al 6% respecto al mismo período del año anterior. De acuerdo con la información provisional disponible, el ritmo de avance de la deuda del sector privado continuó reduciéndose en febrero.

El detalle de los pasivos de las AAPP muestra, de nuevo, una fuerte expansión interanual de la emisión neta de valores de renta fija, que, en términos relativos, volvió a ser más intensa en los instrumentos de corto plazo, a la par que sus depósitos aumentaron por encima de los créditos recibidos.



FUENTE: Banco de España.

- a. Crecimiento interanual.
- b. Cuentas corrientes, cuentas de ahorro y depósitos disponibles con preaviso de hasta tres meses.
- c. La serie incluye las categorías «fondos monetarios» y «FIM de renta fija en euros».

En enero, volvió a moderarse el dinamismo de los activos financieros más líquidos de las carteras de las sociedades no financieras y los hogares. El desglose por instrumentos evidencia un menor ritmo de avance de los depósitos a plazo, que se situó algo por encima del 20%, casi 5 pp por debajo del dato del mes anterior. En cambio, las tasas de variación de los medios de pago y los fondos de inversión, aunque negativas, se redujeron en valor absoluto respecto a las de diciembre (véase gráfico 9). La información provisional correspondiente a febrero apunta al mantenimiento de estas mismas pautas.

31.3.2009.